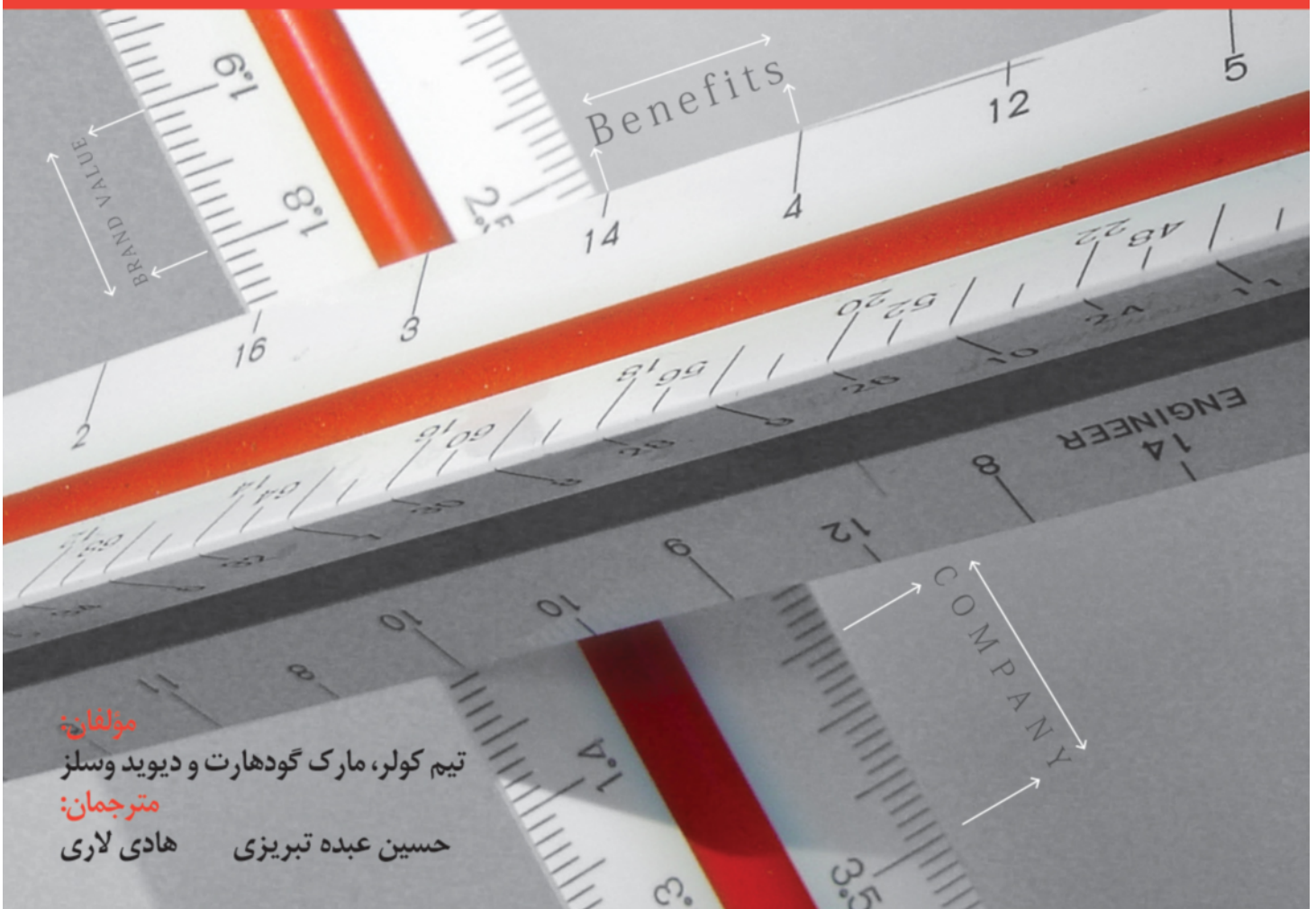


# V A L U A T I O N

# اندازه‌گیری

اندازه‌گیری و مدیریت ارزش شرکتها



مؤلفان:

تیم کولر، مارک گودهارت و دیوید وسلز

مترجمان:

حسین عبده تبریزی هادی لاری



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر:



# ارزشیابی

اندازه‌گیری و مدیریت ارزش شرکت‌ها

(جلد اول)

مؤلفان:

تیم کولر، مارک گودهارت و دیوید وسلز

مترجمان:

هادی لاری

حسین عبده تبریزی



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر:

# ارزشیابی

اندازه‌گیری و

مدیریت

ارزش

شرکت‌ها

(جلد اول)

---

عنوان: ارزشیابی، مدیریت و اندازه‌گیری ارزش شرکت‌ها (جلد اول)

نام پدیدآورندگان: تیم کولر، مارک گودهارت و دیوید وسلز

مترجمان: حسین عبده تبریزی و هادی لاری

مشخصات ناشر: تهران: انتشارات ، ۱۳۹۱

شابک:

موضوع: امور مالی، ارزش شرکت‌ها، ارزشیابی

This book is mainly a Persian translation of 14 chapters from  
McKinsey & Company's Valuation book which is written by  
Tim Koller, Marc Goedhart and David Wessels,  
5th ed., John Wiley & Sons, 2010

ب

# ارزشیابی

اندازه‌گیری و

مدیریت

ارزش

شرکت‌ها

(جلد اول)

همکاران شرکت مک‌کینزی

تیم کولر، مارک گودهارت و دیوید وسلز

ترجمه:

حسین عبده تبریزی هادی لاری

ت



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر:

## فهرست کلی کتاب (در سه جلد)

یادداشت مترجمان

درباره نویسندگان

پیش‌گفتار

### بخش یک مبانی ارزش

۱ چرا ارزش را اندازه‌گیری می‌کنیم؟

۲ اصول بنیادین ارزش‌آفرینی

۳ نوارگردان انتظارات

۴ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

۵ رشد

### بخش دو فنون اصلی ارزشیابی

۶ چارچوب ارزشیابی

۷ بازسازی صورت‌های مالی

۸ تحلیل عملکرد و موقعیت رقابتی

۹ پیش‌بینی عملکرد

۱۰ تخمین ارزش در دوره‌تداوم

۱۱ تخمین هزینه سرمایه

۱۲ گذار از ارزش بنگاه اقتصادی به ارزش هر سهم

۱۳ محاسبه و تفسیر نتایج

۱۴ استفاده از ضرایب جهت غربال نتایج

ث

## بخش سه ارزش ذاتی و بازار سهام

۱۵ ارزش بازار، دنباله‌رو بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد است

۱۶ بازار محتوا را ارزشیابی می‌کند و نه فرم را

۱۷ احساسات و سوء‌قیمت‌گذاری در بازار

۱۸ سرمایه‌گذاران و مدیران در بازارهای کارا

## بخش چهار مدیریت برای ارزش

۱۹ راهبرد سبک کسب و کارهای شرکت

۲۰ مدیریت عملکرد

۲۱ ادغام و تملک

۲۲ ارزش‌آفرینی از طریق واگذاری

۲۳ ساختار سرمایه

۲۴ ارتباط با سرمایه‌گذاران

## بخش پنج مسائل پیشرفته ارزشیابی

۲۵ مالیات

۲۶ مخارج غیر عملیاتی، مخارج یک-مرتبه‌ای، اندوخته‌ها و ذخایر

۲۷ اجاره‌های بلندمدت، صندوق‌های بازنشستگی و سایر تعهدات

۲۸ مخارج سرمایه‌ای

۲۹ تورم

۳۰ ارز

۳۱ مطالعه موردی: شرکت هاینیکن (Heineken)

ج

## بخش شش شرایط خاص

۳۲ ارزشیابی انعطاف‌پذیری

۳۳ ارزشیابی در بازارهای نوظهور

۳۴ ارزشیابی شرکت‌های پررشد

۳۵ ارزشیابی شرکت‌های چرخه‌ای

۳۶ ارزشیابی بانک‌ها

پیوست الف فرمول سود اقتصادی و محرک‌های کلیدی ارزش

پیوست ب برابری سود اقتصادی تنزیل‌شده و جریان نقدی آزاد تنزیل‌شده

پیوست ج نحوه محاسبه جریان نقدی آزاد، هزینه متوسط موزون سرمایه و ارزش فعلی تعدیل‌شده

پیوست د اهرمی و غیراهرمی کردن هزینه حقوق صاحبان سهام

پیوست ه اهرم و ضریب قیمت به عایدی

نمایه



# ارزشیابی

اندازه‌گیری و

مدیریت

ارزش

شرکت‌ها

(جلد اول)

همکاران شرکت مک‌کینزی

تیم کولر، مارک گودهارت و دیوید وسلز

ترجمه:

حسین عبده تبریزی هادی لاری

خ



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir



باز نشر:

# فهرست تفصیلی جلد اول

یادداشت مترجمان

درباره نویسندگان

پیش‌گفتار

## بخش یک مبانی ارزش

۱ چرا ارزش را اندازه‌گیری می‌کنیم؟

عواقب غفلت از اندازه‌گیری ارزش

مزایای تمرکز بر ارزش بلندمدت

چالش‌های تمرکز بر ارزش بلندمدت

پرسش‌های پایان فصل

۲ اصول بنیادین ارزش‌آفرینی

محرک‌های ارزش: رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

بقای ارزش

ریسک و ارزش‌آفرینی

ریاضیات ارزش‌آفرینی

خلاصه

پرسش‌های پایان فصل

۳ نوارگردان انتظارات

چرا انتظارات سهامداران شبیه نوارگردان عمل می‌کند

تأثیر نوارگردان انتظارات در دنیای واقعی

د

تجزیه بازده کل سهامداران

درک انتظارات

پی‌آمدهای این مباحث برای مدیران

پرسش‌های پایان فصل

۴ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

محرك‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

مزیت رقابتی

حفظ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

تحلیل تجربی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

خلاصه

پرسش‌های پایان فصل

۵ رشد

محرك‌های رشد درآمد

رشد و ارزش‌آفرینی

مشکلات رشد پایدار

تحلیل تجربی رشد شرکت‌ها

خلاصه

پرسش‌های پایان فصل

بخش دو فنون اصلی ارزشیابی

۶ چارچوب ارزشیابی

جریان نقدی تنزيل شده بنگاه اقتصادی

مدل های ارزشیابی مبتنی بر سود اقتصادی

مدل ارزش فعلی تعدیل شده

مدل جریان نقدی سرمایه

مدل ارزشیابی نسبت جریان نقدی به حقوق صاحبان سهام

سایر رویکردهای جریان نقدی تنزيل شده

راهکارهای جایگزین جریان نقدی تنزيل شده

خلاصه

پرسش های پایان فصل

۷ بازسازی صورت های مالی

مفاهیم کلیدی بازسازی گزارش های حسابداری

بازسازی گزارش های حسابداری در عمل

مسائل تحلیلی پیشرفته

پرسش های پایان فصل

۸ تحلیل عملکرد و موقعیت رقابتی

تحلیل بازده وجوه سرمایه گذاری شده

تحلیل رشد درآمد

سلامت اعتباری و ساختار سرمایه

جایگزین های بازده وجوه سرمایه گذاری شده

ملاحظات عمومی

ر

پرسش‌های پایان فصل

۹ پیش‌بینی عملکرد

تعیین مدت زمان و جزئیات پیش‌بینی

مؤلفه‌های هر مدل خوب

سازوکار پیش‌بینی

سایر مسائل

پرسش‌های پایان فصل

۱۰ تخمین ارزش در دورهٔ تداوم

فرمول پیشنهادی برای ارزشیابی جریان نقدی تنزیل شده

فرمول پیشنهادی برای ارزشیابی سود اقتصادی تنزیل شده

مطالب ذیل ارزش در دورهٔ تداوم

مشکلات دامنگیر پیش‌بینی‌کنندگان

ارزیابی سایر رویکردهای ارزش در دورهٔ تداوم

فرمول‌های پیشرفتهٔ ارزش در دورهٔ تداوم

پرسش‌های پایان فصل

۱۱ تخمین هزینهٔ سرمایه

هزینهٔ متوسط موزون سرمایه

تخمین هزینهٔ حقوق صاحبان سهام

تخمین هزینهٔ بدهی پس از کسر مالیات

استفاده از نسبت‌های ساختار سرمایه هدف جهت تعیین هزینهٔ سرمایه

ساختارهای سرمایه پیچیده

پرسش‌های پایان فصل

۱۲ گذار از ارزش بنگاه اقتصادی به ارزش هر سهم

ارزشیابی دارایی‌های غیرعملیاتی

ارزشیابی بدهی و مشابهاات بدهی

ارزشیابی اوراق بهادار ترکیبی و سهام اقلیت

تخمین ارزش هر سهم

پرسش‌های پایان فصل

۱۳ محاسبه و تفسیر نتایج

تأیید نتایج ارزشیابی

تحلیل حساسیت

سناریونویسی

ارزشیابی بخش‌های بنگاه

هنر ارزشیابی

پرسش‌های پایان فصل

۱۴ استفاده از ضرایب جهت غربال نتایج

استفاده از ضریب مناسب

محاسبه ضرایب به صورت هماهنگ

استفاده از شرکت‌های هم‌گروه مناسب

ضرایب جایگزین



خلاصه

پرسش‌های پایان فصل

پیوست‌ها

- پیوست الف فرمول سود اقتصادی و محرک‌های کلیدی ارزش
- پیوست ب برابری سود اقتصادی تنزیل شده و جریان نقدی آزاد تنزیل شده
- پیوست ج نحوه محاسبه جریان نقدی آزاد، هزینه متوسط موزون سرمایه و ارزش فعلی تعدیل شده
- پیوست د اهرمی و غیراهرمی کردن هزینه حقوق صاحبان سهام
- پیوست ه اهرم و ضریب قیمت به عایدی

ش

## یادداشت مترجمان

### ارزشیابی چیست؟

کارایی بازارهای بورس معتبر دنیا ریشه در نهادهایی دارد که معاملات عمده خود را بر مبنای ارزشیابی‌های دقیق صورت می‌دهند. ارزشیابی دانشی است که به کمک آن می‌توان کلیه عوامل مؤثر بر جریان نقدی شرکت‌ها را مدل‌سازی کرد و با تنزیل جریان‌های نقدی شرکت، قیمت ذاتی سهام را تعیین کرد. مدل ارزشیابی کلیه فرایندهای مالی شرکت را شبیه‌سازی می‌کند. از این رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند به کمک آن، تأثیر نسبی اخبار و گزارش‌ها بر قیمت ذاتی سهام را محاسبه کرده و معاملات خود را با توجه به سود مورد انتظار انتظام دهند. مدیران عامل هم می‌توانند تأثیر تصمیمات خود بر ارزش شرکت را پیش از عملی کردن آن تصمیمات، اندازه‌گیری کرده و از این طریق، بیش‌ترین ارزش را عاید سهامداران خود کنند. حوزه ارزشیابی شاخه‌ای اصلی از زیرشاخه‌های علم مالی است، چرا که از مفاهیم و مدل‌های بسیار متنوعی از این علم از قبیل جریان نقدی تنزیل‌شده، تحلیل صورت‌های مالی، محاسبه نسبت‌های مالی، هزینه متوسط موزون سرمایه، مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، سپر مالیاتی و ... استفاده می‌کند تا با یکپارچه کردن آن‌ها، به هدفی واحد یعنی اندازه‌گیری و مدیریت ارزش شرکت دست یابد.

### مخاطبان کتاب

اطلاع نسبی (و در مواردی دقیق) از اصول حسابداری و مالی شرکت‌ها برای مطالعه این کتاب ضروری است. گرچه مطالعه بخش‌های عمومی‌تر (۱، ۳ و ۴) به کلیه علاقه‌مندان و فعالان بازار سرمایه قابل‌توصیه است، اما برای درک مطالب بخش‌های فنی‌تر کتاب (۲، ۵ و ۶)، خواننده ناگزیر می‌باید اطلاع قبلی و در مواردی تسلط نسبی بر مالی شرکت‌ها و حسابداری داشته باشد. از این رو مترجمان کتاب، مطالعه آن را به دانشجویان و دانش‌آموختگان مقطع کارشناسی ارشد و بالاتر در رشته‌های مالی، حسابداری و اقتصاد توصیه می‌کنند. طبعاً افرادی که در حوزه‌های یادشده مطالعات شخصی غیردانشگاهی دارند نیز در زمره مخاطبان این کتاب قرار می‌گیرند.



## واژه‌گزینی

چون کتاب حاضر در محافل علمی از قبیل دانشگاه‌ها و اجرایی از قبیل مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری به عنوان کتاب مرجع ارزشیابی مورد استفاده قرار می‌گیرد، نویسندگان با وسواس تلاش کرده‌اند از واژه‌های تخصصی با دقت استفاده کنند. مترجمان نیز با شناخت این حساسیت سعی کرده‌اند در واژه‌گزینی برای اصطلاحات مالی از این امر غفلت نکنند. به عنوان مثال، نویسندگان در طول متن بارها و بارها از اصطلاح "return on invested capital" استفاده می‌کنند. مترجمان نیز از تقلیل این اصطلاح به معادل‌های نادقیقی مثل بازده، بازده سرمایه، بازده سرمایه‌گذاری و ... اجتناب کرده و تنها از معادل "بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده" استفاده کرده‌اند.

در کتاب توضیح داده می‌شود که اصطلاح "بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده"، اصطلاحی دقیق است و معنای محاسباتی آن غیر از بازده، بازده سرمایه، بازده سرمایه‌گذاری، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و مشابه آن‌هاست. در نتیجه، با توجه به اهداف استفاده از این کتاب و با عنایت به آموزشی بودن این ویرایش از کتاب، در بده‌بستان بین دقت و روانی متن، مترجمان وزن بیشتری به دقت داده‌اند.

متون علمی تمام رشته‌ها پر از اصطلاحات تخصصی است و برگردان صحیح آن‌ها به زبان مادری گاه چالش‌زاست. مالی نه تنها از این قاعده مستثنی نیست، بلکه شاید بیش از سایر رشته‌ها با این دشواری رو در رو است. این موضوع علل متعدد دارد: عمر کوتاه این دانش در ایران و عدم توسعه بازار سرمایه باعث شده که عمده واژه‌های مالی وارداتی به نظر برسند. بازار سرمایه ایران خود مولد واژگان تخصصی نیست و بنابراین در ترجمه کتاب‌های مالی، مترجمان نمی‌توانند برای برابرگزینی به دست‌اندرکاران بازار رجوع کنند.

هنگام واژه‌گزینی برای اصطلاحات انگلیسی، مترجمان ابتدا تلاش کرده‌اند برابری‌های رایج در بازار سرمایه را انتخاب کنند؛ سپس، کتاب فرهنگ اصطلاحات مالی و سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> را مرجع قرار داده و نهایتاً از معدود برابری‌هایی استفاده کرده‌اند که سلیقه شخصی مترجمان بوده است.

## برنامه انتشار این کتاب

افزوده‌های مترجمان به متن ترجمه آن‌قدر ناچیز است که به اشاره نیامده است. بنابراین، این کتاب صرفاً ترجمه متن انگلیسی باقی مانده است. هر چند مترجمان قصد دارند این کتاب را در سه جلد به بازار عرضه کنند، اما با تکمیل هر فصل، ترجمه کتاب به طور الکترونیک و به تدریج منتشر می‌شود. خوانندگان

۱. نظربلند، غلامرضا؛ عبده تبریزی، حسین و عبدالله کوثری. فرهنگ اصطلاحات مالی و سرمایه‌گذاری: انگلیسی-فارسی. تهران: فرهنگ معاصر، ۱۳۹۰.

می‌توانند نسخه Pdf فصل‌های تکمیل‌شده را به رایگان از سایت [www.iranfinance.net](http://www.iranfinance.net) دریافت کنند. انتشار تدریجی این فایده را دارد که ویرایش دائمی متن میسر و با دریافت نظریات خوانندگان، اشکالات ترجمه برطرف می‌شود.

در مرحله بعد، تارنمایی مستقل ([www.iranvaluation.com](http://www.iranvaluation.com)) به کتاب اختصاص می‌یابد تا امکان ارائه ابزارهای کمک‌آموزشی و عرضه مدل عمومی ارزشیابی جریان نقدی تنزيل‌شده فراهم شود. پاسخ به سئوال‌ها و حل مسئله‌ها و افته‌ها روی همان تارنما دنبال می‌شود. شاید حتی فرصت آن باشد که با برگزاری دوره‌های آموزشی ارزشیابی بر مبنای این کتاب، به ارتقای این دانش در کشور کمک شود.

حسین عبده تبریزی [abdoh@abdoh.net](mailto:abdoh@abdoh.net)

هادی لاری [hadi\\_lari@yahoo.com](mailto:hadi_lari@yahoo.com)

بهار ۱۳۹۱



## درباره نویسندگان

تمامی نویسندگان این کتاب از مشاوران فعلی یا پیشین مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی اند کامپانی<sup>۱</sup> هستند. آنان مجموعاً بیش از ۵۰ سال در زمینه مشاوره و آموزش علوم مالی تجربه دارند.

**مک‌کینزی اند کمپانی** شرکت مشاوره مدیریتی است که به شرکت‌ها و سازمان‌های بزرگی که در بورس‌های بزرگ جهان فهرست شده‌اند، با هدف بهبود عملکرد آن‌ها مشاوره می‌دهد. شرکت مک‌کینزی با استخدام مشاوران در بیش از ۹۰ دفتر خود مستقر در ۵۰ کشور، در زمینه مسائل راهبردی، عملیاتی، سازمانی، مالی و فن‌آوری مشاوره می‌دهد. این شرکت در تمام حوزه‌های اصلی صنعت و زمینه‌های مختلف مدیریتی صاحب تجربه گسترده است.

**تیم کولر<sup>۲</sup>** از همکاران دفتر نیویورک شرکت مک‌کینزی است. رهبری مرکز عملکرد مالی شرکتی در آن مؤسسه به عهده اوست و همچنین وی عضو گروه رهبری مرکز جهانی مالی شرکت‌ها نیز هست. وی در طول ۲۵ سال کار مشاوره، در زمینه راهبرد شرکت‌ها، بازارهای سرمایه، معاملات ادغام و تملک<sup>۳</sup> و مدیریت ارزش‌محور به مشتریان خود در سراسر دنیا ارائه خدمت کرده است. او رهبری فعالیت‌های تحقیقاتی شرکت در زمینه ارزشیابی و بازارهای سرمایه را عهده‌دار بوده است. کولر پیش‌تر با شرکت استرن استوارت اند کمپانی<sup>۴</sup> و شرکت موبایل<sup>۵</sup> همکاری داشته است. وی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (MBA) خود را از دانشگاه شیکاگو<sup>۶</sup> گرفته است.

---

1. McKinsy & Cpmpany's Corporate Finance Practice (<http://www.mckinsey.com>)

2. Tim Koller

3. merger & acquisition (M&A)

4. Stern Stewart & Company (<http://www.sternstewart.com>)

5. Mobil Corporateion (<http://www.mobil.com>)

6. University of Chicago (<http://www.uchicago.edu>)

مارک گودهارت<sup>۱</sup> متخصص ارشد دفتر آمستردام<sup>۲</sup> شرکت مک‌کینزی و رهبر مرکز مالی شرکتی اروپاست. گودهارت در ۱۵ سال گذشته در زمینه اصلاح ساختار، بازارهای سرمایه و معاملات ادغام و تملک به مشتریان خود در سراسر اروپا ارائه خدمت کرده است. وی به عنوان استادیار در دانشگاه اراسموس<sup>۳</sup> شهر روتردام<sup>۴</sup> به تدریس علوم مالی مشغول است و خود در همین دانشگاه مدرک دکترای مالی گرفته است.

دیوید وسلز<sup>۵</sup> استاد مدعو مدرسه وارتون<sup>۶</sup> دانشگاه پنسیلوانیا<sup>۷</sup> در زمینه علوم مالی است. او که از سوی مجله بیزنس ویک<sup>۸</sup> به عنوان یکی از بهترین استادان مدارس کسب‌وکار<sup>۹</sup> امریکا لقب گرفته، عمدتاً در کلاس‌های کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی و کارشناسی ارشد مدیریت اجرایی (EMBA) درس می‌دهد. وسلز مدیر گروه آموزش‌های اجرایی مدرسه وارتون نیز هست و در واحد توسعه مدیریت اجرایی چندین شرکت از مجموعه فورچون ۵۰۰<sup>۱۰</sup> نیز کار می‌کند. او که از مشاوران اسبق شرکت مک‌کینزی است، مدرک دکترای خود را از دانشگاه کالیفرنیا<sup>۱۱</sup> در شهر لس‌آنجلس دریافت کرده است.

- 
1. Marc Goedhart
  2. Amsterdam
  3. Erasmus University (<http://www.eur.nl/english>)
  4. Rotterdam
  5. David Wessels
  6. Wharton School (<http://www.wharton.upenn.edu>)
  7. University of Pennsylvania (<http://www.upenn.edu>)
  8. Business Week (<http://www.businessweek.com/magazine>)
  9. business
  10. Fortune 500 (<http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500>)
  11. University of California (<http://www.universityofcalifornia.edu>)

## پیش‌گفتار

اولین چاپ این کتاب در سال ۱۹۹۰ به بازار آمد و اکنون ترجمه ویرایش پنجم آن به شما عرضه می‌شود که در سال ۲۰۱۰ منتشر شده است. این کتاب در همه دنیا خوانندگان پرطرفدار دارد زیرا رویکرد این کتاب ریشه در اصول جهانی اقتصاد دارد. گرچه متن این کتاب همواره با افزایش تجربیات نگارندگان و رشد مداوم کسب‌وکار و علوم مالی<sup>۱</sup> به روز رسانی شده، اما اصول جهانی آن دستخوش تغییر نشده است.

در این ۲۰ سال، تاریخ کسب‌وکار دوره جالب‌توجهی را سپری کرده و مدیران و سرمایه‌گذاران هنوز با فرصت‌ها و چالش‌های نوظهور این دوره روبه‌رو هستند. حوادث بحران اقتصادی سال ۲۰۰۷ و رونق و سقوط شرکت‌های اینترنتی در دهه گذشته، نشان داد که اصول اساسی ارزش‌آفرینی، قوانین عمومی اقتصاد بوده و همواره و در هر شرایطی کاربرد دارد. از این رو، قیمت بالای سهام در دوران حباب<sup>۲</sup> شرکت‌های اینترنتی که حکایت از پیش‌بینی سود فوق‌العاده بالا برای این شرکت‌ها داشت، حائز اهمیت نبود، زیرا برعکس مدعی برخی از افراد، هیچ "اقتصاد جدید"ی بنا نشده بود. به همین منوال سود فوق‌العاده بالای حوزه مالی طی دو سال پیش از شروع بحران مالی سال ۲۰۰۷ نیز افراطی بود. زیان‌های متعاقب بحران سال ۲۰۰۷ خود گواهی بر این مدعاست. قوانین رقابت باید به سرمایه‌گذاران هشدار می‌داد که آن سودهای خارق‌العاده غیرواقعی است و نمی‌توانست پایدار بماند.

همین طور در ۲۰ سال گذشته ثابت شده است در برخی از مواقع، شاید بازار سهام معیار قابل‌اتکایی برای ارزش بعضی از شرکت‌ها نبوده است. این مطلب نشان می‌دهد که مدیران همواره باید ارزش ذاتی<sup>۳</sup> شرکت خود و نحوه ارزش‌آفرینی را درک کنند. برداشت معقول از ارزشیابی و مهارت استفاده از آن جهت هدایت تصمیمات مرتبط با کسب‌وکار، شرط لازم موفقیت هر شرکت است.

- 
1. finance
  2. bubble
  3. intrinsic value

## چرا باید این کتاب را بخوانیم

همه مدیران عامل<sup>۱</sup>، مدیران کسب و کار و مدیران مالی متوجه عمق مفهوم ارزش نیستند، هر چند که اگر بخواهند کار خود را به نحو احسن انجام بدهند و مسئولیت‌های خود را اجرایی کنند، باید این مفهوم را کاملاً درک نمایند. کتاب حاضر می‌کوشد این ضرورت را برای آنان توضیح دهد. این کتاب در ابتدا کتابچه‌ای در دست مشاوران شرکت مک‌کینزی بود و مطالب عملی این کتاب ریشه در همان کتابچه دارد. شرکت مک‌کینزی این کتاب را منتشر کرده است تا مدیران فعلی و آتی از آن بهره‌مند شوند، بویژه کسانی که می‌خواهند شرکتی ارزش‌آفرین داشته باشند. این کتاب برای سرمایه‌گذاران شرکت‌ها نیز کاربرد دارد. هدف کتاب رمزگشایی از موضوع ارزشیابی و روشن کردن رابطه بین راهبرد<sup>۲</sup> و دانش مالی است. گرچه این کتاب، به کتاب درسی رایج دانشگاه‌ها بدل شده است، اما در عین حال خودآموزی است برای مدیران اجرایی و امید می‌رود که خوانندگان آن را بارها و بارها به کار ببرند. این کتاب از جنس کتاب‌های قطور دکوری نیست، و اگر مؤلفان کار خود را به خوبی انجام داده باشند، هر صفحه آن باید پر از خط کشی، حاشیه نویسی و علامت‌گذاری شود.

پیام این کتاب ساده است و می‌گوید کامیابی شرکت‌ها در هنگامی است که برای سهامداران خود ارزش اقتصادی واقعی خلق کنند. شرکت‌ها زمانی ارزش خلق می‌کنند که نرخ بازده سرمایه‌گذاری آن‌ها بیش‌تر از هزینه سرمایه<sup>۳</sup> شرکت باشد. این دو جمله ساده در هر زمان و مکانی صادق است. این کتاب شرح می‌دهد چرا این دو اصل اساسی ارزش‌آفرینی اصولی صحیح است و شرکت‌ها چه طور می‌توانند با به کارگیری این اصول در تصمیمات خود، ارزش را افزایش دهند. این کتاب روش‌های عملی پیاده‌کردن اصول یادشده را نیز در تصمیم‌گیری‌ها نشان می‌دهد.

هدف فصول فنی این کتاب، تشریح گام به گام نحوه صحیح ارزشیابی است. مؤلفان چارچوب ارزشیابی را همان‌گونه برای خوانندگان شرح می‌دهند که در کار مشاوره از آن استفاده کرده‌اند، و سپس با افزودن مطالعات موردی، فرایند آموزش را کامل می‌کنند. این کار به خواننده توان قضاوت عملیاتی می‌دهد که ارزشیابی را انجام دهد و از نتایج آن استفاده کند. فصول مدیریتی نیز به همین اندازه حائز اهمیت است.

- 
1. CEO
  2. strategy
  3. cost of capital

خواننده می‌تواند از این فصول برای تصمیم‌گیری میان گزینه‌های مختلف استفاده کند. بویژه این فصول به مدیران کسب‌وکار کمک می‌کند تا درک کنند که چه طور:

- ارزش راهبردهای مختلف را تخمین زده و یکی از گزینه‌های موجود را برای کسب‌وکار انتخاب کنند.
- راهبرد سید کسب‌وکارهای شرکت را تنظیم کنند. برای این کار باید بدانند که شرکت مادر با تملک<sup>۱</sup> کدام کسب‌وکارها می‌تواند موقعیت خود را بهبود بخشد و کدام کسب‌وکار ممکن است تحت مالکیت سایر مالکان عملکرد بهتری داشته باشد.
- معاملات عمده از قبیل تملک، واگذاری<sup>۲</sup> و اصلاح ساختار<sup>۳</sup> را ارزیابی کنند.
- نظام مدیریت عملکرد<sup>۴</sup> شرکت را ارتقاء دهند. این کار باید به صورتی انجام شود که بخش‌های مختلف سازمان در مسیر ارزش‌آفرینی هم‌سو شوند.
- با سرمایه‌گذاران ارتباط مؤثر داشته باشند. برای این کار باید بدانند که با چه کسی حرف بزنند و از چه کسی حرف‌شنوی داشته باشند و این کار را چه طور انجام دهند.
- ساختار سرمایه<sup>۵</sup> مؤثری را طراحی کنند. این ساختار نه تنها باید از راهبرد شرکت پشتیبانی کند، بلکه باید ریسک تنگنای مالی<sup>۶</sup> را نیز کمینه نماید.

## ساختار این کتاب

در چاپ پنجم این کتاب، به کاربرد عملی دانش مالی بیش‌تر توجه شده است تا کتاب بتواند پاسخگوی مشکلات واقعی کسب‌وکار باشد. در این چاپ، حوادث اقتصادی دهه گذشته، پیشرفت‌های تازه دانش مالی و

- 
1. acquisition
  2. divestiture
  3. restructuring
  4. performance management system
  5. capital structure
  6. financial distress

تجربه نویسندگان گنجانده شده است. این نسخه از کتاب، در شش بخش تنظیم شده و هر بخش بر موضوعات خاصی تمرکز دارد که به شرح زیر است:

بخش یک، **مبانی ارزش**؛ نمای کلی ارزش آفرینی را نشان می‌دهد. در این بخش اشاره می‌شود که به‌رغم آشفتگی بازار سرمایه در سال‌های اخیر، مدیران باید همچنان بر ارزش آفرینی بلندمدت تمرکز کنند. دو اصل اساسی ارزش آفرینی توضیح داده می‌شود: اولاً این‌که بازده سرمایه<sup>۱</sup> و رشد<sup>۲</sup> محرک جریان نقدی<sup>۳</sup> و جریان نقدی محرک ارزش است و ثانیاً اصل بقای ارزش<sup>۴</sup>. این اصل می‌گوید: هر آن چه جریان نقدی را افزایش ندهد، ارزش خلق نمی‌کند، مگر این‌که ریسک را کاهش دهد. در این بخش، یک فصل به بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و یک فصل به رشد اختصاص یافته است. اصول راهبردی و دیدگاه‌های تجربی مرتبط با این مفاهیم در این فصول گنجانده شده است.

بخش دو، **فنون اصلی ارزشیابی**؛ راهنمایی است که می‌توان از آن برای ارزشیابی جریان نقدی تنزیل شده<sup>۵</sup> تنزیل شده<sup>۵</sup> هر شرکت استفاده کرد. در این بخش خواننده می‌آموزد که عملکرد تاریخی را تحلیل کند، جریان نقدی آزاد را پیش‌بینی کند، هزینه سرمایه متناسب را تخمین بزند، منابع ارزش را تشخیص دهد و نتایج را تفسیر نماید. همین‌طور روشن می‌شود که چه‌طور می‌توان از ضرایب<sup>۶</sup> شرکت‌های هم‌گروه جهت تکمیل ارزشیابی جریان نقدی تنزیل شده استفاده کرد.

بخش سه، **ارزش ذاتی و بازار سهام**؛ با ارائه شواهد تجربی نشان می‌دهد که قیمت سهام تابع اصول اساسی ارزش آفرینی است. این بدان معناست که قیمت سهام تحت تأثیر مدیریت عایدی<sup>۷</sup>، نتایج حسابداری یا عوامل نهادی معاملاتی مثل پذیرش یک شرکت در چند بورس مختلف (پذیرش چندگانه<sup>۸</sup>) قرار نمی‌گیرد. هم‌چنین این بخش به بررسی شرایط نادری می‌پردازد که طی آن، قیمت سهام برخی شرکت‌ها

- 
1. return on capital
  2. growth
  3. cash flow
  4. conservation of value
  5. discounted cash flow (DCF)
  6. multiple
  7. earning
  8. cross-listing



(با در موارد بسیار نادر کل بازار) موقتاً از اصول اساسی ارزش‌آفرینی دور می‌شود. فصل آخر این بخش شرح خواهد داد که چه چیز موجب کارایی<sup>۱</sup> بازار سهام می‌گردد، کدام سرمایه‌گذاران دامنهٔ قیمت سهام شرکت را تعیین می‌کنند و آثار نفوذ آنان بر نوسان قیمت برای مدیران کدام است.

بخش چهارم، **مدیریت برای ارزش**؛ از اصول ارزش‌آفرینی در تصمیمات عملی پیش روی مدیران استفاده می‌کند. این بخش توضیح می‌دهد که چه طور می‌توان سبد کسب‌وکارهای شرکت را طراحی کرد؛ با ادغام، تملک و واگذاری ارزش‌آفرینی کرد؛ ساختار سرمایه مناسب شرکت را شکل داد؛ و ارتباط مناسب با بازارهای مالی<sup>۲</sup> برقرار کرد.

بخش پنجم، **مسائل پیشرفتهٔ ارزشیابی**؛ شرح می‌دهد که موضوعات پیچیده‌ای چون مالیات<sup>۳</sup>، بازنشستگی<sup>۴</sup>، بازنشستگی<sup>۴</sup>، ذخایر<sup>۵</sup>، تورم<sup>۶</sup> و ارز<sup>۷</sup> را چه طور می‌توان تحلیل کرده و در ارزشیابی وارد کرد. همین‌طور ارزشیابی جامعی از شرکت آجوسازی هلندی هاینیکن<sup>۸</sup> ارائه می‌شود. در این مطالعهٔ موردی، نحوهٔ استفاده از هر دو فنون پایه و پیشرفتهٔ ارزشیابی شرح داده می‌شود.

بخش ششم، **شرایط خاص**؛ به ارزشیابی در شرایط پیچیده اختصاص یافته است. چالش‌های ارزشیابی شرکت‌های پررشد، شرکت‌های فعال در بازارهای نوظهور<sup>۹</sup>، شرکت‌های چرخه‌ای<sup>۱۰</sup> و بانک‌ها بررسی می‌شود. به علاوه نشان داده می‌شود که چه طور عدم قطعیت<sup>۱۱</sup> و انعطاف‌پذیری<sup>۱۲</sup> بر ارزش تأثیر می‌گذارد. در این

- 
1. efficient
  2. financial markets
  3. tax
  4. pension
  5. reserves
  6. inflation
  7. foreign currency
  8. Heineken N. V. (<http://www.heineken.com>)
  9. emerging markets
  10. cyclical companies
  11. uncertainty
  12. flexibility

بخش نحوه استفاده از نظریه قیمت‌گذاری اختیار معامله<sup>۱</sup> و درخت تصمیم‌گیری<sup>۲</sup> در ارزشیابی شرح خواهد شد.

## مطالب جدید چاپ پنجم

بیش‌تر مطالعات موردی و تحلیل‌های تجربی به‌روز رسانی شده و تغییرات قوانین حسابداری در آن‌ها انعکاس یافته است. مثال‌ها و داده‌ها از ایالات متحده و اروپا انتخاب شده تا چشم‌انداز کتاب جهانی باشد. مترجمان در مواردی نکاتی منطبق بر قوانین و شرایط ایران بر کتاب افزوده‌اند.

به منظور تسهیل در جستجوی مطالب، فصول بلند چاپ‌های قبلی به چند فصل کوتاه‌تر تبدیل شده است؛ از این رو حجم مطالب هر فصل قابل‌مدیریت شده و خواننده می‌تواند سرفصل‌های مهم را سریع‌تر بیابد. به علاوه، بخش جدیدی در مورد مسائل پیشرفته ارزشیابی به کتاب افزوده شده تا این سرفصل از بخش فنون اصلی ارزشیابی حذف شود. این کار بخش فنون اصلی ارزشیابی را کوتاه‌تر و مطالعه آن را ساده‌تر کرده است؛ هم‌چنین فضای بیشتری به مؤلفان داده است تا به سرفصل‌های پیشرفته اختصاص دهند.

یکی از موضوعات مهم اضافه‌شده به کتاب، بحث تفصیلی در مورد بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده<sup>۳</sup> و رشد در دو فصل جدید از بخش یک می‌باشد. فصل جدید بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، ارتباط بین این نرخ و راهبرد متناسب کسب‌وکار را نشان می‌دهد. این امر به مدیران اجرایی کمک می‌کند تا ارزیابی کنند که آیا راهبرد آنان می‌تواند منجر به بازده سرمایه بالا و پایدار شود. در فصل جدید با عنوان رشد، تأثیر انواع رشد بر روی ارزش بررسی می‌شود؛ این امر به شرکت‌ها در اولویت‌بندی اقدامات مختلف رشد کمک می‌کند.

نهایتاً این توضیح ضروری است که بخش سه کتاب کاملاً جدید است و با بازار سهام سروکار دارد. مثل چاپ‌های قبلی کتاب، در این جا نیز نشان می‌دهیم که ارزش بازار سهام، معمولاً عملکرد اقتصادی بنیادین شرکت را بازتاب می‌دهد. این بدان معناست که بازار فریب حقه‌های حسابداری بکاررفته برای آرایش نتایج را نمی‌خورد. از طرفی در چاپ پنجم بحث گسترده‌تری ارائه شده که ناکارایی‌های گاه‌به‌گاه بازار را بررسی می‌کند. هم‌چنین نقطه نظرهای جدیدی در مورد تقسیم‌بندی سرمایه‌گذاران، تأثیر هر گروه از سرمایه‌گذاران بر بازار و آثار این تقسیم‌بندی برای مدیران اجرایی ارائه شده است.

1. option pricing theory
2. decision tree
3. return on invested capital (ROIC)

این کتاب تقدیم می شود به:

مهندس محمدجعفر لاری

ن



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir



باز نشر:



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

# مبانی ارزش



چرا ارزش را اندازه گیری می کنیم؟



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

ارزش<sup>۱</sup>، بعد قابل اندازه گیری اقتصاد بازار است. مردم با این انتظار دست به سرمایه گذاری می زنند که به هنگام فروش، ارزش سرمایه گذاری آنان از هزینه سرمایه گذاری فزونی گرفته باشد و به آنان در قبال ریسکی که پذیرفته اند پاداش بدهد. این موضوع در انواع سرمایه گذاری ها اعم از اوراق قرضه<sup>۲</sup>، ابزارهای مشتقه<sup>۳</sup>، حساب های بانکی یا سهام شرکت ها صدق می کند. در واقع در اقتصاد بازار، توان ارزش آفرینی هر شرکت برای سهامداران و میزان ارزش خلق شده، سنجه های اصلی است که بر اساس آن ها در مورد شرکت قضاوت می شود.

ارزش سنجه ای<sup>۴</sup> است که (بوپژه) در شناخت عملکرد ما را یاری می دهد، زیرا تنها منافع سهامداران شرکت را در نظر نمی گیرد، بلکه منافع بلندمدت تمام ذی نفعان<sup>۵</sup> شرکت را در بر دارد. سنجه های دیگر تا این حد بلندمدت و جامع نیست. مثلاً عایدی حسابداری، تنها عملکرد کوتاه مدت را از منظر سهامداران ارزیابی می نماید یا سنجه های رضایت کارکنان فقط همین موضوع را اندازه گیری می کنند. در عوض، ارزش به تمام ذی نفعان مربوط می شود و بر اساس تحقیقات روزافزون، شرکت هایی که در بلندمدت برای سهامداران خود ارزش را بیشینه می کنند، هم زمان مشاغل بیشتری ایجاد کرده، با کارکنان فعلی و پیشین خود رفتار بهتری داشته، رضایت بیشتری برای مشتریان فراهم آورده و نسبت به رقبای کوتاه بین خود بار مسئولیت اجتماعی بیشتری را به دوش می کشند. هم چنین رقابت میان شرکت های ارزش محور کمک می کند تا اطمینان حاصل شود که سرمایه، سرمایه انسانی و منابع طبیعی به نحو مؤثری در عرصه اقتصاد به کار رفته و به استانداردهای بالاتر زندگی برای همگان منجر شود. به این دلایل، در اقتصاد بازار، دانش نحوه ارزش آفرینی شرکت ها و راه اندازه گیری ارزش (موضوع این کتاب) ابزاری حیاتی است.

در واکنش به بحران اقتصادی که از سال ۲۰۰۷ پدیدار شد، یعنی همان هنگام که حساب مسکن ایالات متحده ترکیب؛ بسیاری از متفکران بزرگ استدلال کردند که اگر می خواهیم در آینده از بروز بحران های مشابه اجتناب کنیم، باید

- 
1. value
  2. bond
  3. derivatives
  4. measure
  5. stakeholder

مفروضات ما در مورد اقتصاد بازار به طور بنیادی تغییر کند. تغییر مد نظر آنان شامل وضع مقررات صریح‌تر جهت نظارت بر شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران و همین‌طور ارائه نظریه‌های اقتصادی تازه می‌شد. اما دیدگاه ما این است که مقررات و نظریه‌های جدید مانع حباب‌ها و بحران‌های آتی نخواهد شد. علت این است که حباب‌ها و بحران‌های گذشته وقتی به طور گسترده رخ نمودند که شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و دولت‌ها فراموش کردند که سرمایه‌گذاری چه طور ارزش‌آفرینی می‌کند، چه طور ارزش به درستی اندازه‌گیری می‌شود یا هر دوی این موضوعات. نتیجه این غفلت آن شد که سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری‌هایی که ارزش واقعی خلق می‌کند دچار سردرگمی شدند و این سردرگمی‌ها تا آنجا ادامه یافت که سرمایه‌گذاری‌های مخرب ارزش منجر به بحران گردیدند.

از این رو ما بر این باوریم که بازآموزی نحوه خلق و اندازه‌گیری ارزش به روش‌های آزموده، گامی ضروری در راه ساخت اقتصادی امن‌تر و دفاع از آن اقتصاد در برابر بحران‌های آتی است. به این دلیل است که همه کتاب‌های ارزشیابی<sup>۱</sup> از اصول مشابهی پیروی می‌کنند، و از این نظر ویرایش پنجم این کتاب فرقی با ویرایش اول آن ندارد.

"اصل اساسی"<sup>۲</sup> ارزش‌آفرینی این است که شرکت‌ها زمانی خلق ارزش می‌کنند که نرخ بازده جریان نقدی آتی ناشی از سرمایه‌گذاری وجوه سرمایه‌گذاران از هزینه سرمایه آن‌ها (نرخ‌های که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در ازای به کار گرفته شدن سرمایه‌های خود دریافت کنند) بیش‌تر باشد. شرکت‌های پیش‌تاز هرچه بیش‌تر ارزش‌آفرینی می‌کنند، می‌توانند با نرخ‌های بازده جذاب خود، سرمایه بیشتری را به خدمت گرفته و درآمد خود را افزایش دهند. آن‌چه موجب ارزش می‌شود تلفیقی است از رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده (ROIC) با لحاظ کردن هزینه سرمایه مرتبط با آن. شرکت‌ها تنها در صورتی می‌توانند رشد پایدار و بازده بالای وجوه سرمایه‌گذاری شده را حفظ کنند که مزیت رقابتی<sup>۳</sup> کاملاً مشخص داشته باشند. این گونه است که مزیت رقابتی به عنوان مفهوم اصلی راهبرد کسب و کار، به اصل اساسی ارزش‌آفرینی متصل می‌شود.

- 
1. valuation
  2. guiding principle
  3. competitive advantage



پیامد تبعی این اصل اساسی که به "بقای ارزش"<sup>۱</sup> مشهور است چنین می‌گوید: آن‌چه جریان نقدی را افزایش ندهد، ارزش خلق نخواهد کرد.<sup>۲</sup> به عنوان مثال، وقتی شرکتی حقوق صاحبان سهام<sup>۳</sup> را جایگزین بدهی کند یا برای بازخرید سهام<sup>۴</sup> دست به انتشار بدهی بزند، مالکیت مطالبات نسبت به جریان نقدی شرکت را تغییر می‌دهد. این البته کل جریان نقدی در دسترس را تغییر نمی‌دهد،<sup>۵</sup> لذا در این مورد ارزش خلق نمی‌شود، بلکه صرفاً باقی می‌ماند. به همین منوال، شاید تغییر در فنون حسابداری موجب تغییر در ظاهر جریان نقدی شود، ولی واقعاً جریان نقدی را تغییر نمی‌دهد و لذا ارزش شرکت را نیز تغییر نخواهد داد.

اگر مشاهدات تجربی را به آن اصول اساسی بیفزاییم درمی‌یابیم که خلق ارزش پایدار حاصل تلاشی بلندمدت است. رقابت معمولاً مزیت‌های رقابتی را از میان برداشته و در پی آن بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را کاهش می‌دهد. بنابراین، اگر شرکت‌ها می‌خواهند که ارزش بلندمدت خلق کنند، دائماً باید مزیت‌های رقابتی جدیدی را جستجو کرده و به کار گیرند. مدیران برای نیل به این هدف باید در برابر فشارهای کوتاه‌مدت جهت کسب ارزش‌های موهوم به جای کسب ارزش واقعی در بلندمدت مقاومت کنند. ارزش‌آفرینی برای سهامداران از جنس مثلاً دستیابی به اجماع نظر تحلیلگران در مورد پیش‌بینی عایدات فصل آتی نیست. برعکس، ارزش‌آفرینی به معنای آن است که عملکرد کوتاه‌مدت را آن‌گونه سامان دهیم که شرکت بتواند طی دهه‌های پیش رو خلق ارزش کند؛ البته، این کار چالشی طاقت‌فرساست.

این کتاب هم شرح علم اقتصاد ارزش‌آفرینی است (مثلاً می‌گوید مزیت رقابتی چه طور برخی شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا نسبت به دیگران بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بیشتری به دست آورند) و هم فرایند اندازه‌گیری ارزش را تشریح می‌کند (مثلاً نحوه محاسبه بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده از صورت‌های حسابداری هر شرکت را توضیح می‌دهد). بدین ترتیب شرکت‌ها می‌توانند تصمیمات راهبردی و عملیاتی عقلایی‌تری اتخاذ نمایند، از جمله این که چه کسب‌وکاری را به

---

1. conservation of value

2. با این فرض که هیچ تغییری در ریسک شرکت ایجاد نشود.

3. equity

4. share repurchase

در فصل ۲۳ نشان خواهیم داد که ممکن است صرفه‌جویی مالیاتی حاصل از بدهی، جریان نقدی شرکت را افزایش دهد.

تملك خود در آورند و چه طور بين رشد و بازده وجوه سرمايه‌گذاري شده بده بستان كنند. به علاوه، اين كتاب سرمايه‌گذاران را قادر مي‌سازد تا ريسك‌ها و بازده سرمايه‌گذاري‌هاي خود را با اطمينان بيشتر محاسبه كنند.

## عواقب غفلت از اندازه‌گيري ارزش

"اصل اساسي" ارزش‌آفريني، يعني اين واقعيت كه بازده وجوه سرمايه‌گذاري شده و رشد خلق ارزش مي‌كند، و پيامد تبعي آن يعني "بقاي ارزش"، در طول زمان امتحان خود را پس داده‌اند. آلفرد مارشال<sup>۱</sup> در سال ۱۸۹۰ در مورد بازده سرمايه در مقايسه با هزينه آن صحبت کرده است. [۱] هر زمان مديران، اعضاي هيئت مديره و سرمايه‌گذاران اين حقايق ساده را به دست فراموشي سپردند، عواقب فاجعه‌آمیزی بروز کرده است. علت همه بحران‌هایی از قبيل فراز و فرود كسب‌وکارهای بيش‌رشته‌ای<sup>۲</sup> در دهه ۱۹۷۰، قبضه مالکیت خصمانه<sup>۳</sup> در ايالات متحده در دهه ۱۹۸۰، سقوط اقتصاد حبابی ژاپن در دهه ۱۹۹۰، بحران جنوب شرقي آسيا در سال ۱۹۹۸، حباب شرکتهای اينترنتی و نهايتاً بحران اقتصادي سال ۲۰۰۷ را مي‌توان تا حد زيادی به كج‌فهمی يا به كارگيري غلط دو اصل بالا ربط داد.

### حباب‌های بازار

در دوران حباب شرکتهای اينترنتی، مديران و سرمايه‌گذاران از اهميت نسبت بازده وجوه سرمايه‌گذاري شده غافل ماندند، و در واقع بسياری از افراد آن را به كلي فراموش کردند. وقتی در سال ۱۹۹۵ شرکتهای مخابراتی نتاسکيپ<sup>۴</sup> سهامی عام شد<sup>۵</sup>، اين شرکتهای با اين امر مواجه شد كه بازار ارزش حيرت‌آوری روی سهام شرکتهای گذاشت. در حالی كه درآمد سالانه شرکتهای تنها ۸۵ ميليون دلار بود، ارزش بازار<sup>۶</sup> آن به ۶ ميليارد دلار رسيد. اين پديده دنياي مالی را متقاعد کرد كه اينترنت

- 
1. Alfred Marshall
  2. conglomerate
  3. hostile take-over
  4. Netscape Communications (<http://netscape.aol.com>)
  5. go public
  6. market capitalization

اینترنت می‌تواند نحوه کسب‌وکار و ارزش‌آفرینی را در تمام حوزه‌ها تغییر دهد و انگیزه‌ای شد تا دیگران نیز شرکت‌های اینترنتی مختلفی را ایجاد کرده و آن‌ها را به سهامی عام تبدیل کنند. بین سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۰ بیش از ۴۷۰۰ شرکت در ایالات متحده و اروپا سهامی عام شدند و ارزش بازار بسیاری از آن‌ها به چند میلیارد دلار رسید.

بسیاری از شرکت‌های متولد این دوران از جمله آمازون<sup>۱</sup>، ای‌بی‌ئی<sup>۲</sup> و یاهو<sup>۳</sup> تاکنون سود و ارزش قابل توجهی خلق کرده‌اند و احتمالاً در ادامه فعالیت خود نیز هم‌چنان به این روند ادامه خواهند داد. ولی هر ایده جدید، بدیع و منسجم برای کسب‌وکار توسط چندین و چند شرکت دنبال می‌شد (از جمله نت‌اسکیپ) و بعداً معلوم شد توان درآمدزایی و ارزش‌آفرینی کوتاه‌مدت و بلندمدت همه این شرکت‌ها یکسان است. موفقیت اولیه این شرکت‌های اینترنتی در بازار سهام به خاطر غلبه هیجان بازار بر تجربه بود.

در جلسه انقلاب اینترنتی، بسیاری از مدیران اجرایی و سرمایه‌گذاران از قواعد بنیادین اقتصاد غافل مانده یا آن‌ها را کنار گذاشتند. مثلاً، مفهوم "بازده فزاینده نسبت به مقیاس"<sup>۴</sup> یا همان "تاثیرات شبکه‌ای"<sup>۵</sup> یا "طرف تقاضای صرفه‌جویی در مقیاس انبوه"<sup>۶</sup> را در نظر بگیرید. این ایده در اواخر دهه ۱۹۹۰ شهرت بسیاری به دست آورد، یعنی بعد از آن که کارل شاپیرو و هال واریان<sup>۷</sup>، اساتید دانشگاه برکلی در کالیفرنیا<sup>۸</sup>، در کتابی با عنوان قواعد اطلاعات: راهنمای راهبردی اقتصاد شبکه‌ای این پدیده را شرح دادند [۲].

ایده اصلی مفهوم یادشده از این قرار است: در شرایط خاص، شرکت‌ها می‌توانند با بزرگ‌تر شدن، حاشیه سود و بازده سرمایه بالاتری به دست آورند زیرا با افزایش مشتریان، ارزش محصولات شرکت دائماً بیش‌تر می‌شود. در اغلب صنایع،

1. Amazon.com (<http://www.amazon.com>)
2. eBay (<http://www.ebay.com>)
3. Yahoo! (<http://www.yahoo.com>)
4. increasing returns to scale
5. network effects
6. demand-side of economies of scale
7. Carl Shapiro and Hal Varian
8. University of California – Berkeley (<http://berkeley.edu>)

رقابت، بازده را به سطح معقولی کاهش می‌دهد. اما در صنایعی که بازده فزاینده دارند، هزینه تمام‌شده واحد تولیدی برای رهبران بازار نه تنها کم بلکه کاهنده است، لذا رقابت با شرکت‌های رهبری‌کننده بازار بسیار دشوار خواهد بود (چنین است که در این نوع صنایع گفته می‌شود همه چیز مال برنده است).

نرم‌افزار آفیس مایکروسافت<sup>۱</sup> را در نظر بگیرید؛ محصولی که در بردارنده پردازشگر لغات<sup>۲</sup>، صفحه گسترده<sup>۳</sup> و گرافیک<sup>۴</sup> می‌باشد. با گسترش کاربران آفیس، جذابیت استفاده از این برنامه در امور فوق برای مشتریان دائماً بیشتر می‌شود، زیرا آن‌ها می‌توانند مستندات، محاسبات و تصاویر خود را با سایر کاربران به اشتراک بگذارند. بدین ترتیب تمایل مشتریان بالقوه برای خرید محصولات رقبا دائماً کاهش می‌یابد. به خاطر این مزیت، حاشیه سود شرکت مایکروسافت از نرم‌افزار آفیس در سال ۲۰۰۹ بیش از ۶۰ درصد و سود عملیاتی این نرم‌افزار حدود ۱۲ میلیارد دلار بود که می‌توان آن را یکی از پرسودترین محصولات تاریخ امریکا دانست.

همان‌طور که مثال مایکروسافت نشان داد، مفهوم بازده فزاینده نسبت به مقیاس، مفهومی اقتصادی است، اما آن چه در عصر شرکت‌های اینترنتی غیرمنطقی به نظر می‌رسید، به کارگیری نابجای این مفهوم بر روی تمام محصولات و خدمات مرتبط با اینترنت بود. در آن زمان این مفهوم به اشتباه این گونه تفسیر شده بود: در هر بازار، فقط رشد سریع‌تر از رقبا، منجر به کسب سودهای کلان خواهد شد. مثلاً، بعضی از تحلیلگران این ایده را در مورد اپراتورهای تلفن همراه به کار گرفتند. مفهوم یادشده در مورد این شرکت‌ها صدق نمی‌کند زیرا اپراتورهای تلفن همراه مجبورند بر سر قیمت شدیداً رقابت کنند و مشتریان آن‌ها به راحتی می‌توانند خدمات را از هر اپراتور به اپراتور دیگر انتقال دهند و عملاً هم این کار را می‌کنند. اپراتورهای تلفن همراه، بدون مزیت رقابتی پایدار، هرگز شانس کسب بازده برآوردشده و جوه سرمایه‌گذاری شده را نداشتند.<sup>۵</sup> منطق بازده فزاینده در مورد خدمات پیک‌های سوپر اینترنتی<sup>۱</sup> هم به کار گرفته شد، هر چند که این

---

1 . Microsoft's Office (<http://office.microsoft.com>)

2 . word processing

3 . spreadsheet

4 . graphics

5 . نرخ ۴۵ درصد برای کسب بازده این شرکت‌ها پیش‌بینی شده بود.

شرکت‌ها با رشد مشتریان مجبور به سرمایه‌گذاری بیش‌تر بر روی راننده، کامیون، انبار و موجودی‌های خود هستند و ممکن است مشتریان آن‌ها پایدار نباشند.

تاریخ نوآوری نشان می‌دهد که جز در شرایط بسیار خاص، کسب بازده سرمایه در سطح شرکت‌هایی که وضعیت انحصار کامل<sup>۲</sup> دارند، حتی در کوتاه‌مدت کاری بسیار دشوار است. ولی صاحب‌نظرانی که به همه شرکت‌های اینترنتی مشاوره<sup>۱</sup> یکسانی می‌دادند، اصلاً برای این مسائل اهمیت قائل نبودند. فریبکاری‌هایی که در توجیه قیمت‌های عجیب و غریب سهام شرکت‌های اینترنتی به کار می‌رفت، با ترکیدن حباب این شرکت‌ها، حاصلی جز پشیمانی بر جای نگذاشت. حامیان این اقتصاد نوین که مثل زمام‌داران دوران گاليله سطحی‌نگر بودند، به راحتی منتقدان آن را متهم می‌کردند که "این‌ها موضوع را درک نکرده‌اند."

زمانی که واقعیت اقتصاد نهایتاً خود را تحمیل کرد، روشن شد که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده<sup>۳</sup> بسیاری از کسب‌وکارهای اینترنتی می‌باید تعدیل می‌شد، از جمله شرکت‌های فروش برخط<sup>۴</sup> غذای حیوانات خانگی و پیک سوپرهای اینترنتی که فاقد مزیت رقابتی منحصر به فرد بودند، ناچار شدند ارقام پیش‌بینی بازده خود را اصلاح کنند. اینترنت هم مثل سایر نوآوری‌ها، انقلابی در عرصه اقتصاد ایجاد کرد اما نمی‌توانست قوانین علم اقتصاد یعنی رقابت و ارزش‌آفرینی را زایل کند و البته این اتفاق هم نیفتاد.

## بحران‌های مالی

در پس تمامی بحران‌های مالی و اقتصادی اخیر که از سال ۲۰۰۷ آغاز شد، این حقیقت نهفته بود که بانک‌ها و سرمایه‌گذاران اصل "بقای ارزش" را فراموش کرده بودند. جالب است دریابیم که این اتفاق چگونه به وقوع پیوست. ابتدا، افراد حقیقی و سفته‌بازان<sup>۵</sup> به خرید خانه (دارایی نقدناشو<sup>۶</sup>) اقدام کردند که فروش آن زمان‌بر بود. بهره وام‌های رهنی

- 
1. internet grocery delivery service
  2. monopoly-sized
  3. online
  4. speculators
  5. illiquid asset

دریافتی آن‌ها به نحوی تنظیم شده بود که در سال‌های اولیه، نرخ تبلیغاتی<sup>۱</sup> پایینی داشت، ولی با انقضای مهلت نرخ‌های تبلیغاتی و شروع بازپرداخت اصل وام، نرخ‌های بهره به تدریج افزایش می‌یافت. در این معاملات، وام‌دهنده و خریدار هر دو می‌دانستند که بعد از پایان دوره نرخ‌های تبلیغاتی، خریدار استطاعت پرداخت اقساط وام را نخواهد داشت، ولی هر دو فرض می‌کردند که یا درآمد خریدار زیاد خواهد شد یا ارزش خانه به حدی افزایش خواهد یافت که وام‌دهنده جدیدی ترغیب می‌شود تا وام رهنی تازه‌ای با نرخ تبلیغاتی پایین به خریدار اعطا کند. فرایند اخیر را بازتأمین مالی<sup>۲</sup> می‌نامیدند. بانک‌ها به پشتوانه این بدهی‌های پرریسک، اوراق بهادار بلندمدت منتشر کرده و آن‌ها را به سرمایه‌گذاران فروختند. این اوراق بهادار چندان نقدشو<sup>۳</sup> نبودند، ولی سرمایه‌گذاران خریدار این اوراق (عموماً سایر بانک‌ها و صندوق‌های حفظ ارزش<sup>۴</sup>) وجوه خود را از محل بدهی کوتاه‌مدت تأمین کرده و لذا اعتباردهندگان به آن‌ها با ریسک بلندمدت روبه‌رو شدند. نرخ بهره عمده وام‌های رهنی اعطایی با شاخصی تعدیل می‌شد، لذا زمانی که این نرخ افزایش یافت، بسیاری از خریداران املاک دیگر استطاعت پرداخت اقساط خود را نداشتند. بازار مستغلات<sup>۵</sup> در واکنش به عدم استطاعت این افراد سقوط کرد و ارزش بسیاری از خانه‌ها از ارزش وام اعطایی روی آن خانه‌ها کم‌تر شد. در آن مقطع صاحب‌خانه‌هایی که استطاعت پرداخت نداشتند، خانه‌های خود را نیز نمی‌توانستند بفروشند. بانک‌هایی که روی اوراق بهادار با پشتوانه این وام‌های رهنی<sup>۶</sup> وام کوتاه‌مدت داده بودند، با مشاهده وضعیت، دیگر مایل به تمدید وام خود نبودند و سرمایه‌گذاران را به فروش اوراق بهادار وادار کردند. در نتیجه، ارزش اوراق بهادار یادشده نیز کاهش یافت. دست آخر این که بسیاری از بانک‌های بزرگ، خود مالک این اوراق بهادار بودند که البته با بدهی کوتاه‌مدت تأمین مالی شده بود و دیگر نمی‌توانستند آن بدهی‌ها را تمدید کنند.

- 
1. teaser rate
  2. refinancing
  3. liquid
  4. hedge fund
  5. real estate market
  6. mortgage backed securities

این داستان نشان می‌دهد که تصمیمات بازیگران بازار اوراق بهادار به پشتوانه وام‌های رهنی دو اشکال بنیادین داشت: اولاً آن‌ها فرض کردند انتشار اوراق بهادار برای وام‌های پرریسک مسکن موجب افزایش ارزش آن وام‌ها می‌گردد، زیرا ریسک دارایی را کاهش می‌دهد. این نقض قانون بقای ارزش است. با انتشار اوراق بهادار، مجموع جریان نقدی وام مسکن افزایش نیافت، پس ارزشی خلق نشد و ریسک اولیه به قوت خود باقی ماند. انتشار اوراق بهادار برای دارایی‌ها، صرفاً امکان انتقال ریسک آن‌ها را به سایر مالکان فراهم کرد، چرا که در غایت عده‌ای از سرمایه‌گذاران می‌باید متحمل ریسک شوند. همچنین پیچیدگی زنجیره اوراق بهادار باعث شد معلوم نشود هر کس دقیقاً چه ریسکی را می‌پذیرد. بعد از این حادثه در بازار مسکن، شرکت‌های حوزه خدمات مالی می‌ترسیدند مبادا طرف حساب آن‌ها در این جریان متحمل ریسک زیادی شده باشد و لذا این شرکت‌ها از معامله با یکدیگر ابا داشتند. این امر به مزیقه اعتباری<sup>۱</sup> و متعاقباً رکود اقتصاد منجر گردید.

اشتباه دوم بازیگران بازار وام مسکن این بود که فکر می‌کردند استفاده از اهرم در سرمایه‌گذاری، خود ارزش می‌آفریند. این تصور صحیح نبود، زیرا باز هم به استناد اصل بقای ارزش، این اقدام جریان نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری را افزایش نمی‌داد. بسیاری از بانک‌ها برای تأمین مالی دارایی‌های بلندمدت نقدناشوی خود از بدهی کوتاه‌مدت بسیار زیادی استفاده کرده بودند. این بدهی‌ها نه تنها برای سهامداران آن بانک‌ها ارزش بلندمدت خلق نکرده بود، بلکه برعکس ریسک نگهداری سهام آن بانک‌ها را نیز بالا برده بود.

**بحران‌های مالی و استفاده افراطی از اهرم** همان طور که بسیاری از تاریخدانان اقتصاد شرح داده‌اند، ریشه مشترک بیش‌تر بحران‌های مالی بزرگ در استفاده افراطی از اهرم مالی بوده است. همواره الگویی ثابت به طور مکرر تکرار می‌شود: شرکت‌ها، بانک‌ها یا سرمایه‌گذاران برای خرید دارایی‌های نقدناشو و بلندمدت از بدهی کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند. معمولاً برخی حوادث موجب می‌شود تا در سررسید، وام‌دهندگان تمایلی به تأمین مالی مجدد بدهی کوتاه‌مدت از خود نشان ندهند. از آن جا که بدهکاران وجه نقد کافی برای بازپرداخت بدهی کوتاه‌مدت در اختیار ندارند، مجبور به فروش بخشی از

---

1. credit crunch

دارایی‌های خود می‌گردند. چون دارایی‌ها نقدناشوند و در ضمن سایر بدهکاران نیز سعی در فروش دارایی‌های خود دارند، قیمت دارایی‌ها به شدت پایین می‌آید. به عبارت دیگر، موازنه دارایی‌ها و بدهی‌های بدهکاران به هم می‌خورد.

در ۳۰ سال گذشته، دنیا حداقل شاهد شش بحران مالی بوده است. این مسئله تا حد زیادی از آن جا نشئت می‌یابد که شرکت‌ها و بانک‌ها دارایی‌های نقدناشوی خود را با بدهی کوتاه‌مدت تأمین مالی کرده‌اند. در ایالات متحده در دهه ۱۹۸۰، مؤسسات وام و پس‌انداز<sup>۱</sup>، با اخذ سپرده از مردم و دریافت بدهی‌های کوتاه‌مدت گسترشی افراطی یافتند. زمانی که معلوم شد ارزش سرمایه‌گذاری‌های این مؤسسات (معمولاً در مستغلات) کمتر از بدهی‌های آن‌هاست، وام‌دهندگان و سپرده‌گذاران دیگر از دادن پول به آن‌ها امتناع کردند. نهایتاً دولت ایالات متحده در سال ۱۹۸۹ طرح نجات مالی<sup>۲</sup> این صنعت را به اجرا در آورد.

در اوسط دهه ۱۹۹۰، اقتصادهای پررشد شرق آسیا از جمله تایلند، کره جنوبی و اندونزی؛ با بدهی کوتاه‌مدت دلاری، در دارایی‌های نقدناشو از قبیل املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات صنعتی سرمایه‌گذاری سنگینی کردند. در پی بالارفتن نرخ بهره در جهان معلوم شد شرکت‌های آسیای شرقی ظرفیت خود را بیش از حد بسط داده بودند، زیرا این شرکت‌ها استطاعت بازپرداخت یا توان تأمین مالی مجدد بدهی‌های خود را نداشتند. بحران ناشی از این جریان، اقتصاد محلی را بی‌ثبات کرده و به سرمایه‌گذاران خارجی صدمه رساند.

از جمله سایر بحران‌های مالی حاصل از بدهی کوتاه‌مدت افراطی می‌توان به این موارد اشاره کرد: نکول<sup>۳</sup> اوراق قرضه دولت روسیه و ورشکستگی صندوق حفظ ارزش امریکایی لانگ‌ترم کاپیتال منیجمنت<sup>۴</sup> هر دو در سال ۱۹۹۸، بحران مستغلات تجاری ایالات متحده در دهه ۱۹۹۰ و بحران مالی ژاپن که در سال ۱۹۹۰ آغاز شد و به اعتقاد برخی تا به امروز ادامه یافته است.

- 
1. savings and loan institutions
  2. bail-out
  3. default
  4. Long-Term Capital Management (LTCM)



حباب‌ها و سقوط بازارها دردناک و مخرب است، ولی برای فهم و اجتناب از آن‌ها نیازی به بازنویسی قواعد رقابت و علوم مالی نیست. اینترنت قطعاً نحوه خرید و ارتباطات ما را تغییر داده است. ولی آن گونه که در دهه ۱۹۹۰ مصطلح شده بود، "اقتصاد جدید"ی را ایجاد نکرده است. اینترنت فقط اطلاعاتی را (بویژه در مورد قیمت‌ها) فراهم آورده که موجب شفافیت بیش‌تر می‌شود و رقابت بازارهای سنتی را در بازارهای نوین تشدید می‌کند. به همین منوال، بحران مالی سال ۲۰۰۷ نیز موجب خواهد شد تا برخی از افراط‌کاری‌های اخیر در عرصه اقتصاد، مثل خرید خانه‌هایی که پرداخت اقساط آن از استطاعت خریداران خارج است یا استقراض افسارگسیخته مصرف‌کنندگان از کارت‌های اعتباری<sup>۱</sup> پایان یابد. ولی راه‌حل اجتناب از بحران‌های مالی آتی آن است که مجدداً از قواعد بنیادین اقتصاد دفاع کنیم، نه این‌که به دنبال اصلاح آن قواعد باشیم. اگر سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان سرمایه‌گذاری‌ها و وام‌های خود را با معیار اصل اساسی ارزش‌آفرینی و پیامد تبعی آن ارزشیابی کنند، قیمت‌داری‌ها ریسک آن را منعکس خواهد کرد.

**بحران‌های مالی و بازارهای سهام** برعکس نظر رایج، بازارهای سهام معمولاً در بحران‌های مالی نیز ارزش ذاتی شرکت‌ها را منعکس می‌کنند. مثلاً بعد از شروع بحران بازارهای اعتبار در سال ۲۰۰۷، بازارهای سهام نیز واکنش نشان دادند. در ماه اکتبر سال ۲۰۰۸، سردبیر نیویورک تایمز<sup>۲</sup> این‌طور نوشت: "چه اتفاقی افتاده که بازار سهام چندان عقلایی عمل نمی‌کند. در یک ماه گذشته، سهام بانک آو امریکا<sup>۳</sup> تا ۲۶ دلار افتاد، سپس تا ۳۷ دلار جهش کرد، بعد به آرامی به ۳۰ دلار رسید، دوباره برگشت به ۳۸ دلار، این بار نزول کرد تا ۲۰ دلار، سپس تا بیش از ۲۶ دلار بالا رفت و برگشت تا حدود ۲۴ دلار. قطعاً مردم از ارزش بانک آو امریکا هیچ اطلاعی ندارند" [۳]. این مثال بیش از آن که سقوط بازار سهام را نشان دهد، به تفاوت‌های بنیادین بین بازارهای سهام و بازارهای اعتبار اشاره دارد. تفاوت اساسی در این است که سرمایه‌گذاران در بازار سهام به راحتی قادر به معامله سهام بانک آو امریکا بودند، در حالی که بازارهای اعتبار (احتمالاً به

- 
1. credit card
  2. New York Times (<http://www.nytimes.com>)
  3. Bank of America (<https://www.bankofamerica.com>)

جز بازار اوراق قرضه دولتی<sup>۱</sup> آن قدر نقدشو نیستند. بدین خاطر است که بحران‌های اقتصادی معمولاً ریشه در افراط بازار اعتبار دارد تا بازار سهام.

عملکرد این دو بازار بسیار متفاوت است. بازار سهام بسیار نقدشو است، زیرا در این بازار خریداران و فروشندگان متعدد طی معاملات سازمان‌یافته تعداد نسبتاً محدودی اوراق بهادار را مبادله می‌کنند. در عوض، در بازارهای کشورهای پیشرفته، تعداد اوراق بدهی به مراتب بیش‌تر از اوراق سهام است، زیرا معمولاً هر شرکت چندین ابزار بدهی و چندین و چند ابزار مشتقه در اختیار دارد که بسیاری از آن‌ها استاندارد نیست. حاصل این رویداد، کثرت بازارهای اعتبار کوچک نقدناشو است. از این گذشته، بسیاری از بدهی‌ها اصلاً معامله نمی‌شود. مثلاً، وام‌های کوتاه‌مدت بین‌بانکی و وام‌های بین بانک‌ها و صندوق‌های حفظ ارزش معاملات دوطرفه بوده و خرید و فروش ثانویه آن‌ها دشوار است. لذا نقدناشو بودن سبب می‌شود این بازارها قفل شوند و در آن‌ها معاملات ثانوی صورت نگیرد یا قیمت‌ها بسیار پایین‌تر از سطح معقول ارزش اقتصادی قرار گیرد. به بیان ساده، بازارهای نقدناشو اصلاً مثل "بازار" عمل نمی‌کنند.

در دوران بحران اعتبار سال ۲۰۰۷، قیمت‌ها در بازار سهام متلاطم شد، اما در بیش‌تر موارد عملکرد بازار عقلایی بود. این تلاطم<sup>۲</sup> بازتاب عدم اطمینانی بود که بر بخش واقعی اقتصاد حاکم شد. (برای اطلاعات بیش‌تر در مورد تلاطم، به فصل ۱۷ رجوع کنید.) شاخص ۵۰۰ سهم/استاندارد و پور<sup>۳</sup> بین ژانویه سال ۲۰۰۸ تا سپتامبر آن سال بین ۱۲۰۰ تا ۱۴۰۰ واحد نوسان می‌کرد. در ماه اکتبر، پس از سقوط بانک سرمایه‌گذاری لمن برادرز<sup>۴</sup> در ایالات متحده و قبضه مالکیت<sup>۵</sup> شرکت بیمه امریکن اینترنشنال گروپ (AIG)<sup>۶</sup> توسط دولت ایالات متحده، شاخص در سرازیری افتاد و به بازه ۸۰۰ تا ۹۰۰ واحد رسید. این کاهش ۳۰ درصدی شاخص با توجه به فضای پرتردید نسبت به نظام‌های مالی، نبود منابع اعتباری و

- 
1. government bond
  2. volatility
  3. Standard & Poor 500 (S&P 500) (<http://www.standardandpoors.com/indices>)
  4. Lehman Brothers Investment Bank (<http://www.lehman.com>)
  5. take-over
  6. American International Group (AIG) (<http://www.aig.com>)

تأثیر این عوامل بر بخش واقعی اقتصاد چندان عجیب نبود. از این گذشته، این کاهش ۳۰ درصدی با افزایش متناظر ۱ درصدی هزینه حقوق صاحبان سهام<sup>۱</sup> همراه شد [۴] و نشان داد که عموم سرمایه‌گذاران در مورد افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در سهام چه نظری دارند.

در ماه مارس سال ۲۰۰۹، بازار سهام در دوره‌ای کوتاه شدیداً فعال شد؛ یعنی همان هنگام که شاخص ۵۰۰ سهم استاندارد و پور از ۸۰۰ به ۷۰۰ واحد نزول کرد و دوباره در کم‌تر از یک ماه به ۸۰۰ واحد بازگشت. در این برهه قطعاً بسیاری از سرمایه‌گذاران خود را آماده کرده بودند که بازار به کف خود را ببیند تا آن‌ها شروع به خرید کنند. به نظر می‌رسد لحظه‌ای که شاخص مرز ۷۰۰ واحد را رد کرد، این سرمایه‌گذاران به بازار برگشتند. از آن مقطع، بازار به طور پیوسته تا حدود ۱۱۰۰ واحد در ماه دسامبر سال ۲۰۰۹ بالا رفت. تحقیقات ما نشان می‌دهد که در آن بازه زمانی، ارزش روند بلندمدت این شاخص بین ۱۱۰۰ تا ۱۳۰۰ واحد بود لذا شاخص، ارزش واقعی سهام را به‌درستی منعکس می‌کرد. گذشته نشان می‌دهد که رفتار بازار سهام غیرمعقول نبوده است. همین که معاملات تداوم یافته و تغییرات قیمت با تحولات جاری اقتصاد هم‌راستا بوده، گواه آن است که در واقع بازار بسیار خوب عمل کرده است. درست است که بازارهای سهام بحران‌های اقتصادی را پیش‌بینی نمی‌کند، اما این قاعده عمومیت دارد؛ نگاهی به رکودهای قبلی نیز نشان می‌دهد که بازارهای سهام به ندرت نقاط عطف اقتصاد را پیش‌بینی کرده است [۵].

## منافع تمرکز بر ارزش بلندمدت

مدت‌هاست بحث داغی پیرامون اهمیت سنجه ارزش سهامداران<sup>۲</sup> در مقایسه با سایر سنجه‌های موفقیت شرکت از قبیل سوابق استخدامی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و حفاظت از محیط زیست بالا گرفته است. ایدئولوژی و چارچوب‌های قانونی ایالات متحده و بریتانیا بیش‌تر به این ایده بها داده که هدف فعالیت شرکت سهامی<sup>۳</sup> بیشینه‌کردن ارزش سهامداران است،

- 
1. cost of equity
  2. shareholder value
  3. corporation

چرا که آن‌ها مالکان شرکت سهامی‌اند و هیئت مدیره را انتخاب می‌کنند تا با اداره شرکت حافظ منافع آن‌ها باشند. اما در قاره اروپا مدت‌هاست اعتقاد رایج بر آن است که اهداف سازمان‌های کسب‌وکار بسیار فراتر از ارزش سهامداران می‌باشد. در بسیاری از موارد، این باور در ساختار شرکت‌داری<sup>۱</sup> شرکت‌های سهامی نهادینه شده است. مثلاً در هلند و آلمان، هیئت مدیره شرکت‌های سهامی بزرگ وظیفه دارند کسب‌وکار شرکت را به نحوی تداوم بخشند که علاوه بر منافع سهامداران، منافع تمام ذی‌نفعان شرکت از جمله کارکنان و اهالی محلی لحاظ شود. اصول شرکت‌داری سایر کشورهای قاره اروپا نیز فلسفه مشابهی دارد. در آسیا بیش از اروپا و ایالات متحده هیئت مدیره شرکت‌ها تحت کنترل اعضای یک خانواده است، لذا جهت‌گیری شرکت‌ها در راستای منافع این گروه از ذی‌نفعان قرار می‌گیرد.

تحلیل و تجربه حاکی از آن است که در همه جای دنیا، اکثر شرکت‌هایی که برای سهامداران خود ارزش بلندمدت خلق می‌کنند، به سایر ذی‌نفعان آسیب نمی‌رسانند. پا را فراتر گذاشته و ادعا می‌کنیم شرکت‌هایی که خود را وقف ارزش‌آفرینی کرده‌اند، بنیه مالی مستحکم‌تری دارند، و اقتصادهایی قوی‌تر، استانداردهای زندگی بالاتر و فرصت‌های بیش‌تری برای افراد به ارمغان آورده‌اند.

مثلاً کارکنان شرکت‌ها را به عنوان یک گروه از ذی‌نفعان در نظر بگیرید. شرکتی که با هدف سود بیش‌تر، محیط کار نامناسب ایجاد کند، کم‌تر به کارکنان بپردازد و در توزیع منافع خست داشته باشد؛ در جذب و نگهداری کارکنان باکیفیت با مشکل روبرو خواهد شد. با توجه به نیروی کار سیال و تحصیل‌کرده در دنیای امروز، در بلندمدت چنین شرکتی از رقبای خود شکست می‌خورد، زیرا آن‌ها محیط جذاب‌تری را برای کارکنان خود فراهم کرده‌اند. رفتار خوب با مردم نه تنها حس خوبی ایجاد می‌کند، بلکه موجب بهبود وضعیت کسب‌وکار نیز می‌شود.

شرکت‌های ارزش‌آفرین اشتغال بیش‌تری نیز ایجاد می‌کنند. با بررسی داده‌های مربوط به اشتغال متوجه می‌شویم آن گروه از شرکت‌های ایالات متحده و اروپا که در ۱۵ سال گذشته بیش‌ترین ارزش را برای سهامداران خود خلق کرده‌اند، رشد اشتغال‌زایی بالاتری از سایر شرکت‌ها داشته‌اند. در شکل ۱-۱، شرکت‌هایی که بالاترین بازده کل سهامداران (TRS)

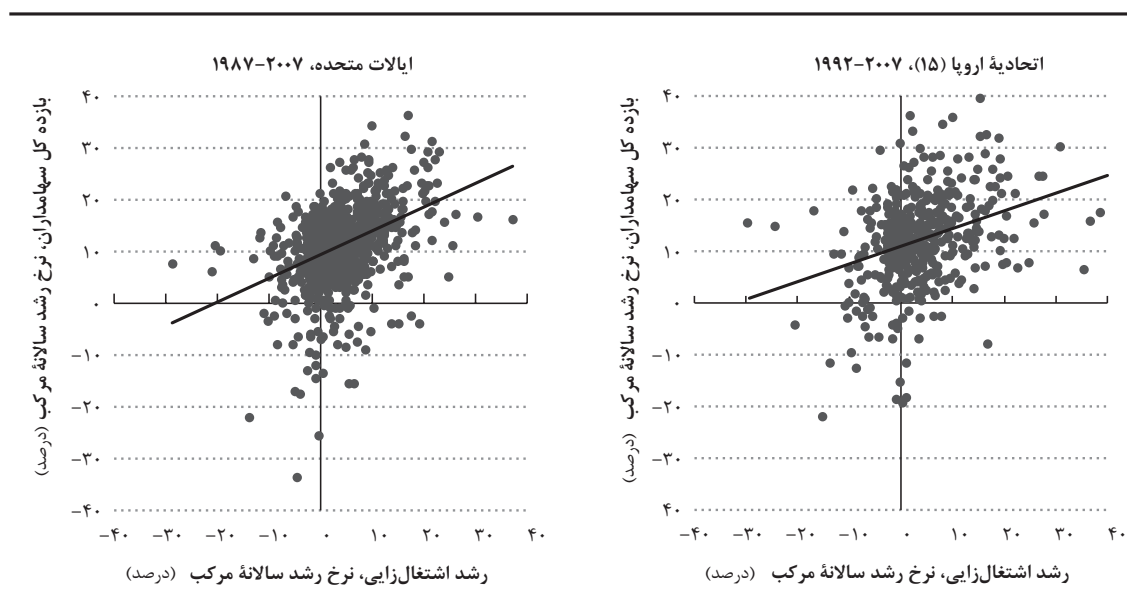
---

1. governance

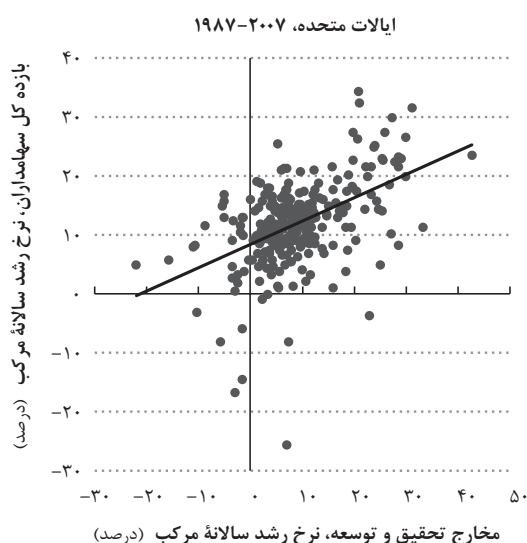
را دارند؛ بیشترین افزایش اشتغال‌زایی را نیز به خود اختصاص می‌دهند. این رابطه را در تمام حوزه‌های اقتصاد بررسی کرده و نتایج مشابهی به دست آورده‌ایم.

یکی از نگرانی‌های رایج در مورد شرکت‌هایی که بر ارزش‌آفرینی برای سهامداران تأکید دارند، آن است که افق زمانی کوتاه مدتی را انتخاب می‌کنند و به جای رشد درآمد<sup>۱</sup> و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، صرفاً به دنبال عایدی حسابداری‌اند. ما این باور را نداریم، زیرا بین بازده بلندمدت سهامداران و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه (R&D) رابطه همبستگی بسیار مثبت پیدا کرده‌ایم و این شواهد حاکی از ارزش‌آفرینی در بلندمدت است. همان‌طور که نمودار ۱-۲ نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که بالاترین بازده را برای سهامداران به ارمغان آورده‌اند، بیشترین سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه را داشته‌اند. این نتایج نیز در مورد تمام حوزه‌های اقتصاد صادق است.

شکل ۱-۱ همبستگی بین بازده کل سهامداران و رشد اشتغال‌زایی



1. revenue growth



شرکت‌های ارزش‌آفرین معمولاً بیش از سایر شرکت‌ها به مسئولیت‌های اجتماعی خود متعهد هستند. تحقیقات ما نشان می‌دهد بسیاری از شرکت‌هایی که در عرصه مسئولیت‌پذیری اجتماعی پیش‌قدم شده‌اند، با این کار خود را در مسیر ارزش‌آفرینی برای سهامداران قرار داده‌اند [۶]. مثلاً، شرکت آی‌بی‌ام<sup>۱</sup> به بنگاه‌های اقتصادی کوچک و متوسط در کشورهای در حال توسعه منابع اینترنتی مجانی ارائه می‌دهد تا کسب‌وکارهای خود را بهتر مدیریت کنند. کمک به این کسب‌وکارها نه تنها موجب بهبود روابط و خوش‌نامی شرکت آی‌بی‌ام در این بازارهای جدید می‌شود بلکه در عین حال به رابطه‌ی حسنه با این شرکت‌ها منجر می‌شود که مشتریان آتی آی‌بی‌ام هستند. یا مثلاً شرکت بست‌بای<sup>۲</sup> برای کاهش نسبت زنانی که شرکت را ترک می‌کردند، تلاش هدفمندی را در دستور کار خود قرار داد. این برنامه به زنان کمک می‌کرد تا برای خود شبکه‌های حمایتی ساخته و مهارت‌های رهبری خود را تقویت کنند. در نتیجه اجرای این برنامه، نسبت گردش کارکنان<sup>۳</sup> (ترک و اخراج) زن بیش از ۵ درصد کاهش یافت.

1. IBM (<http://www.ibm.com>)
2. Best Buy (<http://www.bestbuy.com>)
3. employee turnover

## چالش‌های تمرکز بر ارزش بلندمدت

از نظر مدیران اجرایی تمرکز بر بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد درآمد در بلندمدت کار مشقت‌باری است. تنها در صورتی می‌توان از آنان انتظار چنین کاری را داشت که مطمئن باشند حاصل این کار برخورداری از حمایت بیشتر سرمایه‌گذاران و قیمت بالاتر سهام خواهد بود. ولی همان طور که در فصول بعد آمده است، بر اساس شواهد متقن، سرمایه‌گذاران قطعاً جریان نقدی بلندمدت، رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را ارزشیابی می‌کنند و شرکت‌هایی که از نظر این سنج‌ها عملکرد خوبی داشته باشند، در بازار سهام نیز موفق‌اند. شواهد موجود پیامد تبعی آن چه را که گفتیم نیز تأیید می‌کند: شرکت‌هایی که از نظر ارزش‌آفرینی بلندمدت موفق نیستند، در بازار سهام نیز عملکرد خوبی ندارند. به‌رغم این شواهد که نشان می‌دهد سهامداران ارزش را گرمی می‌دارند، هنوز برخی شرکت‌ها را می‌توان با این اندیشه‌های نادرست فریفت که بازار چیزی دیگر می‌خواهد و آن‌ها می‌توانند از آب کره بگیرند؛ مثلاً می‌توانند با تغییر شیوه‌های حسابداری ارزش خلق کنند، با استفاده از ساختار مالی پر زرق و برقی به ارزش بالاتر برسند و یا با بهبود عایدی هر سهم<sup>۱</sup> معامله‌ای عادی را به معامله‌ای پرسود بدل کنند.

مثال دیگری بزنیم. هنگام تحلیل هر تملک احتمالی، سئوالی که دائماً ذهن این افراد را اشغال می‌کند آن است که آیا این معامله طی سال اول یا دوم عایدی هر سهم (EPS) را رقیق<sup>۲</sup> می‌کند یا خیر. چون عایدی هر سهم معیاری بسیار رایج در تصمیم‌گیری شده است، اغلب افراد فکر می‌کنند پیش‌بینی بهبود عایدی هر سهم مهم‌ترین شاخص برای نشان دادن این موضوع است که آیا واقعاً تملک می‌تواند ارزش‌آفرین باشد یا خیر. ولی هیچ شواهد تجربی برای اثبات این امر وجود ندارد (برای مشاهده شواهد موجود به فصل ۲۱ رجوع کنید). خلق ارزش یا تخریب ارزش ارتباطی به عایدی هر سهم ندارد؛ معاملاتی که عایدی هر سهم را تقویت می‌کند یا رقیق می‌کند، به یک میزان احتمال خلق ارزش یا تخریب آن را دارد. اگر چنین مقلطه‌هایی بر ارزش تأثیر ندارد، پس چرا تا این حد شایع شده است؟ ما اخیراً با شرکتی مذاکره کردیم که قصد انجام تملک بزرگی را داشت؛ بانکداران شرکت نیز در این مذاکره حضور داشتند. بحث در این مورد بود که آیا رقیق‌شدن

---

1. earnings per share (EPS)

2. dilute

عایدی حاصل از معامله حائز اهمیت است یا خیر. یکی از بانکداران می‌گفت: "ما می‌دانیم که تأثیر معامله بر عایدی هر سهم هر چه باشد، به ارزش ربطی ندارد، ولی استفاده از نسبت عایدی هر سهم برای ما راه ساده‌ای جهت تعامل با هیئت مدیره و مدیران است."

به باور مدیران اجرایی شرکت نیز تأثیر معامله بر عایدی هر سهم چندان حائز اهمیت نبود. آنان می‌گفتند فقط به این علت از عایدی هر سهم استفاده می‌کنند که سنجۀ رایج بازار است. سرمایه‌گذاران نیز می‌گفتند که تأثیر کوتاه‌مدت معامله بر عایدی هر سهم از نظر آن‌ها بی‌اهمیت است. کم و بیش با هر کس که حرف می‌زدیم، از آنان همین را می‌شنیدیم که تأثیر کوتاه‌مدت معامله بر عایدی هر سهم مهم نیست. با این همه همچنان همهٔ افراد به آن توجه می‌کردند.

در اثر تمرکز بر عایدی هر سهم در کوتاه‌مدت، شرکت‌های بزرگ در بسیاری از موارد فرصت‌های ارزش‌آفرین را از دست می‌دهند. دو تن از استادان دانشگاه دوک<sup>۱</sup> با بررسی پرسشنامه‌های نظرخواهی از ۴۰۰ مدیر مالی<sup>۲</sup> دریافتند که دقیقاً ۸۰ درصد این مدیران حاضرند برای تحقق اهداف کوتاه‌مدت عایدی، هزینه‌هایی که بالقوه ارزش‌آفرینی می‌کنند از قبیل هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه را کاهش دهند [۷]. به علاوه، ۳۹ درصد آنان ابراز داشته‌اند که برای تحقق اهداف فصلی عایدی هر سهم، به مشتریان خود تخفیفاتی<sup>۳</sup> می‌دهند تا به جای فصل آتی در فصل جاری خرید کنند. چنین تورش‌هایی<sup>۴</sup> موجب می‌شود همهٔ ذی‌نفعان متضرر شوند.

یکی از شرکت‌های بزرگ بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۳ رشد عایدی هر سهم خود را سالانه بین ۱۱ تا ۱۶ درصد ثابت نگاه داشته بود. مادامی که به سنجه‌های مهم ارزش‌آفرینی مثل رشد درآمد این شرکت توجه نداشته باشید، تحت تأثیر این آمار قرار می‌گیرید. اما در همان دوره، افزایش درآمد شرکت سالانه فقط ۲ درصد بود. رشد سود آن شرکت از طریق کاهش هزینه‌ها بوده که معمولاً چیز خوبی تلقی شده و در سال‌های اولیه قطعاً موجب بهبود بهره‌وری می‌شود. اما با اتمام فرصت‌های کاهش هزینه، شرکت برای حفظ رشد عایدی خود، به کاهش هزینه‌های بازاریابی و توسعهٔ محصولات اقدام

---

1. Duke University (<http://www.duke.edu>)

2. chief financial executive (CFO)

3. discount

4. bias



کرده بود. در سال ۲۰۰۳، مدیران شرکت پذیرفتند که سرمایه‌گذاری آنان بر روی محصولات و بازاریابی کم بوده و شرکت مجبور است دوره بازسازی دردناکی را سپری کند و در نتیجه قیمت سهام شرکت افت کرد.

فشار برای بالا نشان دادن نتایج کوتاه‌مدت شرکت معمولاً زمانی زیاد می‌شود که کسب‌وکار در آستانه بلوغ قرار گرفته و شاهد تضعیف نرخ رشد خود است. در این وضعیت سرمایه‌گذاران هنوز خواهان رشد بالا هستند. لذا مدیران ضمن تلاش برای تقویت رشد بلندمدت، در پی راه‌هایی هستند تا در کوتاه‌مدت نیز سود شرکت را بالا نگاه دارند. اما آنان غافلند که تلاش کوتاه‌مدت برای افزایش عایدی، سرمایه‌گذاری‌های مولد را کاهش داده و تحقق رشد بلندمدت را بیش از پیش دشوار می‌سازد. از این رو ورود به این چرخه، ورود به دوری باطل است.

برخی تحلیلگران و عده‌ای از سرمایه‌گذاران غیرعقلایی<sup>۱</sup> همواره به دنبال نتایج کوتاه‌مدت‌اند. هیچ شرکتی حتی با کاهش رشد بلندمدت خود نمی‌تواند همیشه خواست این افراد را برآورده کند، اما فشار مداوم این افراد حداقل این فایده را دارد که مدیران دائماً گوش به زنگ باشند. بده بستان میان عایدی کوتاه‌مدت و ارزش‌آفرینی بلندمدت بخشی از کار مدیر است، همان طور که شجاعت در اتخاذ تصمیمات درست نیز بخشی از توانایی‌های ضروری شخصی هر مدیر است. در این میان وظیفه مهم‌تر احتمالاً بر دوش هیئت مدیره شرکت است که باید با اقتصاد کسب‌وکارهای مختلف خود به‌خوبی آشنا باشد تا بتواند قضاوت کند کدام یک از بده بستان‌های بین منافع کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت به درستی انجام می‌شود. و مهم‌تر از آن بتواند از مدیران وقتی تصمیم گرفته‌اند به بهای از دست رفتن سودهای کوتاه‌مدت دست به ارزش‌آفرینی بلندمدت بزنند، پشتیبانی کند.

گاهی اوقات به کارگیری اصول ارزش‌آفرینی مثل شناکردن در خلاف جهت آب است. پذیرش این اصول به معنای پذیرفتن این ضرب‌المثل است که نابرده رنج گنج میسر نمی‌شود. پذیرش این اصول یعنی اتکای بر داده‌ها، تحلیل عقلایی و درک عمیق از پویایی رقابتی صنعت. امیدواریم این کتاب دانشی را در دسترس خوانندگان قرار دهد که به کمک آن در طول زندگی حرفه‌ای خود تصمیماتی اتخاذ کنند که برای سرمایه‌گذاران و جامعه ارزش‌آفرین باشد و بتوانند از تصمیمات خود دفاع کنند.

---

1. irrational

## پرسش‌های پایان فصل

۱. منافع رویکرد بلندمدت به ارزش‌آفرینی کدام است؟ برای شرکت‌ها؟ برای اقتصاد؟
۲. رابطه بین بازار سهام و اقتصاد واقعی از نظر سنجه‌هایی مانند تولید ناخالص داخلی (GDP)<sup>۱</sup>، تورم و نرخ‌های بهره کدام است؟
۳. برخی از ویژگی‌های مشترک سقوط بازار سهام در سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۰۷ با سقوط‌های قبلی بازار مثل سقوط بازار سهام ژاپن در دهه ۱۹۹۰ یا حباب شرکت‌های اینترنتی در اواخر قرن گذشته کدام است؟
۴. اگر رشد یکی از محرک‌های معنادار ارزش است، آیا بزرگ‌شدن شرکت به معنای خلق ارزش می‌باشد؟
۵. برخی از تفاوت‌ها در نحوه عملکرد بازار سهام و اعتبار کدام است؟
۶. کسب‌وکارهایی را مثال بزنید که به آن‌ها بتوان/نتوان ویژگی تأثیرات شبکه‌ای (صرفه‌جویی در مقیاس انبوه) را تعمیم داد.
۷. برای اطمینان از ارزش‌آفرینی بلندمدت توسط مدیران، هیئت مدیره و سهامداران چه کارهایی می‌توانند انجام دهند؟
۸. اصل بقای ارزش را توضیح دهید. این اصل ممکن است بر چه تصمیماتی تأثیرگذار باشد؟

---

1. gross domestic product (GDP)

1. A. Marshall, *Principles of Economics*, vol. 1 (New York: Macmillan, 1890), 142.
2. C. Shapiro and H. Varian, *Information Rules: A Strategic Guide to the Network Economy* (Boston: Harvard Business School Press, 1999).
3. Eduardo Porter, "The Lion, the Bull and the Bears," *New York Times*, October 17, 2008.
4. Richard Dobbs, Bin Jiang and Timothy Koller, "Why the Crisis Hasn't Shaken the Cost of Capital," *McKinsey on Finance*, no. 30 (Winter 2009): 26-30.
5. Richard Dobbs and Timothy Koller, "The Crisis: Timing Strategic Moves," *McKinsey on Finance*, no. 31 (Spring 2009): 1-5.
6. Sheila Bonini, Timothy Koller, and Philip H. Mirvis, "Valuing Social Responsibility Programs," *McKinsey on Finance*, no. 32 (Summer 2009): 11-18.
7. John R. Graham, Cam Harvey, and Shiva Rajgopal, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics* 40 (2005): 3-73.



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

## اصول بنیادین ارزش آفرینی

در فصل ۱، اصول بنیادین مالی شرکت‌ها را شرح دادیم. اگر جریان نقدی آتی ناشی از سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به گونه‌ای باشد که نرخ بازده سرمایه‌گذاری از هزینه سرمایه بیشتر باشد، آنگاه شرکت ارزش خلق می‌کند. هر چه رشد سریع‌تر باشد و سرمایه بیشتر با نرخ بازده جذاب جذب شود، ارزش بیشتری خلق می‌شود. آن چه موجب ارزش‌آفرینی می‌شود، تلفیقی از رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده<sup>۱</sup> (ROIC) در مقایسه با هزینه سرمایه است. پیامد تبعی این اصل، بقای ارزش است که می‌گوید: "هر اقدامی که جریان نقدی را افزایش ندهد، ارزش نمی‌آفریند."

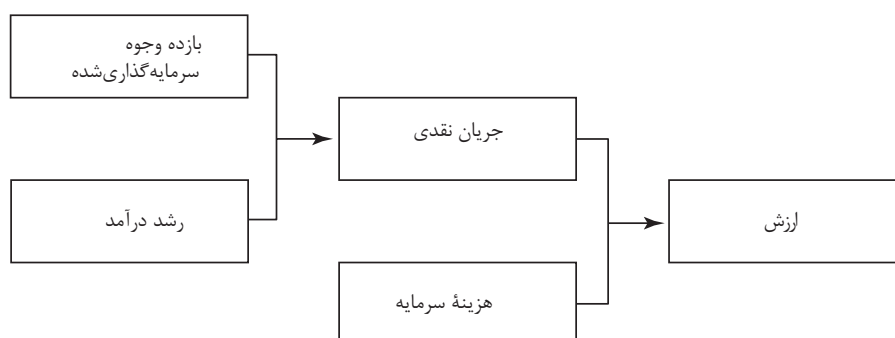
طبق این اصول وظیفه اولیه هر شرکت ایجاد جریان‌های نقدی است که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن بیش‌تر از هزینه سرمایه باشد. با پیروی از این اصول مدیران تشخیص می‌دهند کدام سرمایه‌گذاری در بلندمدت بیش‌ترین ارزش برای سهامداران خلق می‌کند. هم‌چنین این اصول به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا ارزش بالقوه سرمایه‌گذاری‌های مختلف را ارزیابی کنند. هم مدیران و هم سرمایه‌گذاران می‌باید دریابند چه روابطی میان جریان نقدی، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و ارزش برقرار است؛ پیامدهای بقای ارزش چیست و چه طور می‌توانند ریسک جریان نقدی آتی را در تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند. این مطالب اهداف اصلی این فصل است. در پایان این فصل با ارائه فرمول "محرك‌های کلیدی ارزش"، رابطه میان جریان نقدی، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و ارزش را جمع‌بندی می‌کنیم؛ این معادله از حیث نظری و عملی ارزشیابی جریان نقدی تنزیل شده (DCF) را توجیه می‌کند.

## محرك‌های ارزش: رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

شرکت‌ها جریان نقدی خود را امروز سرمایه‌گذاری می‌کنند تا در آینده با ایجاد جریان نقدی بیش‌تر برای مالکان خود ارزش خلق کنند. مقدار ارزش خلق شده در هر سرمایه‌گذاری عبارت است از تفاوت تعدیل شده بین جریان نقدی ورودی و خروجی؛ به دلیل ارزش زمانی پول و ریسک جریان نقدی آتی تعدیل ضرورت دارد تا روشن شود ارزش جریان نقدی فردا کم‌تر از جریان نقدی امروز است. در ادامه این فصل نشان می‌دهیم که فرایند تبدیل درآمد به جریان نقدی توأمان به دو عامل متکی است: بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد درآمد. این بدان

---

۱. تعریف ساده بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده (ROIC) عبارت است از سود عملیاتی پس از کسر مالیات تقسیم بر وجوه سرمایه‌گذاری شده (سرمایه در گردش به علاوه دارایی‌های ثابت). در فصل ۶ و ۷ نحوه محاسبه گذاری شده از صورت‌های مالی شرکت شرح داده شده است.



معناست که میزان ارزش خلق شده در هر شرکت نهایتاً به بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، رشد درآمد و البته توان حفظ این دو در طول زمان بستگی دارد. شکل ۱-۲ این اصل اساسی ارزش‌آفرینی را نشان می‌دهد.<sup>۱</sup>

شاید انتظار داشته باشید که در مورد مفهومی مثل ارزش که تا این حد بنیادی است، اتفاق نظر جهانی وجود داشته باشد، ولی این طور نیست؛ بسیاری از مدیران اجرایی، هیئت مدیره‌ها و رسانه‌های مالی هنوز عایدات حسابداری<sup>۲</sup> و ارزش را یکی می‌دانند و تمرکز خود را با وسواس صرف بهبود عایدی می‌کنند. هر چند عایدی و جریان نقدی معمولاً هم‌بستگی دارد، ولی عایدی نمی‌تواند کاملاً جای ارزش‌آفرینی را بگیرد. از این رو تمرکز بیش از حد بر عایدی یا رشد عایدی، معمولاً شرکت‌ها را از جاده ارزش‌آفرینی به بیراهه می‌برد.

مثلاً، اگر هنگام بررسی شرکت‌ها فقط رشد عایدی در نظر گرفته شود، نمی‌توان توجیه کرد چرا سرمایه‌گذاران داروخانه‌های زنجیره‌ای وال‌گرینز<sup>۳</sup> با فروش ۵۴ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ و سرمایه‌گذاران شرکت رایلی<sup>۴</sup> (تولید کننده جهانی آدامس) با فروش ۵ میلیارد دلار در همان سال، هر دو بین سال‌های ۱۹۶۸ تا ۲۰۰۷ بازده سهامداران<sup>۵</sup> یکسانی داشته‌اند. نرخ رشد این دو شرکت موفق بسیار متفاوت بوده است.

۱. در ساده‌ترین حالت، ارزش در هر مقطع زمانی برابر است با مجموع ارزش فعلی جریان نقدی مورد انتظار آتی. ارزش‌آفرینی یعنی تغییر در ارزش به دلیل عملکرد شرکت. گاهی اوقات اشاره ما به مفاهیمی چون ارزش و ارزش‌آفرینی بر اساس برآورد صریح رشد، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و جریان نقدی آتی است. در سایر اوقات، قیمت بازار سهام شرکت را بدیلی از ارزش، و بازده کل سهامداران (افزایش قیمت سهام به علاوه سود سهام) را بدیلی از ارزش‌آفرینی تلقی می‌کنیم.

2. accounting earnings

3. Walgreens (<http://www.walgreens.com>)

4. Wm. Wrigley Jr. (<http://www.wrigley.com>)

۵. بازده سهامداران عبارت است از سود سهام به علاوه افزایش قیمت سهام.

در دوره یادشده، درآمد خالص شرکت وال‌گرینز سالانه ۱۴ درصد و درآمد خالص شرکت رایلی سالانه ۱۰ درصد رشد کرده است. گرچه در این دوره وال‌گرینز یکی از پررشدترین شرکت‌های ایالات متحده بوده، اما سهامداران این شرکت ۱۶ درصد بازده گرفته‌اند، در حالی که بازده سهامداران شرکت رایلی ۱۷ درصد بوده است. شرکت رایلی به‌رغم ۴ درصد رشد کم‌تر، توانسته اندکی بیش از شرکت وال‌گرینز ارزش‌آفرینی کند، زیرا بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده این شرکت ۲۸ درصد یعنی دو برابر رقم مشابه شرکت وال‌گرینز (۱۴ درصد) بوده است؛ بگذریم که بی‌شک نرخ بازده وال‌گرینز برای شرکت‌های خرده‌فروشی نرخ خوبی هم بوده است.

در واقع اگر بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده تمام شرکت‌های درون یک صنعت مشابه باشد، آن‌گاه رشد درآمد معیار تمایز میان شرکت‌ها خواهد بود. تحلیلگران و دانشگامان گاهی برای ساده‌سازی موضوع همین را فرض کرده‌اند که بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده شرکت‌های درون صنعت یکسان است ولی همان‌طور که در فصل ۴ آمده است، حتی میان شرکت‌های درون یک صنعت، تفاوت‌های قابل‌توجهی در این نرخ وجود دارد.

### رابطه رشد، بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده و جریان نقدی

با تجزیه جریان نقدی شرکت به رشد درآمد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده محرک‌های عملکرد شرکت قابل بررسی می‌شود. فرض کنید جریان نقدی شرکتی در سال گذشته ۱۰۰ دلار بوده و در سال جاری ۱۵۰ دلار می‌شود. این داده‌ها اطلاعات زیادی در مورد عملکرد اقتصادی شرکت به ما نمی‌دهد، زیرا افزایش ۵۰ دلاری جریان نقدی از منابع متعددی چون رشد درآمد، کاهش مخارج سرمایه‌ای یا کاهش هزینه‌های بازاریابی می‌تواند نشئت گرفته باشد. اگر اطلاعات در دسترس ما دقیق‌تر بود مثلاً می‌دانستیم که رشد درآمد سالانه شرکت ۷ درصد و نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده ۱۵ درصد بوده است، آن‌گاه عملکرد شرکت قابل‌ارزیابی می‌شد. با آن اطلاعات مثلاً می‌توانستیم نرخ رشد شرکت را با نرخ رشد صنعت و اقتصاد مقایسه کنیم و نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده آن را نسبت به شرکت‌های هم‌گروه، هزینه سرمایه و عملکرد تاریخی شرکت بسنجیم.

رشد درآمد، بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده و جریان نقدی رابطه تنگاتنگی با هم دارند. برای درک این ارتباط، دو شرکت فرضی را در نظر بگیرید: شرکت "ارزش" و شرکت "حجم". شکل ۲-۲ برآورد عایدی و جریان نقدی این دو شرکت را نشان می‌دهد. در سال ۱ عایدی هر دو شرکت ۱۰۰ میلیون دلار است و هر دو عایدی خود را سالانه ۵ درصد افزایش می‌دهند، لذا برآورد عایدی آن‌ها یکسان است. اگر این نگاه رایج



شرکت "حجم"					شرکت "ارزش"					
سال ۵	سال ۴	سال ۳	سال ۲	سال ۱	سال ۵	سال ۴	سال ۳	سال ۲	سال ۱	
۱,۲۱۶	۱,۱۵۸	۱,۱۰۲	۱,۰۵۰	۱,۰۰۰	۱,۲۱۶	۱,۱۵۸	۱,۱۰۲	۱,۰۵۰	۱,۰۰۰	درآمد
۱۲۲	۱۱۶	۱۱۰	۱۰۵	۱۰۰	۱۲۲	۱۱۶	۱۱۰	۱۰۵	۱۰۰	عایدی
(۶۱)	(۵۸)	(۵۵)	(۵۳)	(۵۰)	(۳۱)	(۲۹)	(۲۸)	(۲۶)	(۲۵)	سرمایه‌گذاری
۶۱	۵۸	۵۵	۵۲	۵۰	۹۱	۸۷	۸۲	۷۹	۷۵	جریان نقدی

صحیح باشد که ارزش شرکت فقط به عایدی آن بستگی دارد، آن‌گاه ارزش این دو شرکت باید یکسان می‌بود. ولی، این مثال ساده نشان می‌دهد که دیدگاه یادشده تا چه حد می‌تواند نادرست باشد.

به‌رغم تشابه عایدی، جریان نقدی شرکت "ارزش" بیش‌تر از شرکت "حجم" است، زیرا شرکت "ارزش" تنها ۲۵ درصد از سود خود را سرمایه‌گذاری مجدد می‌کند، ولی با این حال، رشد سود آن مشابه شرکت "حجم" است. در واقع نرخ سرمایه‌گذاری شرکت "ارزش" ۲۵ درصد و نرخ سرمایه‌گذاری شرکت "حجم" ۵۰ درصد است. در اثر این تفاوت نرخ سرمایه‌گذاری، به‌رغم سود مشابه، جریان نقدی شرکت "ارزش" ۵۰ درصد بیش‌تر از شرکت "حجم" است.

با تنزیل جریان‌های آتی این دو شرکت می‌توان آن‌ها را ارزشیابی کرد. نرخ تنزیل مورد استفاده همان هزینه سرمایه شرکت است. این نرخ باید توقع سرمایه‌گذاران را برای سرمایه‌گذاری در شرکت برآورده سازد. جریان نقدی سالانه هر دو شرکت را با نرخ هزینه سرمایه ۱۰ درصد تنزیل کرده و ارقام سالیانه را با یکدیگر جمع کردیم تا ارزش فعلی کل جریان‌های نقدی آتی دو شرکت را به دست آید. ارزش شرکت "ارزش" ۱,۵۰۰ میلیون دلار (که در شکل ۲-۳ نشان داده شده است) و ارزش شرکت "حجم" ۱,۰۰۰ میلیون دلار است.

ارزش شرکت‌ها را با نسبت قیمت به عایدی (P/E) نیز می‌توان توضیح داد. برای این کار، ارزش هر یک از دو شرکت یادشده را بر عایدی سال اول آن‌ها (۱۰۰ میلیون دلار) تقسیم کنید. بدین ترتیب، نسبت قیمت به عایدی شرکت "ارزش" ۱۵ و نسبت قیمت به عایدی شرکت "حجم" ۱۰ برابر خواهد بود. با وجود عایدی و نرخ رشد یکسان، ضرایب عایدی این دو شرکت متفاوت است، زیرا جریان نقدی آن‌ها بسیار متفاوت می‌باشد.

جریان نقدی شرکت "ارزش" بیش تر است زیرا نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالاتری دارد و به عبارت دیگر از شرکت "حجم" سرمایه‌گذاری کم‌تری کرده است. در سال ۱، شرکت "ارزش" ۲۵ میلیون دلار (از ۱۰۰ میلیون دلار عایدی خود را) سرمایه‌گذاری کرده است تا بتواند در سال ۲ سود و درآمد خود را به ترتیب ۵ و ۵۰ میلیون دلار افزایش دهد. بدین ترتیب بازده سرمایه جدید شرکت "ارزش" ۲۰ درصد است (۵ میلیون دلار سود تقسیم بر ۲۵ میلیون دلار سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup>). در مقابل، بازده سرمایه‌گذاری شرکت "حجم" ۱۰ درصد است (۵ میلیون دلار سود تقسیم بر ۵۰ میلیون دلار سرمایه‌گذاری).

در رابطه زیر، رشد، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و جریان نقدی (نرخ سرمایه‌گذاری معرف جریان نقدی است) در قالب معادله ریاضی ارائه شده است:

$$\text{بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده} \div \text{رشد} = \text{نرخ سرمایه‌گذاری}$$

این فرمول در مورد شرکت "ارزش" به صورت زیر است:

$$20\% = 5\% \div 25\%$$

شکل ۲-۳ جریان نقدی تنزیل شده شرکت "ارزش"

میلیون دلار

شرکت "ارزش"							
جمع	سال X	سال ۵	سال ۴	سال ۳	سال ۲	سال ۱	
-	...	۱۲۲	۱۱۶	۱۱۰	۱۰۵	۱۰۰	عایدی
-	...	(۳۱)	(۲۹)	(۲۸)	(۲۶)	(۲۵)	سرمایه‌گذاری
-	...	۹۱	۸۷	۸۲	۷۹	۷۵	جریان نقدی
۱,۵۰۰	...	۶۵	۵۹	۶۲	۶۵	۶۸	ارزش امروز

↑  
ارزش امروز ۸۷ میلیون دلار که برای چهار سال با نرخ ۱۰٪ تنزیل شده است.

↑  
ارزش امروز ۷۵ میلیون دلار که برای یک سال با نرخ ۱۰٪ تنزیل شده است.

۱. فرض کردیم تمام افزایش سود به خاطر سرمایه‌گذاری جدید است و بازده سرمایه موجود شرکت "ارزش" تغییر نمی‌کند.

شکل ۴-۲ تبدیل نرخ رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده به ارزش

ارزش به دلار<sup>۱</sup>

رشد	%۳	۸۰۰	۱,۱۰۰	۱,۴۰۰	۱,۶۰۰
	%۶	۶۰۰	۱,۱۰۰	۱,۶۰۰	۲,۱۰۰
	%۹	۴۰۰	۱,۱۰۰	۱,۹۰۰	۲,۷۰۰
		%۷	%۹	%۱۳	%۲۵

بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

<sup>۱</sup> ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی با فرض عایدی ۱۰۰ دلار در سال ۱ و هزینه سرمایه ۹٪. بعد از ۱۵ سال در همه سناریوها نرخ رشد ۳٪ می‌شود.

و

در مورد شرکت "حجم" به این صورت می‌باشد:

$$10\% \div 5\% = 50\%$$

از آن‌جا که هر سه متغیر فوق با یکدیگر در ارتباطند، اگر فقط دو مورد از آن‌ها معلوم باشد، می‌توان متغیر مجهول سوم را محاسبه کرد. بنابراین، با هر جفت از این متغیرها می‌توان عملکرد شرکت‌ها را بیان کرد.

### موازنه بین بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد به منظور ارزش آفرینی

شکل ۴-۲ ارزش حاصل از ترکیب مختلف رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را گزارش می‌دهد. هر خانه از این ماتریس معرف ارزش فعلی جریان نقدی آتی شرکت است. در هر خانه در مورد رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده مفروضات متفاوت است؛ تمام ارقام منعکس در خانه‌های ماتریس، از تنزیل جریان نقدی شرکت با نرخ هزینه سرمایه به‌دست آمده است. در این شکل فرض شده هزینه سرمایه شرکت ۹ درصد و عایدی شرکت در سال اول ۱۰۰ دلار است.<sup>۱</sup>

۱. برای ۱۵ سال اول، جریان نقدی را دقیقاً بر اساس مدل مشخصی پیش‌بینی کرده‌ایم و فرض کرده‌ایم پس از ۱۵ سال، در تمام سناریوها نرخ رشد شرکت به ۳ درصد میل کند. اگر شرکتی می‌توانست همواره سریع‌تر از اقتصاد کلان رشد کند، نهایتاً اقتصاد تمام جهان را به تصرف خود در می‌آورد.

در دنیای واقعی نیز از همین رویکرد ساده استفاده می‌کنیم. مثلاً شرکتی بزرگ را در نظر بگیرید که سالانه ۵ تا ۶ درصد رشد (اسمی)، حدوداً ۱۳ درصد بازده حقوق صاحبان سهام<sup>۱</sup> و ۹ درصد هزینه سرمایه دارد. اگر نقطه تلاقی بازده و رشد این شرکت معمولی را در شکل بالا پیدا کنیم، قاعدتاً ارزش این شرکت در حدود ۱۵۰۰ تا ۱۶۰۰ دلار است. با تقسیم این رقم بر عایدی شرکت (۱۰۰ دلار)، نسبت قیمت به عایدی شرکت ۱۵ تا ۱۶ برابر خواهد بود. اگر در دوره رکود نباشیم، رقم میانه P/E شرکت‌های بزرگ ایالات متحده همین عدد ۱۵ برابر است.

به خاطر بسپارید که در هر سطحی از رشد، بهبود بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده موجب افزایش ارزش خواهد شد. به عبارت دیگر وقتی سایر شرایط یکسان باشد، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالاتر همیشه خوب است، اما در مورد رشد نمی‌توان چنین چیزی گفت. اگر بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالا باشد رشد سریع‌تر موجب افزایش ارزش می‌گردد، ولی زمانی که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده کم‌تر از هزینه سرمایه شرکت باشد رشد سریع‌تر قطعاً مخرب ارزش است. در نتیجه در جایی که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و هزینه سرمایه برابر می‌شود، مرزی است که ارزش‌آفرینی ناشی از رشد از تخریب ارزش جدا می‌شود. بر روی این مرز، شرکت با هر سرعتی رشد کند، نه ارزشی خلق و نه تخریب می‌شود.

گاهی اوقات با این استدلال مواجه می‌شویم که حتی شرکت‌های با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده پایین نیز باید به دنبال رشد باشند، زیرا اگر شرکتی رشد کند به طور طبیعی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت افزایش می‌یابد. اما می‌دانیم این موضوع فقط در مورد کسب‌وکارهای جوان و نوپا<sup>۲</sup> صادق است. بیش‌تر اوقات در شرکت‌های بالغ بازده پایین وجوه سرمایه‌گذاری شده یا نتیجه مدل غلط کسب‌وکار یا حاصل ساختار غیرجذاب صنعت است.

## شواهدی از دنیای واقعی

منطقی که این صفحات از کتاب بر آن استوار است به نحوه عملکرد شرکت‌ها در بازار سهام مربوط می‌شود. شرکت‌های وال‌گرینز و رایلی را به خاطر آورید، به‌رغم این که رشد عایدی وال‌گرینز بسیار سریع‌تر از رایلی بود اما بازده سهامداران هر دو شرکت در یک سطح قرار داشت. شرکت جنرال الکتریک<sup>۳</sup> مثال دیگری از

1. return on equity
2. start-up business
3. General Electric (GE) (<http://www.ge.com>)

تأثیر نسبی رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بر ارزش است. قیمت سهام شرکت جنرال الکتریک از ۵ دلار در سال ۱۹۹۱ به ۴۰ دلار در سال ۲۰۰۱ افزایش یافت؛ یعنی طی ۱۰ سال پایانی تسلط جک ولج<sup>۱</sup> بر کرسی مدیریت عامل شرکت، جنرال الکتریک توانست از طریق افزایش ارزش سهام و توزیع سود، برای سرمایه‌گذاران خود ۵۱۹ میلیارد دلار عایدی ایجاد کند. اگر سرمایه‌گذاران شرکت جنرال الکتریک وجهه مشابهی را در شاخص ۵۰۰ سهم استاندارد و پور سرمایه‌گذاری می‌کردند، تنها ۲۱۲ میلیارد دلار عاید آن‌ها می‌شد.

جالب است بدانیم شرکت جنرال الکتریک چه طور به چنین سودی دست یافت؟ هر دو بخش صنعتی و مالی شرکت جنرال الکتریک توأمان اما به شیوه‌های مختلف در این موفقیت نقش داشتند. طی این دوره ۱۰ ساله، رشد درآمد سالانه بخش صنعتی هلدینگ جنرال الکتریک فقط ۴ درصد بود (کم‌تر از رشد اقتصاد)، ولی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن از حدود ۱۳ درصد تا ۳۱ درصد افزایش یافت. اما محرک‌های ارزش در بخش مالی شرکت متوازن‌تر بود. بخش مالی سالانه ۱۸ درصد رشد کرد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن از ۱۴ درصد به ۲۱ درصد افزایش یافت. محرک کلیدی ارزش در بخش صنعتی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و در بخش مالی بهبود توأمان رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بود.

قطعاً آن‌چه تا به حال در مورد اصول اساسی ارزشیابی گفتیم در سطح کل شرکت جنرال الکتریک کاربرد دارد، اما در عین حال همین اصول در سطح هر یک از بخش‌های شرکت نیز صادق است. شرکت‌های فعال در صنعت کالاهای مصرفی بسته‌بندی شده را در نظر بگیرید. به‌رغم این که نام‌های مشهور این صنعت مثل پراکت<sup>۲</sup>، گیمبل<sup>۳</sup>، و کالگیت-پالمولیو<sup>۳</sup> شرکت‌های پررشدی نیستند، ولی به خاطر بازده بالای وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها، بازار این شرکت‌ها را با ضرایب عایدی بالا ارزشیابی می‌کند.

از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ درآمد غالب شرکت‌های بزرگ صنعت یادشده تنها ۶ درصد افزایش داشته که از میانگین رشد درآمد تمام شرکت‌های بزرگ ایالات متحده (۸ درصد) کم‌تر بوده است. با این وجود در پایان سال ۲۰۰۷ (پیش از سقوط بازار)، رقم میانۀ P/E شرکت‌های این صنعت حدود ۲۰ برابر بود در حالی که رقم میانۀ P/E شرکت‌های بزرگ ۱۷ برابر بود. همان طور که ذکر شد، این ارزشیابی بالا ناشی از بازده بالای

- 
1. Jack Welch
  2. Procter & Gamble (<http://www.pg.com>)
  3. Colgate-Palmolive (<http://www.colgate.com>)

وجوه سرمایه‌گذاری شده این شرکت‌ها است. بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده این شرکت‌ها معمولاً بیش از ۲۰ درصد است در حالی که میانگین بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌های بزرگ میانه بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ معادل ۱۳ درصد بوده است. مثال دیگری برای روشن شدن اهمیت بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، مقایسه شرکت کمپبل سوپ<sup>۱</sup> (با درآمد ۸ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸) با شرکت کهلز<sup>۲</sup> (با درآمد ۱۶ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸) است. کسب‌وکار شرکت کهلز خرده‌فروشی است و این شرکت رشد سریعی دارد. در سال‌های میانی دهه گذشته، درآمد شرکت کهلز سالانه ۱۵ درصد رشد کرده در حالی که شرکت کمپبل تنها توانسته است سالانه ۴ درصد رشد طبیعی داشته باشد. با این وجود این دو شرکت نسبت قیمت به عایدی مشابهی داشتند، زیرا شرکت کمپبل با ۵۰ درصد بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، رشد آرام خود را جبران کرده، ولی متوسط بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت کهلز فقط ۱۵ درصد بوده است.

اکنون بد نیست بدانیم آیا اصول اساسی ارزش‌آفرینی در سطح کشورها و کل اقتصاد نیز صادق است یا خیر. بدین منظور باید بررسییم چرا معمولاً شرکت‌های بزرگ ایالات متحده نسبت به شرکت‌های بزرگ کشورهای توسعه‌یافته در آسیا مثل هنگ‌کنگ، کره جنوبی، تایوان و سنگاپور ضریب عایدی بالاتری دارند.<sup>۳</sup> برخی مدیران اجرایی تصور می‌کنند علت امر صرفاً آن است که سرمایه‌گذاران حاضرند برای شرکت‌های آمریکایی قیمتی بالاتر بپردازند (فرضی که برخی شرکت‌های غیرآمریکایی را بر آن داشت تا برای افزایش ارزش، سهام شرکت خود را در بازار سهام نیویورک<sup>۴</sup> هم فهرست کنند). ولی واقعیت آن است که ضریب عایدی بالای شرکت‌های ایالات متحده حاصل بازده بالای وجوه سرمایه‌گذاری شده در این شرکت‌هاست. در سال ۲۰۰۷، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت بزرگ میانه ایالات متحده ۱۶ درصد و بازده مشابه شرکت بزرگ میانه آسیایی ۱۰ درصد بوده است. البته این مقایسه عام نباید نافی این واقعیت باشد که آسیایی‌ها در برخی از حوزه‌ها و شرکت‌ها (مثل تویوتا در صنعت خودروسازی) بهتر از هم‌تایان خود در ایالات متحده عمل کرده‌اند. بی‌شک گذشته نشان می‌دهد که در اکثر موارد، شرکت‌های آسیایی بیش‌ترین تمرکز خود را به رشد معطوف

---

1. Campbell Soup (<http://www.campbellsoup.com>)

2. Kohl's (<http://www.kohls.com>)

۳. در سال ۲۰۰۷، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت بزرگ میانه ایالات متحده ۲/۴ برابر بوده در حالی که این نسبت برای شرکت بزرگ میانه در این چهار کشور آسیایی، حدود ۱/۸ برابر بوده است.

4. New York Stock Exchange (<http://www.nyse.com>)

## شکل ۵-۲ ارزش فزاینده: تأثیر رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بیش تر

درصد تغییر در ارزش	
شرکت‌های با نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالا	شرکت‌های با نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده متوسط
شرکت‌های کالاهای بسته‌بندی شده	خرده‌فروشی‌ها
۱۰٪ رشد بیش تر	۵٪
۱٪ بازده بیش تر روی وجوه سرمایه‌گذاری شده	۱۵٪
۶٪	

مأخذ: تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی

کرده‌اند تا به سوددهی یا بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و چنین است که میانگین ارزش آن‌ها تفاوتی فاحش با میانگین ارزش شرکت‌های ایالات متحده دارد.

در فصل‌های ۱۵ و ۱۶ شواهد بیشتری ارائه شده تا نشان دهیم که رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده محرک‌های ارزش‌اند.

### پی‌آمدهای این مباحث برای مدیران

در فصل‌های ۴ و ۵ به ترتیب ابعاد مدیریتی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد به دقت بررسی می‌شود. در این‌جا فقط به نکاتی اشاره می‌کنیم که مدیران باید در هنگام تصمیم‌گیری‌های راهبردی از آن‌ها مطلع باشند.

ابتدا، به شکل ۴-۲ برگردید که در مورد تأثیر نسبی تغییرات رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بر ارزش شرکت نقطه‌نظرهای راهبردی مهمی را در اختیار مدیران می‌گذارد. به طور کلی، اگر بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت بالاست، افزایش نرخ رشد می‌تواند ارزش بیش‌تری برای شرکت خلق کند تا افزایش نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده. اما اگر نسبت بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت پایین باشد، معمولاً افزایش این نرخ می‌تواند ارزش بیش‌تری خلق کند.

شکل ۵-۲ نمونه‌ای از شرکتی را نشان می‌دهد که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالایی دارند (مثلاً شرکت‌های فعال در صنعت کالاهای بسته‌بندی شده مصرفی که نام‌ونشان تجاری<sup>۱</sup> معروفی دارند). اگر این شرکت نرخ رشد خود را یک درصد افزایش دهد، ارزش شرکت ۱۰ درصد افزایش می‌یابد؛ اما شرکت نمونه دیگری که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده متوسط دارد، (مثلاً شرکت‌های خرده‌فروشی متوسط) اگر نرخ رشد

1. brand

خود را یک درصد افزایش دهد، ارزش شرکت فقط ۵ درصد بالا می‌رود. برعکس، شرکت‌هایی که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده متوسط دارند، اگر نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود را یک درصد افزایش دهند، ارزش آن‌ها ۱۵ درصد بالا می‌رود. اما شرکت‌های با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالا، اگر نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود را یک درصد افزایش دهند، ارزش آن‌ها تنها ۶ درصد افزایش می‌یابد.

این نتیجه‌گیری درست است که شرکت‌های با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالا باید بر رشد تمرکز کنند و شرکت‌های با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده پایین پیش از رشد باید روی ارتقای بازده متمرکز شوند. این تحلیل فرض می‌کند که اگر سایر متغیرها ثابت باشد بین تحقق یک درصد رشد بیش‌تر و یک درصد بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بیش‌تر تفاوت چندانی نیست، و دستیابی به هر دو نرخ دشواری یکسانی دارد. در عمل، دستیابی به هر یک از این افزایش‌ها برای شرکت‌های مختلف در صنایع گوناگون با دشواری‌های متفاوت همراه است و تأثیر تغییر رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بر شرکت‌ها متفاوت است. لذا هر شرکت برای تنظیم اولویت‌های راهبردی خود به تحلیل مستقل نیاز دارد.

تا این‌جا کتاب فرض شده هر رشدی، فارغ از نوع آن، بر بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و متعاقباً ارزش شرکت تأثیر یکسان دارد؛ بی‌شک چنین فرضی واقع‌بینانه نیست. در واقع، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و ارزش حاصل از انواع مختلف رشد لزوماً یکسان نیست. از این رو، هر شرکت برای خلق ارزش می‌باید متناسب با نوع صنعت و ویژگی‌های شرکت برآورد کند که هر نوع رشدی چه تأثیری بر ارزش شرکت می‌گذارد. در این‌جا می‌توانیم از تعبیر سلسله مراتب خلق ارزش<sup>۱</sup> استفاده کنیم.

در شکل ۶-۲ در مورد شرکتی نمونه، ارزش حاصل از شیوه‌های مختلف رشد نمایش داده شده است. این شرکت در صنعت محصولات مصرفی<sup>۲</sup> فعالیت دارد. نتایج ارائه‌شده در شکل بر اساس تحلیل جامع به دست نیامده، بلکه صرفاً بر تجربه مبتنی است؛ البته به اعتقاد نویسندگان آن‌چه در شکل آمده واقعیت مهم‌تری را منعکس کند.<sup>۳</sup> نتایج حاصل نشان می‌دهد در ازای هر ۱/۰۰ دلار رشد درآمد، چه میزان ارزش خلق شده است. مثلاً، اگر ۱/۰۰ دلار رشد درآمد از تولید محصول جدید ایجاد شده باشد، آن‌گاه ۱/۷۵ تا ۲/۰۰ دلار

---

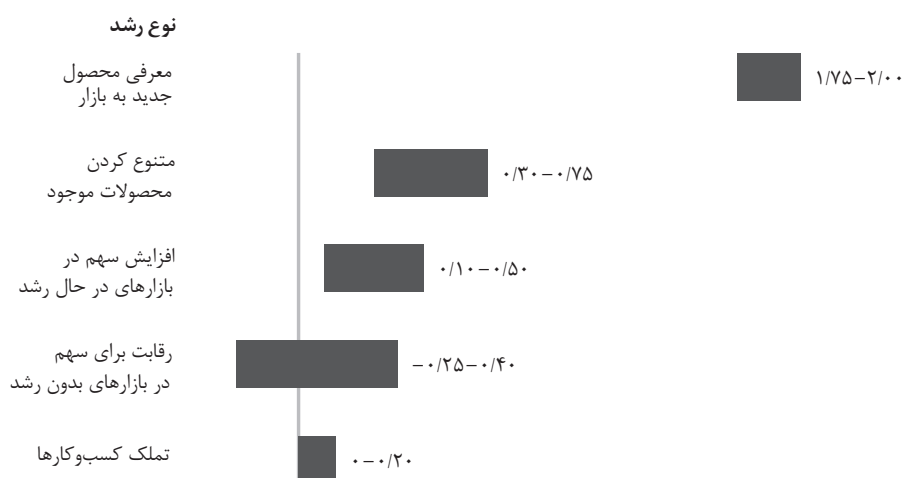
1. Pecking order of growth related value creation

2. consumer products

۳. در مورد هر شیوه رشد، شرکت‌های نمونه‌ای را مشخص کردیم و تأثیر نرخ رشد آن‌ها را بر خلق ارزش تخمین زدیم. مثلاً نمونه‌های متعددی از حاشیه سود و افزایش سرمایه‌های لازم برای تولید محصولات جدید را به دست آوردیم.



ارزش خلق شده برای سهامداران در ازای هر ۱/۰۰ دلار درآمد بیش‌تر<sup>۱</sup>



<sup>۱</sup> ارزش هر شرکت نمونه در صنعت کالاهای بسته‌بندی شده  
مأخذ: تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی

ارزش خلق می‌شود. مهم‌ترین فایده این شکل آن است که سلسله مراتب ارزش آفرینی رشدهای مختلف را نشان می‌دهد. در این رتبه‌بندی، تولید محصولات جدید معمولاً بیش‌ترین ارزش آفرینی برای سهامداران را به دنبال دارد و معمولاً تملک کم‌ترین ارزش را خلق می‌کند. علت این اختلاف در بازده نرخ‌های متفاوت وجوه سرمایه‌گذاری شده نهفته است.

رشد طبیعی محصولات جدید همواره بیش‌ترین بازده را به همراه داشته چون این راهبرد به سرمایه جدید زیادی نیاز ندارد و شرکت‌ها می‌توانند محصولات جدید را در خطوط تولید موجود تولید کنند و از نظام توزیع جاری خود استفاده کنند. از این گذشته، سرمایه‌گذاری لازم برای تولید محصولات جدید به یک‌باره مورد نیاز نیست، لذا اگر نتایج اولیه رضایت بخش نباشد، سرمایه‌گذاری‌های بعدی کاهش می‌یابد یا انجام نمی‌شود.

برعکس در تملک، باید تمام سرمایه‌گذاری به یک‌باره و دفعتاً انجام شود. مبلغ پرداخت یک‌باره هر تملک برابر است با جریان نقدی مورد انتظار خریدار از شرکت هدف به علاوه صرف<sup>۱</sup> خریدی که به ناچار می‌باید پرداخت شود تا سایر شرکت‌کنندگان در مزایده از دور رقابت خارج شوند. بنابراین حتی اگر خریدار بتواند

1. premium

عملکرد شرکت هدف را تا آنجا ارتقا دهد که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده جذابی به دست آورد، باز هم در بیش‌تر موارد نرخ بازده شرکت تنها اندکی بیش‌تر از هزینه سرمایه آن است.

قضاوت عادلانه می‌طلبد بگوییم که تحلیل ارائه‌شده ریسک شکست را لحاظ نمی‌کند: بیش‌تر ایده‌های تولیدی شکست می‌خورند و محصولات به مرحله عرضه در بازار نمی‌رسند. هزینه ایده‌های شکست‌خورده در هنگام محاسبات اولیه لحاظ نمی‌شود. در عوض، در فرایند تملک معمولاً درآمد و جریان نقدی موجود شرکت هدف عاید شرکت خریدار می‌شود، لذا ریسک شرکت خریدار محدود می‌شود. با این همه حتی اگر ریسک شکست را در محاسبات وارد کنیم، باز هم سلسله مراتب سرمایه‌گذاری‌ها از نظر ارزش‌آفرینی تغییر نمی‌کند.

برای ارزیابی تأثیر احتمالی سرمایه‌گذاری‌ها بر بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده کل شرکت، عامل کلیدی رابطه بین رشد و این بازده است که باید در نظر گرفته شود. مثلاً، می‌دانیم برخی از شرکت‌های بسیار موفق با نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالا در ایالات متحده، اگر برای رشد شرکتی بخواهند سرمایه‌گذاری کنند که آن رشد باعث کاهش بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده می‌شود، نسبت به آن سرمایه‌گذاری رغبت ندارند. مثلاً یکی از شرکت‌های فعال در زمینه فن‌آوری را می‌شناختیم که حاشیه سود عملیاتی ۳۰ درصد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بیش از ۵۰ درصد داشت. این شرکت علاقه نداشت در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کند که بازده آن‌ها ۲۵ درصد بود زیرا می‌ترسید با این کار، بازده متوسط شرکت کاهش یابد. ولی در فصل قبل به عنوان اصل اساسی ارزش‌آفرینی آموختیم، حتی فرصت‌های با بازده ۲۵ درصد، به‌رغم کاهش میانگین بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده؛ مادامی که هزینه سرمایه را بپوشانند، خلق ارزش می‌کنند.

شواهدی گفته بالا را اثبات می‌کند. ما عملکرد ۷۸ شرکت با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالا (بیش از ۳۰ درصد) را از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۵ بررسی کردیم [۱]. شرکت‌هایی که بیش‌ترین ارزش‌آفرینی را داشتند (ارزش‌آفرینی بر اساس بازده کل سهامداران طی ۱۰ سال)، آن‌هایی بودند که با سرعت بیش‌تری رشد کرده و نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود را حفظ کرده بودند. دومین گروه از شرکت‌های ارزش‌آفرین آن‌هایی بودند که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها اندکی کاهش داشته اما سرعت بالای رشد را حفظ کرده بودند؛ آخرین گروه، شرکت‌هایی بودند که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها افزایش یافته اما سرعت رشد آن‌ها بطئی گزارش شده بود.

هم‌چنین شرکت‌هایی را هم دیده‌ایم که با وجود بازده پایین به دنبال رشد بوده‌اند زیرا تصور می‌کردند این کار موجب بهبود حاشیه سود و بازده آن‌ها می‌شود. این شرکت‌ها تصور می‌کردند که در اثر رشد، هزینه‌های

ثابت آن‌ها میان درآمدهای بیش‌تری توزیع شده و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها افزایش یابد. همان‌طور که در این فصل گفته شد، جز در مورد شرکت‌های کوچک نوپا، رشد سریع به ندرت می‌تواند مشکل بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌ها را حل کند. بازده پایین معمولاً حاکی از ساختار ضعیف صنعت (مثل شرکت‌های هواپیمایی)، مدل غلط کسب‌وکار و یا حاصل عملکرد اجرایی ضعیف است. اگر نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکتی مشکل‌دار است، تا زمانی که این مشکل حل نشده و نرخ بهبود نیافته رشد باید متوقف شود.

شواهد نیز این موضوع را اثبات می‌کند. ما عملکرد ۶۴ شرکت با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده پایین را بین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۵ بررسی کردیم. شرکت‌هایی که رشد پایینی داشتند اما بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود را افزایش داده بودند، عملکردشان بهتر از شرکت‌هایی بود که رشد سریعی داشتند اما بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود را بهبود نداده بودند.

## بقای ارزش

بقای ارزش یا ثابت ماندن ارزش پیامد تبعی این اصل اساسی است که جریان نقدی تنزیل‌شده محرک ارزش است. بقای ارزش بیانگر آن است که هر چیزی که جریان نقدی ایجاد نکند، خلق ارزش نمی‌کند. پس هر گاه ترکیب مدعیان نسبت به جریان نقدی شرکت تغییر کند، اما کل جریان نقدی در دسترس بلا تغییر بماند؛ ارزش تغییری نخواهد کرد. برای مثال وقتی شرکتی حقوق صاحبان سهام را جایگزین بدهی کند، یا برای بازخرید سهام دست به انتشار اوراق بدهی بزند، ارزش تغییری نمی‌کند. به همین منوال، اگر ترکیب ظاهری جریان‌های نقدی تغییر کند ولی جریان نقدی واقعاً تغییری نکند (مثلاً با تغییر رویه‌های حسابداری)، در این مورد نیز ارزش شرکت تغییری نمی‌کند.<sup>۱</sup> هرچند در اعتبار این اصل شک و شبهه‌ای نیست، اما می‌باید که بر این اعتبار دائماً تأکید شود زیرا کم نیستند مدیران اجرایی، سرمایه‌گذاران و دست‌اندرکارانی که دائماً این اصل را فراموش می‌کنند. مثلاً، وقتی مشاهده می‌شود برخی افراد امیدوارند با تغییر رویه حسابداری ارزش بیش‌تری از رویه دیگر خلق شود، یا وقتی فکر می‌کنند ساختار مالی موهومی

---

۱. در بعضی از موارد، شرکت می‌تواند با استفاده از بدهی بیش‌تر در ساختار سرمایه خود، هزینه سرمایه را کاهش داده و موجب افزایش ارزش شود. اما حتی در این حالت، تغییر ارزش در اثر کاهش مالیات است و هزینه سرمایه کل قبل از کسر مالیات تغییر نمی‌کند. برای توضیح بیش‌تر در این مورد به فصل ۱۸ رجوع کنید.

می‌تواند معامله‌ای معمولی را به معامله‌ای پرسود بدل کند، این‌ها همه نشان از فراموش کردن اصل بقای ارزش است.

منزعه پیرامون نحوه محاسبه اختیار معامله سهام مدیران اجرایی<sup>۱</sup> نشان می‌دهد مدیران اجرایی تا چه اندازه هنوز به اشتباه فکر می‌کنند بازار سهام از اصل بقای ارزش بی‌اطلاع است. هرچند به هنگام انتشار اختیار معامله سهام مدیران اجرایی هیچ آثار نقدی بر صورت‌های مالی مترتب نیست، اما چون در زمان اعمال<sup>۲</sup> اختیار معامله مالکیت سهامداران فعلی تعدیل می‌شود و جریان نقدی در دسترس آنان کاهش می‌یابد، صورت‌های مالی می‌باید آثار انتشار اختیار معامله را نشان دهد. در قواعد حسابداری دهه ۱۹۷۰، شرکت‌ها می‌توانستند هزینه‌های ضمنی اختیار معامله سهام مدیران اجرایی را در صورت‌های سود و زیان نشان ندهند. اما در اوایل دهه ۱۹۹۰ که اختیار معامله سهام مدیران اهمیت بیشتری یافت؛ هیئت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۳</sup> قواعد جدیدی وضع کرد که شرکت‌ها را ملزم می‌ساخت تا به هنگام انتشار اختیار معامله، هزینه‌های اختیار معامله سهام را ثبت کنند. عده زیادی از مدیران اجرایی و فعالان صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز<sup>۴</sup> فکر می‌کردند که اگر هزینه اختیار معامله‌ها وارد صورت سود و زیان شود، موجب وحشت سرمایه‌گذاران خواهد شد. و حتی برخی بر این باور بودند که کل صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز نابود می‌شود، زیرا شرکت‌های جوان نوپا که بخش عظیمی از پاداش خود را در قالب اختیار معامله ارائه می‌دهند، سودهای پایین یا منفی نشان خواهند داد.

یک دهه پس از طرح مسئله و متأسفانه بعد از ترکیدن حباب شرکت‌های اینترنتی، هیئت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا قواعد جدیدی را در سال ۲۰۰۴ وضع و منتشر کرد [۲]. به‌رغم پیش‌بینی‌های هولناک برخی از مدیران اجرایی و فعالان صنعت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز، با اجرای این قواعد جدید حسابداری، قیمت سهام شرکت‌ها هیچ تغییری نکرد، زیرا بازار از اصل بقای ارزش مطلع بوده و قبلاً هزینه اختیار معامله‌های مدیران را در ارزشیابی شرکت‌ها لحاظ کرده بود. تحلیلگری معتمد در این باره به ما این

---

#### 1. executives stock options

اختیار معامله سهام مدیران طرحی انگیزشی است که به مدیران اجازه می‌دهد در سال‌های آتی به قیمت امروز سهام شرکت را خریداری کنند.

#### 2. exercise

#### 3. Financial Accounting Standard Board ( <http://www.fasb.org> )

#### 4. venture capital

طور گفت: "چه آن‌ها در هزینه‌ها ثبت شود یا فقط در یادداشت‌های ذیل ترازنامه افشا گردد، برای من اهمیتی ندارد. در هر حال، من می‌دانم که با آن اطلاعات چه کار کنم."

در این مورد اصل بقای ارزش توضیح می‌دهد که چرا مدیران نباید نگران تأثیر نتایج حاصل از تغییر رویه حسابداری اختیار معامله‌های سهام مدیران بر قیمت سهام باشند. آن‌چه گفته شد در مورد سؤال‌های متعدد دیگری نیز کاربرد دارد: آیا تملک صرفاً به دلیل این‌که عایدی گزارش شده را افزایش می‌دهد، خلق ارزش می‌کند؟ آیا بهتر است شرکت از طریق بازخرید سهام وجوه نقد را به سهامداران بازگرداند یا از طریق پرداخت سود سهام؟ و آیا مهندسی مالی ارزش‌آفرینی می‌کند؟ در همه این موارد مدیران باید به دنبال افزایش جریان نقدی باشند به جای این‌که به ترفندهایی علاقه‌مند شوند که ارزش را میان سرمایه‌گذاران بازتوزیع می‌کند و یا سعی بر آن دارد تا نتایج عملکرد را بهتر نشان دهد. در ضمن، مدیران باید با هوشیاری با طرح‌هایی که ادعای خلق ارزش دارند برخورد کنند و تنها در صورتی که اطمینان دارند اجرای این طرح‌ها به طور شفاف اندازه‌یک ارزش را بزرگ‌تر می‌کند به آن‌ها دل ببندند. اگر نمی‌توانید منبع محسوس خلق ارزش را شناسایی کنید، احتمالاً دچار توهم شده‌اید و مطمئن باشید که بازار هم به همین منوال در مورد این سرمایه‌گذاری فکر می‌کند.

## مبانی اصل بقای ارزش

در کتاب ریچارد بریلی و استوارت مایرز<sup>۱</sup> تحت عنوان *اصول مالی شرکت‌ها*<sup>۲</sup> اصل بقای ارزش تشریح شده است [۳]. یکی از اولین کاربردهای اصل بقای ارزش را می‌توان در کار ممتاز فرانکو مودیلیانی و مرتون میلر<sup>۳</sup> یافت. این دو اقتصاددان مالی که جزو برندگان جایزه نوبل نیز هستند، در اواخر دهه ۱۹۵۰ و اوایل دهه ۱۹۶۰ این پرسش را مطرح کردند که آیا مدیران می‌توانند با تغییر ساختار سرمایه موجب افزایش قیمت سهام شوند. در سال ۱۹۵۸ آنان نشان دادند که تغییر ساختار مالکیت بدهی و حقوق صاحبان سهام نباید ارزش شرکت را تغییر دهد، مگر آن‌که این تغییر کل جریان نقدی شرکت را تغییر دهد [۴].

شرکتی را در نظر بگیرید که بدهی ندارد و جریان نقدی سالانه آن پیش از پرداخت به سهامداران ۱۰۰ دلار است. فرض کنید این شرکت به ارزشی معادل ۱,۰۰۰ دلار ارزشیابی شده است. حالا فرض کنید شرکت

1. Richard Brealey and Stewart Myres
2. Principles of Corporate Finance
3. Franco Modigliani and Merton Miller

۲۰۰ دلار استقراض کرده و آن را به سهامداران به شکل سود سهام یا بازخرید سهام پرداخت می‌کند. طبق اصل اساسی ارزشیابی و اصل بقای ارزش، ارزش شرکت هنوز همان ۱,۰۰۰ دلار است که ۲۰۰ دلار آن متعلق به اعتباردهندگان و ۸۰۰ دلار آن متعلق به سهامداران می‌باشد، زیرا جریان نقدی در دسترس برای پرداخت به سهامداران و اعتباردهندگان همچنان ۱۰۰ دلار است.

اما در اکثر کشورها استقراض، جریان نقدی را تغییر می‌دهد، زیرا بهره حاصل از استقراض جزو مخارج مالیات‌کاه<sup>۱</sup> است. از این رو استقراض، کل مالیات پرداخت‌شده شرکت را کاهش داده و در نتیجه جریان نقدی در دسترس برای پرداخت به سهامداران و اعتباردهندگان افزایش می‌یابد. علاوه بر این، شاید بدهی سبب شود تا مدیران بیش‌تر تلاش کنند (زیرا برای بازپرداخت به‌موقع بدهی باید وجه نقد در دسترس داشته باشند) و در نتیجه موجب افزایش جریان نقدی شرکت شود. ولی از طرف مقابل، وقتی شرکت بدهی داشته باشد، به هنگام وقوع فرصت‌های جذاب سرمایه‌گذاری، فرایند افزایش سرمایه برای مدیران دشوار شده و در نتیجه از این حیث، بدهی موجب کاهش جریان نقدی می‌شود. مسئله صرفاً جابه‌جایی بدهی و حقوق صاحبان سهام نیست، بلکه این جابه‌جایی فقط زمانی حائز اهمیت است که در اثر کاهش مالیات یا تغییر در تصمیمات مدیریت، موجب افزایش جریان نقدی شرکت شود.

در همین راستا دانشگاهیان علوم مالی در دهه ۱۹۶۰ ایده بازارهای کارا<sup>۲</sup> را پرورش دادند. گرچه در دهه گذشته بویژه بعد از ترکیدن حساب شرکت‌های اینترنتی و حباب مستغلات، معنا و اعتبار بازار کارا زیر سؤال رفته، اما حداقل یکی از الزامات بازارهای کارا همچنان پا برجاست: هر گاه شرکت‌ها اقداماتی را صورت دهند تا بدون افزایش جریان نقدی سود حسابداری گزارش‌شده را افزایش دهند، بازار سهام به‌سادگی فریب آن‌ها را نمی‌خورد. عکس‌العمل بازار نسبت به تغییر در رویه حسابداری اختیار معامله‌های سهام کارکنان مثالی از همین امر است که در بالا شرح داده شد. مثالی دیگر حذف استهلاک سرقفلی<sup>۳</sup> است که هیئت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا از سال ۲۰۰۲ و هیئت استانداردهای حسابداری بین‌المللی<sup>۴</sup> از سال ۲۰۰۵ این قاعده را مؤثر دانست و در پی آن بسیاری از شرکت‌ها گزارش افزایش سود دادند، ولی ارزش و قیمت سهام آن شرکت‌ها تغییر نکرد، زیرا این تغییر رویه حسابداری تأثیری بر جریان نقدی آن‌ها نداشت. شواهد مستحکمی

- 
1. tax deductible
  2. efficient markets
  3. goodwill amortization
  4. International Accounting Standard Board (<http://www.ifrs.org>)

وجود دارد که نشان می‌دهد بازار فریب اقدامات بی‌تأثیر بر جریان نقدی را نمی‌خورد. در فصل ۱۶ به این موضوع خواهیم پرداخت.

## مفاهیم مدیریتی

اصل بقای ارزش اصل بسیار مفیدی است که نشان می‌دهد به هنگام تحلیل احتمال خلق ارزش در اقدامات مختلف فقط باید به دنبال تأثیر آن اقدام بر جریان نقدی باشیم. این اصل در دامنه وسیعی از تصمیمات مهم کسب‌وکار به کار می‌رود از جمله خط‌مشی‌های حسابداری (فصل ۱۶)، تملک (فصل ۲۱)، تصمیم‌گیری در مورد سبد کسب‌وکارهای شرکت (فصل ۱۹)، سیاست پرداخت سود سهام (فصل ۲۳) و ساختار سرمایه (باز هم فصل ۲۳). در این قسمت به سه مثال مفید از کاربرد اصل بقای ارزش اشاره می‌کنیم که عبارت‌اند از بازخرید سهام، تملک و مهندسی مالی.

**بازخرید سهام** بازخرید سهام به روش رایج شرکت‌ها برای بازگرداندن وجوه نقد به سرمایه‌گذاران بدل شده است (برای اطلاعات بیشتر تر به فصل ۲۳ رجوع کنید). تا اوایل دهه ۱۹۸۰، بیش از ۹۰ درصد کل مبالغ توزیع‌شده میان سهامداران شرکت‌های بزرگ ایالات متحده از طریق سود سهام انجام می‌شد و بازخرید سهام کم‌تر از ۱۰ درصد کل پرداخت به سهامداران بود، اما از سال ۱۹۹۸ به بعد حدود ۵۰ تا ۶۰ درصد کل مبالغ از طریق بازخرید سهام توزیع شده است [۵]. آن‌چه اشاره رفت منحصراً به اقتصاد امریکا مربوط است و حتی در مورد کسب‌وکارهای اروپایی صادق نیست. در ایران نیز هنوز از ابزار بازخرید سهام استفاده نشده است و کل پرداخت شرکت‌ها به سهامداران به شکل سود سهام نقدی یا سهمی است.

برای این‌که معلوم شود آیا بازخرید سهام خلق ارزش می‌کند یا خیر، باید آن را با سایر کاربردهای وجوه نقد مقایسه کنید. به عنوان مثال، فرض کنید شرکتی برای بازخرید ۱۰ درصد از سهام خود ۱۰۰ دلار استقراض می‌کند. در ازای هر ۱۰۰ دلار سهام بازخریدشده، فرضاً شرکت باید ۶ درصد بهره بدهی جدید را بپردازد. بعد از ۳۵ درصد صرفه‌جویی مالیاتی<sup>۱</sup>، کل عایدی شرکت معادل ۳/۹۰ دلار کاهش می‌یابد. اما تعداد سهام شرکت نیز ۱۰ درصد کاهش یافته است و لذا عایدی هر سهم (EPS) حدود ۵ درصد افزایش می‌یابد.

بدون این‌که شرکت کار سترگی انجام دهد، عایدی هر سهم ۵ درصد افزایش یافته است که به نظر شرکت معامله خیلی خوبی است! اگر فرض کنیم نسبت قیمت به عایدی (P/E) شرکت تغییر نکند آن‌گاه ارزش

1. tax saving

بازار هر سهم نیز ۵ درصد افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر، شما از هیچ، چیزی به دست آورده‌اید که همان عایدی بالاتر هر سهم و نسبت قیمت به عایدی ثابت است.

متأسفانه این پدیده با اصل بقای ارزش سازگار نیست، زیرا کل جریان نقدی کسب‌وکار افزایش نیافته است. گرچه عایدی هر سهم شرکت ۵ درصد افزایش یافته، اما بدهی شرکت نیز افزایش یافته است. با افزایش اهرم، جریان نقدی حقوق صاحبان سهام شرکت تلاطم بیش‌تری خواهد داشت و لذا سرمایه‌گذاران توقع بازده بالاتری دارند. در نتیجه، نسبت قیمت به عایدی شرکت پایین می‌آید و افزایش عایدی هر سهم را خنثی می‌کند.

هر چند بازخرید جریان نقدی را افزایش نمی‌دهد، اما با این وجود برخی به درستی استدلال کرده‌اند که بازخرید سهام می‌تواند مانع آن شود که مدیریت، وجوه نقد موجود را در پروژه‌های کم بازده سرمایه‌گذاری کند. اگر این گفته درست باشد و احتمال آن باشد که مدیریت پول‌های اضافی را نابخردانه سرمایه‌گذاری کند، آن‌گاه می‌توان گفت بازخرید واقعاً یکی از منابع ارزش‌آفرینی است، زیرا در این صورت جریان نقدی عملیاتی شرکت افزایش خواهد یافت. به بیان دیگر، هر گاه احتمال زیادی وجود داشته باشد که جریان نقدی شرکت با بازده پایین سرمایه‌گذاری شود، بازخرید سهام تاکتیک مناسبی برای اجتناب از تخریب ارزش است.

برخی استدلال می‌کنند مدیریت باید زمانی اقدام به بازخرید سهام کند که سهام شرکت دون ارزش<sup>۱</sup> باشد. فرض کنید مدیریت معتقد است قیمت فعلی سهام پتانسیل واقعی شرکت را نشان نمی‌دهد و از این رو امروز اقدام به بازخرید سهام می‌کند. یک سال بعد، قیمت بازار تعدیل می‌شود و انتظارات مدیریت را انعکاس می‌دهد. آیا در این میان ارزشی خلق شده است؟ باز هم جواب منفی است. ارزش خلق نشده بلکه فقط از گروهی از سهامداران (آنان که فروخته‌اند) به گروهی دیگر انتقال یافته که سهام خود را نفروخته‌اند. پس، شاید سهامدارانی که سهام خود را نگه داشته‌اند منفعت برده باشند، اما ارزشی برای کل سهامداران خلق نشده است. در هنگامی که ارزش سهام کم‌تر از ارزش ذاتی است، شاید بازخرید سهام برای سهامدارانی خوب باشد که سهام خود را نمی‌فروشند، ولی مطالعات صورت‌گرفته دربارهٔ بازخرید سهام نشان داده که شرکت‌ها در زمان‌بندی این امر چندان موفق نیستند و معمولاً زمانی بازخرید می‌کنند که قیمت سهام آن‌ها بالاست و نه پایین.

---

1. undervalued



اصولاً در معاملاتی (مثل باز خرید سهام) که با افزایش عایدی هر سهم (EPS) به ظاهر خلق ارزش می‌شود، مدیران اجرایی باید محتاط عمل کنند. در این شرایط همیشه باید از خود بپرسند: "منشأ ارزش آفرینی کجاست؟" به عنوان مثال برخی از شرکت‌هایی که مخارج تحقیق و توسعه‌ای هنگفتی داشتند، می‌خواستند از طریق ایجاد مشارکت‌های عملی<sup>۱</sup> پیچیده، این مخارج را از صورت‌های خود خارج کرده و به شرکای خود انتقال دهند. آن‌ها امیدوار بودند بدین ترتیب بخشی از مخارج تحقیق و توسعه را کاهش دهند که موجب افت عایدی هر سهم (EPS) می‌شود. ولی آیا مشارکت عملی می‌توانست با افزایش عایدی هر سهم در کوتاه مدت خلق ارزش کند؟ خیر، در واقع شاید حتی ارزش را هم تخریب کند، زیرا با این کار شرکت پتانسیل مثبت تحقیق و توسعه (و قطعاً ریسک آن) را به شرکای خود انتقال می‌دهد.

**تملک** در فصل ۲۱ تملک به تفصیل بررسی می‌شود، ولی در این جا به بیان این موضوع بسنده می‌کنیم که تملک تنها در صورتی خلق ارزش می‌کند که ترکیب جریان نقدی دوشرکت؛ در اثر کاهش هزینه‌ها، تسریع رشد درآمد، یا استفاده بهتر از سرمایه ثابت و سرمایه در گردش افزایش پیدا کند.

وقتی شرکت جانسون اند جانسون<sup>۲</sup> در اواخر سال ۲۰۰۶ کسب و کار پفایزرز<sup>۳</sup> (که در زمینه مواد مصرفی سلامت فعالیت دارد) را به قیمت ۱۶ میلیارد دلار خرید، بلافاصله اظهار کرد ترکیب این دو شرکت سالانه ۶۰۰ میلیون دلار از هزینه‌ها را کاهش می‌دهد. این صرفه‌جویی با موفقیت تحقق یافت و مجموع سود عملیاتی شرکت جانسون اند جانسون و سود بخش مواد مصرفی شرکت پفایزرز تا ۳۰ درصد افزایش یافت (ارزش فعلی<sup>۴</sup> این صرفه‌جویی معادل ۵ تا ۶ میلیارد دلار بود). با در نظر گرفتن این ارقام، صرفه‌جویی در هزینه‌ها که در اثر این ادغام حاصل شد، یک سوم قیمت خرید آن را جبران کرد و بدین ترتیب احتمالاً این تملک ارزش خلق می‌کرد.

در مورد مثالی از تسریع درآمد هم به سراغ شرکت جانسون اند جانسون می‌رویم. شرکت جانسون اند جانسون در سال ۱۹۹۴ شرکت نوتروژنا<sup>۵</sup> (تولیدکننده محصولات مراقبت از پوست) را به قیمت ۹۲۴ میلیون دلار

- 
1. joint venture
  2. Johnson & Johnson (<http://www.jnj.com>)
  3. Pfizer's (<http://www.pfizer.com>)
  4. present value
  5. Neutrogena (<http://www.neutrogena.com>)

خرید. شرکت جانسون اند جانسون توانست با تولید محصولات جدید و توسعه توأمان نام‌ونشان تجاری نوتروژنا در خارج از ایالات متحده، فروش شرکت نوتروژنا را از ۲۸۱ میلیون دلار به ۷۷۸ میلیون دلار در سال ۲۰۰۲ ارتقا دهد. شکل ۷-۲ محصولات را نشان می‌دهد که شرکت جانسون اند جانسون با نام‌ونشان تجاری نوتروژنا به بازار معرفی کرد.

مؤلفه یکسان هر دو تملک بالا، نه تغییر حاشیه سود، بلکه بهبود قابل ملاحظه عملکرد شرکت بود؛ بگذریم که بعضاً شاهد برخی تملک‌هایی هستیم که توجیه اقتصادی بودن آن‌ها به شعبه می‌ماند.

به عنوان مثال، فرض کنید بر اساس جریان نقدی مورد انتظار، ارزش شرکت "الف" ۱۰۰ دلار و ارزش شرکت "ب" ۵۰ دلار است. شرکت "الف" با پرداخت ۵۰ دلار شرکت "ب" را می‌خرد و برای شرکت جدید "الف/ب" سهام منتشر می‌کند. برای سادگی، فرض کنید انتظار می‌رود مجموع جریان نقدی افزایش پیدا نکند. با این مفروضات، ارزش شرکت جدید "الف/ب" چه قدر است؟

بلافاصله پس از تملک، هر دو شرکت مثل گذشته‌اند و جریان نقدی مورد انتظار هر دو شرکت هم مثل گذشته است؛ سهامداران دو شرکت نیز همچنان مالک سهام شرکت ادغام‌شده‌اند. پس ارزش شرکت "الف/ب" باید ۱۵۰ دلار باشد که ۱۰۰ دلار آن متعلق به سهامداران شرکت "الف" و ۵۰ دلار آن متعلق به سهامداران شرکت "ب" می‌باشد.

هرچند واقعیت موضوع روشن است، ولی برخی مدیران و حرفه‌ای‌های مالی ارزشی مزاد در این معامله می‌بینند. فرض کنید عایدی مورد انتظار شرکت "الف" در سال آتی ۵ دلار باشد، پس نسبت قیمت به عایدی آن ۲۰ برابر است؛ اگر عایدی مورد انتظار شرکت "ب" در سال آتی ۳ دلار باشد، پس نسبت قیمت به عایدی آن ۱۶/۷ برابر است. در این صورت نسبت قیمت به عایدی شرکت "الف/ب" چند برابر است؟ بر اساس رویکرد متداول، ارزش شرکت "الف/ب" معادل ۱۵۰ دلار باقی می‌ماند. عایدی شرکت ادغام‌شده ۸ دلار خواهد بود، لذا نسبت قیمت به عایدی آن حدود ۱۸/۸ برابر است، یعنی رقمی مابین نسبت‌های قیمت به عایدی دو شرکت "الف" و "ب". ولی همین جاست که به زعم عده‌ای معجزه اتفاق می‌افتد: بسیاری از مدیران اجرایی و بانکداران باور دارند وقتی شرکت "الف" شرکت "ب" را خرید، بازار سهام از نسبت قیمت به عایدی شرکت "الف" (۲۰ برابر) برای بیان عایدی شرکت "ب" استفاده می‌کند. به عبارت دیگر، وقتی شرکت "ب" توسط شرکت "الف" خریداری شد، عایدی آن ارزش بیشتری خواهد داشت. با این طرز فکر، ارزش شرکت "الف/ب" معادل ۱۶۰ دلار خواهد بود، یعنی ارزش ترکیبی دو شرکت ۱۰ دلار افزایش می‌یابد.

سال راه اندازی			راه اندازی محصول جدید
۲۰۰۲-۲۰۰۰	۱۹۹۹-۱۹۹۷	۱۹۹۶-۱۹۹۴	مردانه
<ul style="list-style-type: none"> <li>خط تولید کامل مردانه</li> <li>خط تولید "درماتولوژیست دیولوپد"</li> </ul>			آرایشی
	<ul style="list-style-type: none"> <li>خط تولیدی جدید با نامونشان تجاری "کلین"</li> </ul>		محصولات مرتبط با مو
<ul style="list-style-type: none"> <li>نامونشان تجاری "هلثی دیفنس"</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ضدآفتاب شفاف</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ضدآفتاب نچسب</li> <li>ضدآفتاب مخصوص دست</li> </ul>	ضدآفتاب
	<ul style="list-style-type: none"> <li>نامونشان تجاری "بادی کلیر"</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>نامونشان تجاری "رین بٹ" (راه اندازی مجدد)</li> <li>نام نامونشان تجاری "نروژین فرمولا" مخصوص کرم پا</li> </ul>	محصولات مراقبت از بدن
	<ul style="list-style-type: none"> <li>ضدجوش چندویتامینه</li> <li>ضدجوش بدون روغن</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ضدجوش با نامونشان تجاری "آن ده اسپات"</li> </ul>	محصولات مراقبت از صورت
<ul style="list-style-type: none"> <li>نامونشان تجاری "ویزیلی فرم"</li> <li>نامونشان تجاری "اسکین کلینینگ"</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>محصولات نرم کننده، مخصوص شب</li> <li>نامونشان تجاری "اکسترا جنتل"</li> <li>نامونشان تجاری "پور ریفاینینگ"</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>نامونشان تجاری "هلثی اسکین کیر"</li> <li>محصولات ضدلک با نامونشان تجاری "دیپ کلین، دیپ پور"</li> </ul>	نرم کننده شوینده

مأخذ: تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک کینزی

حتی برای توصیف این معجزه از اصطلاح خاصی استفاده می کنند: "افزایش ضریب" در ایالات متحده یا "بازنرخ گذاری" در بریتانیا. یعنی ضریب قیمت سهام به عایدی شرکت "ب" افزایش یافته و به ضریب شرکت "الف" می رسد. علت این پدیده این طور توجیه می شود که احتمالاً بازار متوجه نیست که ارزش عایدی جدید اضافه شده به شرکت "الف"، کم تر از عایدی قبلی خود شرکت است. در این استدلال فرض می شود عایدی شرکت "ب" اکنون کاملاً با عایدی شرکت "الف" ترکیب شده و بازار قادر نیست تفاوت آن دو را تمیز دهد.

1. multiple expansion

2. rerating

روی دیگر توهم افزایش ضریب به نحوی دیگر بیان می‌شود؛ فرض کنید شرکت "ب" شرکت "الف" را می‌خرد. این استدلال را شنیده‌ایم که چون شرکتی با نسبت قیمت به عایدی پایین‌تر شرکتی دیگر را با نسبت قیمت به عایدی بالاتر می‌خرد، آن شرکت وارد کسب‌وکارهایی می‌شود که رشد بیش‌تری دارد. رشد بیش‌تر معمولاً خوب است و لذا نظریه جدید این طور ارائه می‌شود: از آن‌جا که شرکت "ب" در حال تسریع رشد خود است، پس نسبت قیمت به عایدی آن افزایش می‌یابد.

اگر افزایش ضریب واقعیت داشت، آنگاه همه تملک‌ها باید خلق ارزش می‌کردند، زیرا همواره عایدی شرکتی که نسبت قیمت به عایدی پایین‌تر داشت افزایش یافته و به نسبت قیمت به عایدی شرکت دیگر می‌رسید، فارغ از این که کدام یک خریدار دیگری بودند. ولی هیچ داده‌ای در تأیید این مغلطه وجود ندارد. شاید افزایش ضریب به ظاهر نکته مثبتی باشد ولی اساساً راهی نادرست برای توجیه تملک‌هایی است که منافع مشهود ندارد.

این موضوع پیچیده‌ای نیست که رهبران شرکت‌ها آن را نفهمند. پس، اصلاً چرا ما در مورد چنین مغلطه‌های آشکاری بحث می‌کنیم؟ پاسخ این‌جا است که شرکت‌ها معمولاً از این منطق غلط برای توجیه تملک‌ها استفاده می‌کنند. ولی ما راهکار جایگزین ساده‌ای را به آنان پیشنهاد می‌دهیم: اگر نمی‌توانید منشأ مشخصی برای افزایش جریان نقدی شناسایی کنید، بدین‌دلیلی که بازار سهام فریب نخواهد خورد.

**مهندسی مالی** حوزه دیگری که در آن اصل بقای ارزش حائز اهمیت است، مهندسی مالی است که متأسفانه هیچ تعریف استانداردی از آن وجود ندارد. دانشگاه کرنل<sup>۱</sup> پیشنهاد می‌کند این گونه به مهندسی مالی نگاه کنیم: "طراحی، تحلیل و ساخت قراردادهای مالی به منظور دستیابی به اهداف بنگاه‌های اقتصادی." ما برای نیل به مقصود خود تعریف گسترده‌تری از مهندسی مالی ارائه می‌دهیم: به کارگیری ابزارها و ساختارهای مالی به جای استفاده از اشکال معمول بدهی و حقوق صاحبان سهام جهت مدیریت ساختار سرمایه و موقعیت ریسک شرکت‌ها.

مهندسی مالی می‌تواند شامل استفاده از ابزار مشتقه، بدهی ساختاریافته<sup>۲</sup>، انتشار اوراق بهادار و تأمین مالی خارج از ترازنامه<sup>۳</sup> باشد. شاید برخی از این کارها ارزش واقعی خلق کند، ولی بیش‌تر آن‌ها چنین نیستند. با

---

1. Cornell University (<http://www.cornell.edu/>)

2. structured debt

3. off-balance sheet financing

این حال، تأثیر موهوم کوتاه‌مدت مهندسی مالی فاقد ارزش افزوده هم‌چنان انگیزه‌ای قوی است تا برخی شرکت‌ها بدان مبادرت ورزند.

بسیاری از شرکت‌های بزرگ هتل‌داری در ایالات متحده، مالک بیش‌تر هتل‌های تحت مدیریت خود نیستند. در عوض، شرکت‌های دیگری مالک هتل‌ها هستند که معمولاً ساختار شرکت تضامنی<sup>۱</sup> یا صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات<sup>۲</sup> دارند. در ایالات متحده شخصیت حقوقی شرکت‌های تضامنی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات، برعکس شرکت‌های سهامی، مالیات بر درآمد<sup>۳</sup> نمی‌پردازند و مالیات فقط به مالکان این نهادها تعلق می‌گیرد. از این رو، در ایالات متحده هتل‌ها در قالب شرکت‌های تضامنی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات شکل گرفته‌اند و در نتیجه کل لایه مالیات بر شرکت‌ها حذف می‌شود. این روش جداسازی مالکیت از عملیات، کل مالیات بر درآمد پرداخت‌شده به دولت را کاهش می‌دهد و سرمایه‌گذاران شرکت‌های مالک و بهره‌بردار<sup>۴</sup> مجموعاً ثروتمندتر می‌شوند، زیرا مجموع جریان نقدی آن‌ها بالاتر می‌رود. این مثالی از مهندسی مالی است که با افزایش جریان نقدی، ارزش واقعی خلق می‌شود.

برعکس، به عنوان مثالی در نقد مهندسی مالی، تعهدات با پشتوانه بدهی‌ها<sup>۵</sup> را در نظر بگیرید که منجر به بروز بحران مالی سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۰۷ شد. این ابزار بر مفهومی پرارزش استوار بود که چون به افراط گرایید تقریباً تمام بازارهای مالی جهان را ویران کرد.

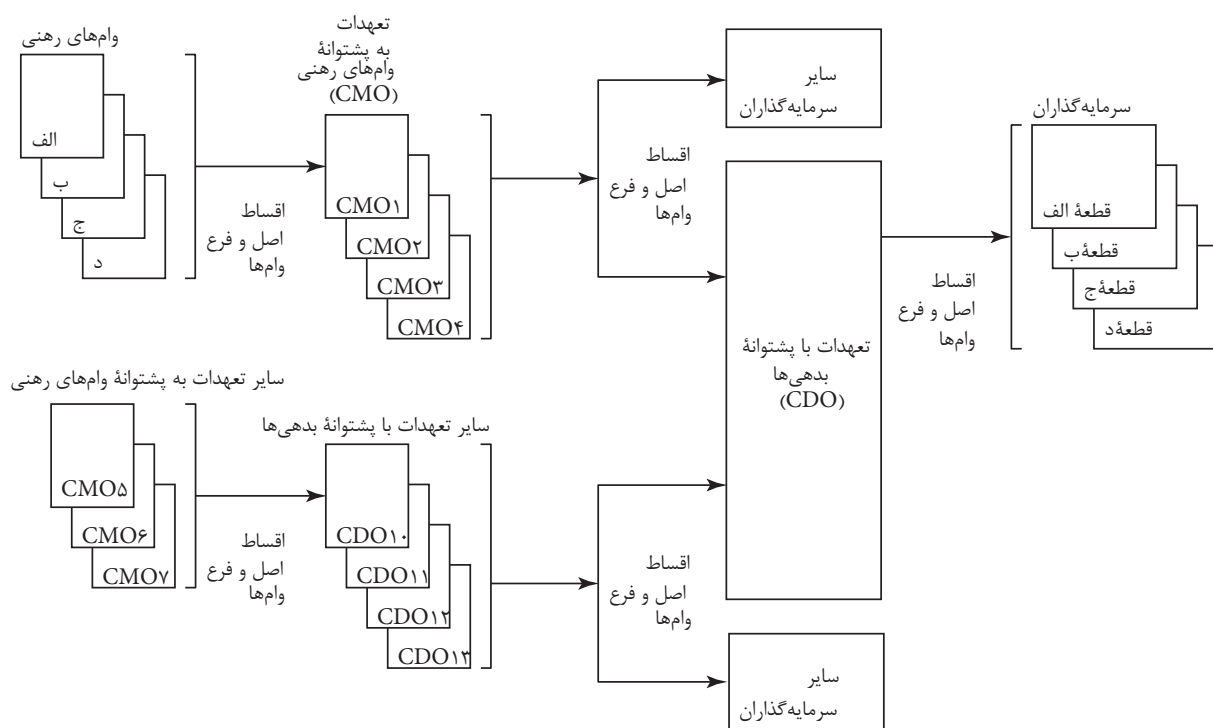
در این جا توضیح می‌دهیم که تعهدات با پشتوانه بدهی‌ها چه نوع تعهداتی است. ابتدا بانی<sup>۶</sup> تعهدات با پشتوانه بدهی (معمولاً بانک‌ها) شخصیت حقوقی جدیدی به نام شرکت واسط<sup>۷</sup> تأسیس کرده و شرکت واسط واسط مقادیر زیادی وام خریداری می‌کند. این وام‌ها می‌تواند شامل وام شرکتی<sup>۸</sup>، وام رهنی<sup>۹</sup> و یا حتی سایر

1. partnership
2. real estate investment trust (REIT)
3. income taxes
4. operating company
5. collateralized debt obligation (CDO)
6. sponsor
7. special-purpose vehicle (SPV)
8. corporate loan
9. mortgage loan

سایر تعهدات با پشتوانه بدهی‌ها باشد. آن‌گاه شرکت واسط تازه‌تأسیس خود اوراق بدهی‌ای منتشر می‌کند که اصل و فرع آن از محل جریان‌های نقدی حاصل از وام‌های موجود در شرکت واسط پرداخت می‌شود.

شکل ۸-۲ جریان‌های نقدی تعهدات به پشتوانه را نشان می‌دهد. در بخش بالای شکل از چپ به راست ملاحظه می‌کنیم که صاحب‌خانه بهره و اصل وام خود را به شرکت خدمات رهنی<sup>۱</sup> می‌پردازد و آن شرکت این وجوه را به شرکت واسطی منتقل می‌کند که تعهدات به پشتوانه وام‌های رهنی<sup>۲</sup> را منتشر کرده است. این نهاد اصل و بهره وام‌ها را به سرمایه‌گذاران خود منتقل می‌کند. شاید یکی از نهادهای ارائه‌دهنده تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها خود جزو این سرمایه‌گذاران باشد؛ در این صورت، این نهاد اصل و بهره وام‌ها را به سرمایه‌گذاران متعدد تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها پرداخت می‌کند. ولی اگر سرمایه‌گذاران مستقیماً مالک وام‌ها و اوراق بهادار بودند حتماً جریان

شکل ۸-۲ جریان نقدی تعهدات با پشتوانه بدهی‌ها



1. mortgage servicer

2. collateralized mortgage obligation (CMO)

نقدی دریافتی آن‌ها بیش‌تر می‌شد، زیرا به خاطر کارمزدها<sup>۱</sup> و هزینه‌های معاملات، کل جریان نقدی صاحبان تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها حتماً کم‌تر از جریان نقدی وام‌های پایه است.

یکی از منافع کلیدی تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها این است که به بانک‌ها اجازه می‌دهد تا با فروش دارایی‌های خود به سرمایه‌گذاران (از طریق تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها) این دارایی‌ها را از ترازنامه‌های خود حذف کنند، و در نتیجه بخشی از سپرده‌ها و سرمایه صاحبان سهام<sup>۲</sup> بانک برای اعطای وام جدید آزاد می‌شود. با افزایش تعداد وام‌ها، کارمزد معاملات بیش‌تری دریافت شده و جریان نقدی بانک افزایش می‌یابد. تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها به مدت ۲۰ سال نقش مثبتی ایفا کردند و درست همان کاری را کردند که بنا بود انجام دهند. تعهدات به پشتوانه بدهی‌های اولیه تجمیعی از وام‌های رهنی مسکن بودند که به بانک‌ها اجازه دادند وام رهنی اعطا کنند و سپس آن وام‌ها را از دفاتر حسابداری خود خارج کرده و به فروش رسانند تا بتوانند وام‌های بیش‌تری اعطا کنند.

ولی تعهدات به پشتوانه بدهی‌هایی که در سال‌های ۲۰۰۵ و ۲۰۰۶ منتشر شدند تفاوت‌های بنیادی با شکل اولیه داشتند و با مشکل همراه بودند. برعکس تعهدات به پشتوانه بدهی‌های اولیه، تعهدات جدید به طرز خاصی پیچیده و غیرشفاف بودند. مثلاً تعهدات به پشتوانه بدهی‌های جدید گاه‌ها شامل قسمتی از تعهدات به پشتوانه وام‌های منتشرشده قدیمی بودند. بدین ترتیب این محصولات جدید مثل لانه‌های پرندگان در هم تنیده بودند. همان‌طور که تصویر طراحی‌شده توسط اشرف<sup>۳</sup> (که در شکل ۸-۲ نمایش داده شده) نیز این موضوع را نشان می‌دهد. حتی پیچیده‌ترین سرمایه‌گذاران و بانک‌ها هم نمی‌توانستند ریسک این محصولات را ارزیابی کنند. در عوض، سرمایه‌گذاران برای ارزیابی این اوراق بهادار به مؤسسات رتبه‌بندی<sup>۴</sup> متکی بودند که دسترسی بیش‌تری از سرمایه‌گذاران به اطلاعات محصولات اعتباری داشتند. مشکل این‌جا بود که مؤسسات رتبه‌بندی در قبال خدمات رتبه‌بندی خود کارمزدهای کلانی از بانک‌ها (چه خریدار و چه فروشنده تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها) می‌گرفتند و مایل نبودند بانک‌ها این کسب‌وکار پردرآمد را به دیگران بسپارند. مؤسسات رتبه‌بندی که خود هیچ پولی در این وسط نمی‌گذاشتند، به بسیاری از این اوراق بهادار رتبه بسیار

1. fee

2. equity capital

3. M. C. Escher

4. rating agency

امن AA یا AAA داده بودند. در این فرایند پرطمطراق، تجمیعی از وام‌های دون‌اعتبار<sup>۱</sup> پریسک در قالب اوراق بهادار با رتبه AAA ارائه شد. ولی آن چه اصل بقای ارزش را خدشه‌دار می‌کرد این بود که ریسک و جریان نقدی واقعی وام‌های دون‌اعتبار هرگز تغییر نیافته بود، زیرا صرف تبدیل وام به اوراق بهادار نمی‌توانست کل ریسک تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها را کاهش دهد.

وقتی در سال ۲۰۰۶، صاحب‌خانه‌های متعهد وام‌های رهنی دون‌اعتبار دیگر استطاعت پرداخت اقساط وام خود را نداشتند و دچار نکول شدند، قیمت مسکن افت کرد. آن‌گاه سرمایه‌گذاران متوجه شدند ریسک تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها و تعهدات به پشتوانه وام‌های رهنی بیش از آن بوده که تصور می‌کردند. پس به سرعت به فروش سرمایه‌گذاری خود اقدام کردند. طولی نکشید که فروش این اوراق غیرممکن شد. از طرفی سرمایه‌گذاران و بانک‌های دارنده این اوراق بهادار در بسیاری از موارد آن‌ها را با بدهی‌های کوتاه‌مدت تأمین مالی کرده بودند که هر ماه یا هر فصل (یا بعضاً هر روز) باید وام جدیدی دریافت می‌شد. با مشاهده افت ارزش وثیقه‌ها (تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها یا تعهدات به پشتوانه وام‌های رهنی) اعتباردهندگان به این سرمایه‌گذاران در سررسید بدهی کوتاه‌مدت آن‌ها از تأمین مالی مجدد سر باز زدند. بانک‌ها و سرمایه‌گذاران مالک این اوراق چاره‌ای نداشتند جز این که آتش به مال خود بزنند، اوراق را به مفت بفروشند و از این کسب‌وکار خارج شوند یا از طرح نجات مالی دولت کمک بگیرند.

شاید بپرسید چرا بانک‌ها تا این اندازه در معرض ریسک این اوراق قرار گرفتند. مگر قرار نبود آن‌ها فقط تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها را تولید کنند، به دیگران واگذار کنند و خود در آن‌ها سرمایه‌گذاری نکنند؟ ولی آن‌ها از حول حلیم سود در دیگ افتادند و خود در این اوراق سرمایه‌گذاری می‌کردند. در واقع، وقتی بازار برگشت، بانک‌ها از سه گروه موجودی‌های پریسک آسیب دیدند: وام‌هایی که هنوز نتوانسته بودند آن‌ها را در قالب اوراق بهادار بسته‌بندی کنند، وام‌هایی را که نتوانسته بودند پس از تجمیع و بسته‌بندی به فروش رسانند و تعهدات به پشتوانه بدهی‌های بلندمدتی که برای خود نگاه داشته بودند، زیرا فکر می‌کردند می‌توانند این اوراق را با دریافت وام‌های کوتاه‌مدت ارزان تأمین مالی کرده و از این طریق سود کنند.

گاهی اوقات بانک‌ها تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها را با این ادعا عرضه می‌کردند که این اوراق برای سرمایه‌گذاران فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتری به ارمغان می‌آورد. البته اگر موشکافی کنیم متوجه می‌شویم این استدلال‌ها درست نبود. ادعای آن‌ها این بود که سرمایه‌گذاران تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها را دوست

---

1. subprime loans



داشتند زیرا ثمر<sup>۱</sup> آن‌ها بیش از سایر اوراق بهادار با اعتبار مشابه است. به بیان دیگر، ثمر اوراق تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها با رتبه AA بیش‌تر از اوراق قرضه شرکت‌های با رتبه AA بود. ولی اگر رتبه این تعهدات به پشتوانه بدهی‌ها با اوراق قرضه شرکتی یکسان بود، پس چرا ثمر بیش‌تری می‌داد؟ با نگاه به گذشته ما به این پاسخ رسیدیم که آن‌ها پرریسک‌تر بودند؛ حتی اگر مؤسسات رتبه‌بندی نمی‌دانستند که آن‌ها پرریسک‌تراند، بازار می‌دانست و متوجه این توهم شده بود.

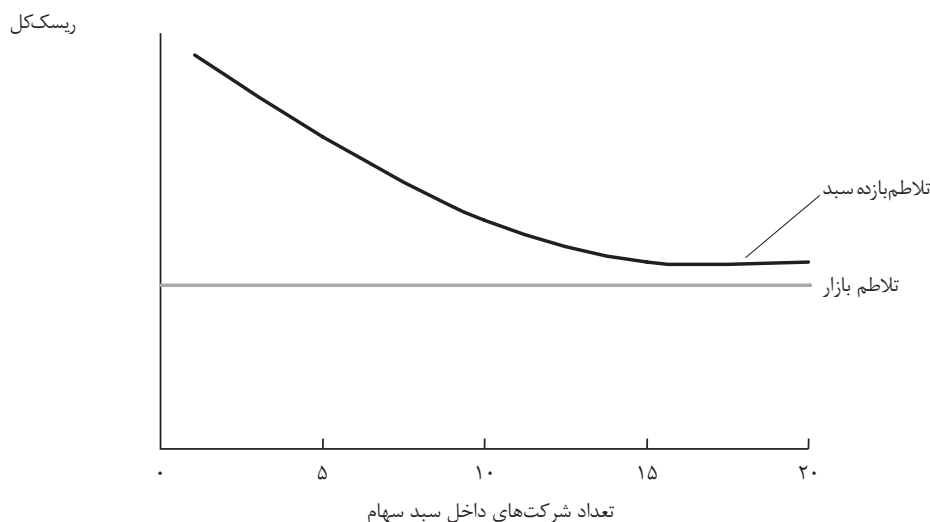
## ریسک و ارزش آفرینی

جریان نقدی آتی هر شرکت نامعلوم و در نتیجه با ریسک توأم است، لذا در تکمیل بحث ارزش آفرینی، باید شرح دهیم که ریسک چه طور بر ارزش تأثیر می‌گذارد. ریسک هم از طریق هزینه سرمایه شرکت (قیمت ریسک) وارد فرایند ارزشیابی می‌شود و هم به واسطه عدم اطمینان درباره جریان نقدی آتی. از این رو مدیران و سرمایه‌گذاران باید به ریسک جریان نقدی توجه ویژه‌ای داشته باشند.

### قیمت ریسک

سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آتی شرکت را پیش‌بینی می‌کنند، اما شاید جریان نقدی آتی شرکت با پیش‌بینی آن‌ها متفاوت باشد و لذا سرمایه‌گذاران متحمل ریسک می‌شوند. سرمایه‌گذاران در قبال این ریسک از شرکت قیمتی می‌ستانند که همان هزینه سرمایه است. هزینه سرمایه هر شرکت در واقع حداقل بازدهی است که سرمایه‌گذاران توقع دارند در ازای سرمایه‌گذاری در آن شرکت به دست آورند. به این خاطر است که دو اصطلاح *بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران*<sup>۲</sup> و *هزینه سرمایه*<sup>۳</sup> اصطلاحاتی یکسان هستند. هزینه سرمایه را نرخ تنزیل<sup>۴</sup> نیز می‌نامند، زیرا هنگام محاسبه ارزش فعلی سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آتی با این نرخ تنزیل می‌شود تا انعکاسی از مبلغی باشد که باید به سرمایه‌گذاران پرداخت شود.

1. yield
2. expected return to investors
3. cost of capital
4. discount rate



متوسط هزینه حقوق صاحبان سهام یا قیمتی که سرمایه‌گذاران در ازای ریسک خود می‌ستانند، در اواخر سال ۲۰۰۹ برای شرکتهای بزرگ غیرمالی حدود ۹ درصد بود و هزینه حقوق صاحبان سهام برای بیش‌تر شرکتهای بزرگ در دامنه ۸ تا ۱۰ درصد قرار داشت. با توجه به این که شرکتهایی که جریان نقدی قابل پیش‌بینی دارند مثل کمپبل سوپ<sup>۱</sup> و شرکتهای پرتلاطم مثل گوگل<sup>۲</sup> هر دو در این آمار لحاظ شده‌اند، شاید این دامنه محدود به نظر بیاید. دامنه ۸ تا ۱۰ درصد از آن رو محدود است که سرمایه‌گذاران آگاهانه از گذاشتن تمام تخم مرغهای خود در یک سبد اجتناب می‌کنند.

سرمایه‌گذاران بازار سهام بویژه سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۳</sup>، در سبد اوراق بهادار خود معمولاً صدها سهام مختلف دارند، و حتی متمرکزترین سرمایه‌گذاران نیز حداقل در ۵۰ سهام مختلف سرمایه‌گذاری کرده‌اند. در نتیجه، تأثیرپذیری آنها از هر سهم بسیار محدود است. شکل ۹-۲ نشان می‌دهد که با افزودن تعداد سهام به سبد اوراق بهادار، ریسک کل سبد اوراق بهادار چگونه تغییر می‌کند. ریسک کل کم می‌شود زیرا جریان نقدی شرکتهای هم‌بستگی ندارد. یعنی، وقتی جریان نقدی برخی شرکتهای کم می‌شود، جریان نقدی شرکتهای دیگر افزایش می‌یابد.

1. Campbell Soup (<http://www.campbellsoup.com>)
2. Google (<http://www.google.com>)
3. institutional investors

علوم مالی دیگر این مطلب را به اثبات رسانده است که تنوع<sup>۱</sup> بر هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد. اگر تنوع هزینه‌ای به همراه نداشته باشد و ریسک سرمایه‌گذاران را کاهش دهد، پس سرمایه‌گذاران نباید در ازای ریسک‌های پذیرفته‌شده که با تنوع به‌راحتی قابل‌حذف است، توقع بازده داشته باشند. آن‌ها فقط باید در ازای ریسک‌هایی انتظار پاداش داشته باشند که تنوع‌پذیر نیست.

ریسک‌های تنوع‌ناپذیر، ریسک‌هایی است که تمام شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مثل تأثیرپذیری از چرخه‌های اقتصادی. ولی در واقع بیش‌تر ریسک شرکت‌ها تنوع‌پذیر است. در نتیجه، اکثر ریسک‌ها هزینه سرمایه شرکت را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. دامنه واقعاً محدود نسبت قیمت به عایدی شرکت‌های بزرگ خود گواهی بر این موضوع است. در ایالات متحده، نسبت قیمت به عایدی بیش‌تر شرکت‌های بزرگ بین ۱۲ تا ۲۰ برابر است. اگر هزینه سرمایه آن‌ها از دامنه ۸ تا ۱۰ درصد به ۶ تا ۱۵ درصد تغییر می‌کرد، آن‌گاه نسبت قیمت به عایدی بسیاری از شرکت‌ها کم‌تر از ۸ یا بیش‌تر از ۲۵ برابر بود.

این‌که آیا هزینه سرمایه شرکت‌ها ۸ درصد یا ۱۰ درصد یا رقمی مابین این دو عدد است، مستلزم بحث مفصلی است (هزینه سرمایه به تفصیل در فصل ۱۱ شرح داده شده است). در طول چندین دهه، مدل استاندارد برای اندازه‌گیری هزینه سرمایه، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۲</sup> بوده است. دانشگاهیان و خبرگان انتقادهای زیادی به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای وارد کرده‌اند، ولی تا کنون هیچ مدل عملی قابل‌رقابتی با آن پیدا نشده است. به هر حال وقتی بازده سرمایه شرکت‌ها از زیر ۵ درصد تا بیش از ۳۰ درصد نوسان می‌کند، آن‌گاه به نظر می‌رسد یک یا دو درصد تفاوت در هزینه سرمایه، ارزش مجادله نداشته باشد.

شاید قیمت ریسک عمومی مؤثر بر تمام شرکت‌ها در هزینه سرمایه لحاظ شده باشد، اما این امر بدان معنا نیست که مدیران اجرایی نگران ریسک نباشند. ریسک‌های منحصر به فرد پیش روی هر شرکت، مثل ریسک بروز مشکل در کسب‌وکار یا حتی بدتر از آن ریسک ورشکستگی (که قطعاً موجب تخریب ارزش سهامداران می‌شود) در هزینه سرمایه قیمت‌گذاری نشده است. قطعاً شرکت‌ها باید نگران تأثیر این ریسک‌های منحصر به فرد بر جریان نقدی سرمایه‌گذاری‌های بالقوه خود باشند.

---

1. diversification

2. capital asset pricing model (CAPM)

## ریسک جریان نقدي

ریسکی که شرکت‌ها باید شناسایی و مدیریت کنند ریسک جریان نقدي است، یعنی عدم اطمینان نسبت به جریان نقدي آتی شرکت. در بیش‌تر موارد، نظریه مالی در مورد میزان ریسک قابل قبول در جریان نقدي هر شرکت سکوت اختیار کرده است. البته، مدیران باید مطلع باشند که محاسبه جریان نقدي مورد انتظار، ممکن است بعضی ریسک‌ها را نشان ندهد؛ بدین ترتیب، هنگام تصمیم‌گیری در مورد میزان ریسک قابل تحمل در جریان نقدي، تخمین آنان کم‌تر از واقعیت است و این می‌تواند کسب‌وکارشان را به خطر بیندازد. ضمناً مدیران باید ریسک‌هایی را مدیریت کنند که جریان نقدي کسب‌وکار آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و سرمایه‌گذاران قادر به کنترل آن‌ها نیستند.

**تصمیم‌گیری در مورد میزان ریسک قابل قبول در جریان نقدي** در این زمینه شرکت‌ها باید به دنبال چه چیزی باشند؟ به این مثال توجه کنید. در پروژه "الف" باید ۲,۰۰۰ دلار یک‌جا سرمایه‌گذاری کرد. اگر پروژه مطابق انتظار پیش رود، عایدی سالانه شرکت از این پروژه همواره سالانه ۱,۰۰۰ دلار خواهد بود، ولی اگر پروژه مطابق انتظار پیش نرود، چیزی عاید شرکت نمی‌شود (پروژه‌هایی از این دست که عایدی آن صفر یا رقمی عمده است چندان غیرمعمول نیست). برای ارزشیابی پروژه "الف"، نظریه مالی به شما می‌گوید جریان نقدي مورد انتظار را با نرخ هزینه سرمایه تنزیل کنید. ولی در این مورد جریان نقدي مورد انتظار چیست؟ فرض کنید احتمال این که همه چیز به خوبی پیش رود ۶۰ درصد است، آن‌گاه جریان نقدي مورد انتظار سالانه ۶۰۰ دلار خواهد بود. با فرض هزینه سرمایه ۱۰ درصد، پروژه وقتی کامل شود ۶,۰۰۰ دلار می‌ارزد. پس از کسر ۲,۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری، ارزش خالص پروژه سرمایه‌گذاری ۴,۰۰۰ دلار است.

ولی جریان نقدي پروژه هرگز سالانه ۶۰۰ دلار نیست، بلکه جریان نقدي سالانه یا ۱,۰۰۰ دلار خواهد بود یا صفر. این بدان معناست که ارزش فعلی جریان نقدي تنزیل شده یا ۱۰,۰۰۰ دلار خواهد بود یا صفر و ارزش خالص پروژه سرمایه‌گذاری یا ۸,۰۰۰ دلار خواهد بود یا ۲,۰۰۰- دلار. احتمال این که ارزش پروژه مبلغ مورد انتظار ۴,۰۰۰ دلار (۶,۰۰۰ دلار پس از کسر سرمایه‌گذاری) باشد، صفر است. مدیران به جای این که به دنبال ارزش مورد انتظار باشند، بهتر است بدانند این پروژه به احتمال ۶۰ درصد ۸,۰۰۰ دلار می‌ارزد و به احتمال ۴۰ درصد ممکن است ۲,۰۰۰ دلار از دست بدهد. آن‌گاه مدیران می‌توانند سناریوهای مختلف را بررسی کنند تا ببینند خروجی تحت کدام سناریو بیش‌تر است و آیا مزایای پروژه به معایب آن می‌چربد یا خیر؛ آیا شرکت می‌تواند ضرر احتمالی را به راحتی هضم کند و آیا می‌تواند اقداماتی صورت دهد تا اندازه یا ریسک زیان را کاهش دهد؟ رویکرد نظری که بر ارزش مورد انتظار تمرکز دارد، گر چه از دیدگاه ریاضی درست است، اما در مورد دامنه و ویژگی‌های برخی از رویدادهای خاص اطلاعات مهمی را پنهان می‌کند.

از این گذشته، بیش‌تر شرکت‌ها رویکرد ارزش مورد انتظار را به درستی به کار نمی‌گیرند. شرکت‌هایی که در مورد سناریوهای متعدد بحث می‌کنند، معدودند؛ اکثر شرکت‌ها پیش‌بینی نقطه‌ای را ترجیح می‌دهند، زیرا می‌توانند بر اساس آن به تصمیم آری یا نه برسند. لذا بیش‌تر شرکت‌ها جریان نقدی مورد انتظار پروژه بالا را صرفاً سالانه ۱,۰۰۰ دلار می‌دانند. این مبلغ در صورتی حاصل می‌شود که همه چیز به خوبی پیش رود؛ در این روش برای لحاظ کردن عدم‌اطمینان جریان‌های نقدی، نرخ تنزیل به دل‌خواه افزایش می‌یابد. اگر چه با این رویکرد می‌توانید به جواب "درست" برسید، ولی دو اشکال بر آن وارد است: اولاً، محاسبه ارزش صحیح هزینه سرمایه اصلاً کار ساده‌ای نیست. مثلاً، اگر به جای هزینه سرمایه ۱۰ درصد از نرخ ۱۶/۷ درصد استفاده کنید، ارزش پروژه ۶,۰۰۰ دلار و خالص آن ۴,۰۰۰ دلار خواهد بود، ولی تنها راه برای اطلاع از صحت این ارزش از طریق تحلیل سناریو امکان پذیر است. گاهی اوقات شرکت‌ها به دل‌خواه به هزینه سرمایه خود صرف ریسک<sup>۱</sup> اضافه می‌کنند، ولی هیچ راهی وجود ندارد تا بدانند آیا صرف ریسک اضافه‌شده دقت معقولی دارد یا خیر. ثانیاً، تصمیم‌گیرندگان با پروژه‌ای مواجه می‌شوند که سالانه ۱,۰۰۰ دلار جریان نقدی ایجاد کرده و هزینه سرمایه آن ۱۶/۷ درصد است، اما هنوز به این موضوع فکر نمی‌کنند که ۴۰ درصد ریسک وجود دارد که هیچ وجه نقدی دریافت نشود.

شرکت در مورد پروژه‌ای که یک روی آن ۸,۰۰۰ دلار و روی دیگر آن ۲,۰۰۰- دلار و ارزش مورد انتظار آن ۴,۰۰۰ دلار است، باید چه طور تصمیم‌گیری کند؟ بر اساس نظریه مالی، هر پروژه‌ای که ارزش مورد انتظار مثبت دارد، بدون توجه به ریسک مثبت و منفی آن، باید پذیرفته شود. ولی شاید پیروی از نظریه مالی در این مورد دردرساز باشد.

اگر شکست پروژه موجب ورشکستگی شرکت شود، چه تصمیمی در مورد آن باید گرفت؟ یک شرکت نیروگاه برق را در نظر بگیرید که فرصت ساخت نیروگاهی اتمی با هزینه ۱۵ میلیارد دلار دارد (این رقم در سال ۲۰۰۹ برای نیروگاهی با دو راکتور غیرمعقول نبود). فرض کنید شرکت ۲۵ میلیارد دلار بدهی دارد و ارزش شرکت در بازار سرمایه نیز ۲۵ میلیارد دلار است. اگر نیروگاه با موفقیت ساخته شده و وارد مدار گردد، ۲۸ میلیارد دلار ارزش خواهد داشت. ولی ۲۰ درصد احتمال دارد که نیروگاه در گرفتن مجوز قانونی موفق نشود و آن‌گاه ارزش پروژه صفر خواهد بود. ارزش مورد انتظار این پروژه ۲۲ میلیارد دلار است (یا ۷ میلیارد دلار خالص سرمایه‌گذاری). البته می‌توان گفت ۸۰ درصد احتمال دارد ارزش پروژه ۱۳ میلیارد دلار باشد (۲۸ میلیارد دلار منهای ۱۵ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری) و ۲۰ درصد احتمال دارد که ارزش پروژه ۱۵-

1. risk premium

میلیارد دلار شود. از این گذشته، عدم موفقیت در این پروژه موجب ورشکستگی شرکت می‌شود، زیرا جریان نقدی حاصل از نیروگاه‌های موجود شرکت برای پوشش بدهی جاری شرکت به علاوه بدهی ناشی از پروژه شکست‌خورده کافی نیست. در این حالت، بار اقتصادی نیروگاه اتمی بر دوش ارزش مابقی دارایی‌های شرکت می‌افتد. این شکست نه تنها ۱۵ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری در نیروگاه اتمی، بلکه تمام حقوق صاحبان سهام شرکت را نابود می‌کند.

نظریه ارزش مورد انتظار را می‌توان این طور بسط داد که شرکت نباید ریسک پروژه‌هایی را بپذیرد که در صورت عدم موفقیت، حیات شرکت را در معرض خطر قرار دهد. به بیان دیگر، کاری نکند که اثر منفی آن به سایر نقاط شرکت تسری یابد. این یادآوری برای تصمیم‌گیری مدیران در مورد پروژه "الف" بالا کافی است. اگر زیان ۲,۰۰۰ دلاری کل شرکت را در معرض خطر قرار می‌دهد، به‌رغم ۶۰ درصد احتمال موفقیت، باید آن پروژه را رها کرد. ولی، پذیرش ریسک‌هایی که عملیات جاری شرکت را در معرض خطر قرار نمی‌دهد، باید دنبال شود. مثلاً شرکت‌های سودده که سطح بدهی متوسط دارند، نباید نگران ریسک نرخ بهره باشند، زیرا این ریسک آن قدرها بزرگ نیست که کسب‌وکار را به دردسر بیندازد.

**تأمین‌طلبی<sup>۱</sup> در انواع مختلف ریسک** سرمایه‌گذاران از شرکت‌ها می‌خواهند پاره‌ای از ریسک‌ها را بپذیرند. مثلاً، سرمایه‌گذاران شرکت‌های معدنی طلا و شرکت‌های تولیدکننده نفت، سهام این شرکت‌ها را می‌خرند تا با قبول تلاطم قیمت‌های طلا و نفت، منفعت کسب کنند. اگر شرکت‌های طلا و نفت سعی در پوشش ریسک درآمدهای خود داشته باشند، این تلاش فقط موجب پیچیده‌شدن کار سرمایه‌گذاران می‌شود، زیرا آن‌ها باید حدس بزنند چه میزان از ریسک قیمت تأمین شده و آیا مدیریت در آینده اصلاً در این زمینه سیاست خود را تغییر خواهد داد و اگر می‌دهد، چگونه. هرچند تأمین‌طلبی ممکن است قیمت‌های امروز را تا دو سال ثابت نگه دارد، و در این افق زمانی، می‌توان ریسک قیمت کالاهای اساسی را پوشش داد، ولی ارزش فعلی شرکت شامل جریان نقدی سال‌های دورتر از این دو سال هم هست و در سال‌ها بعدی قیمت بازار نوسان می‌کند. پس، شاید تأمین‌طلبی تلاطم کوتاه‌مدت وجوه نقد را کاهش دهد، اما تأثیر ناچیزی بر ارزشیابی جریان نقدی بلندمدت شرکت خواهد داشت.

برخی از ریسک‌ها مثل ریسک قیمت کالاهای اساسی (که در مثال طلا و نفت مطرح شد) توسط خود سهامداران قابل‌مدیریت است. البته تشخیص سایر ریسک‌ها هم‌چون ریسک ارز برای سهامداران دشوارتر

---

1. hedge

است. قاعده کلی این است که از پوشش ریسک نوع اول باید اجتناب کرد، ولی در مورد دوم، در صورت امکان تأمین طلبی امری مفید است.

مثلاً، تأثیر ریسک ارز بر شرکت آجوسازی جهانی هاینیکن را در نظر بگیرید: نام‌ونشان تجاری "هاینیکن"، نخست در هلند بلند آوازه شده و آن‌گاه تولیدات آن به سراسر جهان و بویژه به ایالات متحده صادر شده است. اما اکثر آجوسازان بزرگ، عمده آجوی خود را در کشور محل فروش تولید می‌کنند. از این رو، تغییر نرخ ارز برای اکثر آجوسازان، محدود به تبدیل سود آن‌ها به ارزی است که دفاتر آن‌ها با آن ارز تنظیم می‌شود. یعنی، اگر ارزش ارز هر یک از بازارهای خارجی این شرکت‌ها ۱ درصد تغییر کند، فقط تبدیل درآمد و سود حاصل از آن بازار به هنگام گزارش‌دهی ۱ درصد تغییر خواهد کرد. توجه کنید تأثیر نرخ ارز بر درآمد و سود یکسان است، زیرا تمام درآمدها و هزینه‌ها با ارزی یکسان تحقق می‌یابد. پس، هیچ تغییری در حاشیه سود عملیاتی رخ نمی‌دهد.

اما موضوع هاینیکن متفاوت است. هاینیکن آجویی را که در ایالات متحده می‌فروشد در هلند تولید کرده است و در آن‌جا حساب‌های خود را به یورو نگه می‌دارد. وقتی نرخ ارز عوض شود، درآمد یورویی هاینیکن تغییر می‌کند، اما هزینه‌های آن شرکت تغییر نمی‌کند. مثلاً اگر نرخ دلار ۱ درصد نزول کند، درآمد یورویی هاینیکن نیز ۱ درصد کم می‌شود، ولی چون هزینه‌های شرکت به یورو است، بنابراین هزینه‌ها تغییری نمی‌کند. اگر حاشیه سود شرکت ۱۰ درصد باشد، آنگاه نزول ۱ درصدی نرخ دلار، حاشیه سود هاینیکن را به ۹ درصد کاهش می‌دهد و سود گزارش‌شده شرکت به یورو به یک‌باره ۱۰ درصد کم می‌شود.

از آن‌جا که تجهیزات تولیدی هاینیکن در کشور هلند مستقر است، به خاطر رقابت با محصولات کشور محل فروش، هاینیکن نمی‌تواند افزایش هزینه‌های خود را به مصرف‌کننده انتقال دهد؛ بنابراین ریسک نرخ ارز بر این شرکت خیلی بیش‌تر از سایر آجوسازان جهانی است. شاید هاینیکن برای بقا مجبور به پوشش ریسک ارز باشد، اما سایر آجوسازان جهانی احتمالاً نفع چندانی از چنین اقدامی ندارند زیرا تأثیر نرخ ارز بر کسب‌وکار آن‌ها کم‌اهمیت است.

## ریاضیات ارزش آفرینی

فصل‌های بخش دوی این کتاب راهنمای گام به گام عملیاتی برای تحلیل و ارزشیابی شرکت‌هاست. آن فصل‌ها از نحوه اندازه‌گیری و تفسیر محرک‌های ارزش یعنی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد درآمد صحبت می‌کنند. در این‌جا فرمول محرک‌های کلیدی ارزش را معرفی می‌کنیم؛ این فرمول پلی است بین شرح نظری محرک‌ها که تا به این‌جا در این فصل ارائه شده و راهنمای عملی که در بخش دوی کتاب

می‌آید. این معادله ساده در عمل ماهیت ارزشیابی را نشان می‌دهد. ابتدا برخی از واژگان مورد استفاده این کتاب را تعریف می‌کنیم (شرح این اصطلاحات به تفصیل در بخش دو آمده است):

- سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل‌شده (*NOPLAT*) سودی است که از عملیات اصلی شرکت ایجاد شده و مالیات بر درآمد عملیات اصلی شرکت از آن کسر شده است.
- وجوه سرمایه‌گذاری شده عبارت است از مجموع سرمایه‌گذاری‌های کسب‌وکار در عملیات اصلی آن که عمدتاً شامل املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات و سرمایه در گردش<sup>۱</sup> است.
- خالص سرمایه‌گذاری عبارت است از افزایش وجوه سرمایه‌گذاری شده از یک سال به سال بعد:

$$t \text{ وجوه سرمایه‌گذاری شده} - t+1 \text{ وجوه سرمایه‌گذاری شده} = \text{خالص سرمایه‌گذاری}$$

- جریان نقدی آزاد (*FCF*) عبارت است از جریان نقدی ناشی از عملیات اصلی کسب‌وکار منهای سرمایه‌گذاری‌های جدید:

$$\text{خالص سرمایه‌گذاری} - \text{NOPLAT} = \text{FCF}$$

- بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده (*ROIC*) عبارت است از بازدهی شرکت به ازای هر دلار سرمایه‌گذاری شده در کسب‌وکار.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{وجوه سرمایه‌گذاری شده}}$$

(بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را می‌توان به دو صورت تعریف کرد: بازده تمام سرمایه یا بازده سرمایه جدید. فعلاً فرض می‌کنیم هر دو بازده یکسان است).

- نرخ سرمایه‌گذاری (*IR*)<sup>۲</sup> بخشی از سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل‌شده است که مجدداً در کسب‌وکار سرمایه‌گذاری می‌شود:

---

1. working capital

2. investment rate (IR)



$$IR = \frac{\text{خالص سرمایه‌گذاری}}{\text{NOPLAT}}$$

- هزینه میانگین موزون سرمایه ( $WACC$ ) نرخ بازدهی است که سرمایه‌گذاران توقع دارند در ازای سرمایه‌گذاری در شرکت به دست آورند و لذا نرخ تنزیل مناسبی برای جریان نقدی آزاد است. هزینه میانگین موزون سرمایه در فصل ۱۱ به تفصیل شرح داده می‌شود.

- رشد ( $g$ ) نرخ است که سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل‌شده و جریان نقدی شرکت هر ساله به آن اندازه افزایش می‌یابد.

فرض کنید درآمد و سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل‌شده شرکتی با نرخ ثابتی رشد کند و این شرکت سالانه بخش ثابتی از سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل‌شده خود را در کسب‌وکار سرمایه‌گذاری کند. این بدان معناست که جریان نقدی آزاد شرکت نیز با نرخ ثابتی رشد می‌کند.

اگر جریان نقدی شرکت با نرخ ثابتی رشد کند، می‌توانیم ارزشیابی شرکت را از فرمول مشهور جریان نقدی دائمی<sup>۱</sup> آغاز کنیم:

$$\text{ارزش} = \frac{FCF_{t=1}}{WACC - g}$$

این فرمول در کتاب‌های درسی مالی و ریاضی کاملاً جا افتاده است [۶].

سپس، جریان نقدی آزاد را در قالب سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل‌شده و نرخ سرمایه‌گذاری تعریف می‌کنیم:

$$\begin{aligned} FCF &= \text{NOPLAT} - \text{خالص سرمایه‌گذاری} \\ &= \text{NOPLAT} - (\text{NOPLAT} \times IR) \\ &= \text{NOPLAT}(1 - IR) \end{aligned}$$

1. cash flow perpetuity formula

پیش‌تر رابطه میان نرخ سرمایه‌گذاری (IR)، رشد برآوردشده سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل‌شده (g) و بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده شرکت را بررسی کردیم:<sup>۱</sup>

$$g = \text{ROIC} \times \text{IR}$$

اگر به جای g معادله را بر مبنای IR بنویسیم، خواهیم داشت:

$$\text{IR} = \frac{g}{\text{ROIC}}$$

حالا معادل IR را در برابری جریان نقدی آزاد وارد می‌کنیم:

$$\text{FCF} = \text{NOPLAT} \left( 1 - \frac{g}{\text{ROIC}} \right)$$

حال در فرمول جریان نقدی دائمی صفحه قبل، برابری FCF را وارد می‌کنیم تا به فرمول محرک کلیدی ارزش برسیم:

$$\text{ارزش} = \frac{\text{NOPLAT}_{t=1} \left( 1 - \frac{g}{\text{ROIC}} \right)}{\text{WACC} - g}$$

این فرمول رویکرد جریان نقدی تنزیل‌شده را به ارزشیابی متصل می‌کند و شکل دیگری از آن، رویکرد سود اقتصادی را نشان می‌دهد. این دو الگوی ارزشیابی که از نظر ریاضی هم‌ترازند به تفصیل در فصل ۶ شرح داده می‌شود.

با جای‌گذاری داده‌های شرکت‌های "ارزش" و "حجم" (از شکل ۲-۲) در فرمول محرک کلیدی ارزش، خواهیم دید که نتایج حاصل با نتایج بدست آمده از تنزیل جریان نقدی آن‌ها یکسان است:

۱. اصولاً باید از بازده سرمایه جدید یا تفاضلی استفاده کنیم، ولی در اینجا برای سهولت بحث، بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده و بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده تفاضلی را یکسان گرفته‌ایم.

شرکت	$NOPLAT_{t=1}$ رشد (درصد)	ROIC (درصد)	WACC (درصد)	ارزش (میلیون دلار)
"حجم"	۱۰۰	۱۰	۱۰	۱,۰۰۰
"ارزش"	۱۰۰	۲۰	۱۰	۱,۵۰۰

فرمول محرک کلیدی ارزش را "سرسلسله مالی شرکت‌ها" می‌نامیم، زیرا این فرمول ارزش شرکت را به محرک‌های بنیادین اقتصادی از قبیل رشد، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و هزینه سرمایه مرتبط می‌سازد. شاید بتوان گفت این فرمول در بر گیرنده تمامی فرایندهای ارزشیابی است و سایر مسائل فقط جزئیات است.

البته در بیشتر موارد در عمل از این فرمول استفاده نمی‌کنیم، زیرا این مدل فرض می‌کند نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد در طول مدت فعالیت شرکت ثابت خواهد ماند و چنین فرضی بیش از حد محدودکننده است. پس در شرکت‌هایی که انتظار تغییر محرک‌های کلیدی ارزش وجود دارد، به مدل دیگری نیاز داریم که در فرایند پیش‌بینی، انعطاف‌پذیرتر باشد. با این همه، گرچه در عمل از این فرمول استفاده نمی‌کنیم، ولی برای توجه بیشتر به محرک‌های ارزش، این فرمول فوق‌العاده مفید است.

تا این جا به این موضوع پرداختیم که چگونه بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد محرک ارزشیابی جریان نقدی تنزیل شده هستند. به همین منوال می‌توانیم با استفاده از فرمول محرک کلیدی ارزش نشان دهیم که رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده عوامل تعیین‌کننده ضرایب رایج در تحلیل ارزشیابی شرکت‌ها از قبیل نسبت قیمت به عایدی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز می‌باشند. برای مشاهده این موضوع، هر دو طرف معادله محرک‌های کلیدی ارزش را بر سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل شده (NOPLAT) تقسیم کنید:

$$\frac{\text{ارزش}}{NOPLAT_{t=1}} = \frac{\left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

این فرمول نشان می‌دهد که محرک‌های ضریب عایدی هر شرکت، رشد مورد انتظار و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده است.

این فرمول را می‌توانید به فرمول ارزش به وجوه سرمایه‌گذاری شده نیز تبدیل کنید. ابتدا از این تعریف شروع کنید:

$$\text{NOPLAT} = \text{ROIC} \times \text{وجوه سرمایه‌گذاری شده}$$

سمت راست برابری بالا را در فرمول محرک کلیدی ارزش جای‌گذاری کنید:

$$\text{ارزش} = \frac{\text{وجوه سرمایه‌گذاری شده} \times \text{ROIC} \times \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

و هر دو طرف معادله را بر سرمایه‌گذاری تقسیم کنید:<sup>۱</sup>

$$\frac{\text{ارزش}}{\text{وجوه سرمایه‌گذاری شده}} = \text{ROIC} \frac{1 - \frac{g}{\text{ROIC}}}{\text{WACC} - g}$$

حالا که منطق رویکرد جریان نقدی تنزیل‌شده را شرح دادیم، شاید از خود بپرسید چرا گزارش‌های تحلیلگران و اظهارات بانک‌های سرمایه‌گذاری معمولاً به جای تحلیل ارزشیابی جریان نقدی تنزیل‌شده بر ضرایب عایدی مبتنی است. علت شاید آن است که وقتی با عامه در مورد ارزش صحبت می‌کنیم، کاربرد ضریب عایدی زبانی عامیانه و همه فهم دارد. در همین راستا، یکی از تحلیلگران موفق در بخش فروش اخیراً به ما گفت که وی برای تحلیل و ارزشیابی شرکت‌ها از جریان نقدی تنزیل‌شده استفاده می‌کند، ولی معمولاً یافته‌های خود را در قالب ضریب عایدی ارائه می‌کند. مثلاً شاید تحلیلگر ابراز کند که شرکت "الف" شایسته ضریب عایدی بالاتری از شرکت "ب" است، زیرا انتظار می‌رود سریع‌تر رشد کند، حاشیه سود بالاتری داشته باشد یا جریان نقدی بیش‌تری ایجاد کند. در ضمن ضریب عایدی برای کنترل زیاده‌روی‌ها ارزشیابی نیز

۱. اگر کل بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده تفاضلی یکی نباشد، آنگاه معادله به صورت زیر خواهد بود:

$$\frac{\text{ارزش}}{\text{وجوه سرمایه‌گذاری شده}} = \text{ROIC} \frac{1 - \frac{g}{\text{RONIC}}}{\text{WACC} - g}$$

در این فرمول بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده (ROIC) عبارت است از بازده سرمایه جاری شرکت و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده جدید (RONIC) عبارت است از بازده سرمایه تفاضلی شرکت.

مفید است. عملاً در ارزشیابی همیشه از ضریب عایدی شرکت برای مقایسه با شرکت‌های هم‌گروه استفاده می‌کنیم تا ببینیم آیا می‌توان بیش‌تر یا کم‌تر بودن ضریب عایدی شرکت را با نرخ‌های رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده توضیح دهیم. برای توضیح بیش‌تر درباره نحوه تحلیل ضرایب عایدی به فصل ۱۴ رجوع کنید.

## خلاصه

این فصل نشان داد جریان نقدی تنزیل‌شده با نرخ هزینه سرمایه محرک ارزش است و بازده مورد انتظار وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد درآمد، محرک جریان نقدی است. پیامد تبعی این گفته آن است که هر اقدام مدیریتی که موجب افزایش جریان نقدی نگردد، ارزش خلق نمی‌کند. این‌ها آموزه‌های پایه در ارزشیابی و مالی شرکت‌هاست. گرچه نظریات مالی در مورد رویکرد شرکت در قبال ریسک جریان نقدی مطالب چندانی ارائه نمی‌دهد، ولی در عمل مدیران و سرمایه‌گذاران باید در ارزشیابی خود ریسک‌های جریان نقدی را در نظر بگیرند؛ ریسک‌هایی که سهامداران خود قادر به مدیریت آن نیستند. فرمول محرک کلیدی ارزش مفاهیم حاکم بر نظریه ارزشیابی جریان نقدی تنزیل‌شده را به زبان ریاضی نشان می‌دهد.

## پرسش‌های پایان فصل

۱. بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده چگونه بر ارزشیابی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؟ رابطه میان بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، رشد و جریان نقدی را شرح دهید.
۲. اگر ارزش مبتنی بر جریان نقدی تنزیل شده است، چرا شرکت‌ها یا سرمایه‌گذاران باید بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را تحلیل کنند؟
۳. تحت چه شرایطی رشد موجب تخریب ارزش می‌شود؟
۴. کدام یک از این دو کسب‌وکار از بهبود بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بیش‌تر از افزایش رشد منافع خواهد داشت: شرکت نرم‌افزاری یا شرکت تولید و توزیع برق؟ چرا؟
۵. چرا معمولاً رشد طبیعی در مقایسه با رشد حاصل از تملک، ارزش بیش‌تری خلق می‌کند؟ توضیح دهید چه‌طور ممکن است میزان ارزش خلق شده در انواع رشد طبیعی متفاوت باشد.
۶. اصل بقای ارزش چیست؟ مثال‌هایی از کاربرد این اصل ارائه دهید.
۷. تغییر ساختار سرمایه تحت چه شرایطی می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیرگذار باشد؟
۸. مهندسی مالی چیست؟ چه زمان موجب ارزش‌آفرینی می‌شود؟
۹. کارکرد اصل بقای ارزش را در مورد تملک شرح دهید.
۱۰. ریسک‌های تنوع‌پذیر و ریسک‌های تنوع‌ناپذیر چه‌طور بر هزینه سرمایه شرکت تأثیرگذار است؟
۱۱. در مورد پذیرش یا تأمین ریسک، شرکت‌ها چه‌طور باید تصمیم‌گیری کنند؟
۱۲. چه‌میزان ریسک جریان نقدی برای شرکت‌ها قابل‌قبول است؟ شرکت‌ها چگونه باید ریسک‌هایی را مدیریت کنند که خروجی نقدی عمده دارند و بالقوه می‌توانند شرکت را ورشکسته کنند، هرچند احتمال وقوع آن‌ها نازل باشد؟

## مراجع این فصل

1. Bin Jiang and Timothy Koller, "How to Choose between Growth and ROIC," *McKinsey on Finance* (Autumn 2007): 19-22.
2. Financial Accounting Standard 123R, released in December 2004, effective for periods beginning after June 15, 2005.
3. Richard Brealey, Stewart Myers, and Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance*, 9th ed. (New York: McGraw-Hill/Irwin, 2007).
4. F.Modigliani and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48. no. 3 (1958): 261-297.
5. Michael J. Mauboussin, "Clear Thinking about Share Repurchases," Legg Mason Capital Management, *Mauboussin on Strategy*, 2006.

۶. برای مشاهده نحوه محاسبه این فرمول رجوع شود به:

T.E. Copeland and J.Fred Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd ed. (Reading, MA: Addison Wesley, 1988), Appendix A.



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :



نوارگردان انتظارات

عملکرد هر شرکت و مدیریت آن مرتباً به کمک سنجۀ بازده کل سهامداران (TRS) اندازه‌گیری می‌شود. این سنجۀ متشکل است از سود سهامداران حاصل از افزایش قیمت سهام طی هر دوره و سود سهام پرداخت‌شده به آن‌ها طی همان دوره. استفاده از این سنجۀ ظاهراً خوب به نظر می‌آید: اگر مدیران برای کسب پاداش<sup>۱</sup> عملکرد تمرکز خود را به بازده کل سهامداران معطوف کنند، آن‌گاه منافع آنان با منافع سهامداران شرکت هم‌سو می‌شود. شواهد حاکی از آن است که فقط در دوره‌های بسیار طولانی (حداقل بیش از ۱۰ سال) این پدیده صادق است. ولی هر گاه بازده کل سهامداران در دوره‌ای کوتاه‌تر از ۱۰ سال اندازه‌گیری شود، شاید عملکرد واقعی شرکت و مدیران را منعکس نکند. این پدیده دو علت اصلی دارد:

اولاً، افزایش بازده کل سهامداران برای مدیرانی که رهبری شرکتی موفق را در دست دارند بسیار دشوارتر است تا مدیرانی که شرکت تحت امر آنان ظرفیت بهبود بالایی دارد، زیرا بهبود عملکرد شرکت‌ها در بازار موجب جلب توجه سرمایه‌گذاران فرصت‌شناس و بالارفتن قیمت سهام می‌شود. آن‌گاه مدیران برای ارتقای واقعی عملکرد باید گام‌های بلندتری بردارند تا بتوانند از عهدۀ انتظارات برآیند و باز هم بازده کل سهامداران را بهبود دهند. ما این مخمصۀ مدیریتی را "نوارگردان<sup>۲</sup> انتظارات" یا "تردمیل انتظارات" می‌نامیم. قطعاً توان مدیران برای اثرگذاری بر سنجۀ بازده کل سهامداران به شدت به موقعیت کسب‌وکار آنان در چرخۀ انتظارات سهامداران از زمان راه‌اندازی شرکت تا هنگام بلوغ آن وابسته است. البته، این موقعیت در کنترل آنان نیست و از این رو سنجۀ بازده کل سهامداران برای اندازه‌گیری عملکرد مدیریت سنجۀ منصفانه‌ای نمی‌باشد.

ثانیاً، وقتی بازده کل سهامداران به شیوۀ سنتی تحلیل می‌شود، معلوم نیست این سنجۀ تا چه میزان از بهبود عملکرد عملیات شرکت تأثیر گرفته باشد. تنها بخش این سنجۀ که برای شرکت ارزش بلندمدت خلق می‌کند و در کنترل مدیریت است، همان بخشی است که به بهبود عملیات مربوط می‌شود.

بنابراین، کاربرد گسترده سنجۀ سنتی بازده کل سهامداران برای اندازه‌گیری عملکرد مدیریت موجب انحراف نیات برخی از مدیران می‌شود. دویدن بی‌وقفۀ مدیران بر روی نوارگردان یا تردمیل انتظارات شاید آنان را وسوسه کند تا به دنبال ایده‌های سستی بروند که بازده کل سهامداران را به سرعت بالا می‌کشد. ولی آنان احتمالاً متوجه خواهند شد که این کار به بهای از دست‌رفتن سرمایه‌گذاری‌های منسجمی تمام می‌شود که به جای افزایش کوتاه‌مدت بازده کل سهامداران، در بلندمدت برای سهامداران ارزش بیش‌تری خلق خواهد

---

1. bonus

2. treadmill

کرد. علاوه بر این، شاید فراز و فرود بازده کل سهامداران در اثر عوامل بیرونی خارج از کنترل مدیران و فراتر از مرزهای شرکت (مثل تغییر نرخ‌های بهره) باشد. اگر بخواهیم خیلی دقیق باشیم، چنین عواملی اصلاً نباید در جبران خدمات مدیریت نقشی ایفا کند.

این فصل ابتدا نوارگردان انتظارات را شرح می‌دهد، سپس سازوکار سنجۀ بازده کل سهامداران را بررسی می‌کند و آن را به اصول اساسی ارزش‌آفرینی ارتباط می‌دهد. در ادامه رویکرد بنیادی‌تری برای تحلیل سنجۀ بازده کل سهامداران ارائه می‌گردد. در این رویکرد، میزان مداخلۀ محرک‌های کلیدی ارزش‌آفرینی (که بر اساس فصل‌های ۱ و ۲، همان بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد درآمد است) در سنجۀ بازده کل سهامداران از سایر عوامل تفکیک داده می‌شود. این تجزیۀ موشکافانۀ بازده کل سهامداران، مطالب آموزندۀ فراوانی برای مدیران، هیئت‌های مدیره و سرمایه‌گذاران در بر دارد. این فصل اهمیت نوارگردان انتظارات را برای سرمایه‌گذاران و مدیران روشن می‌کند تا بدین ترتیب آنان بتوانند از سرمایه‌گذاری‌هایی حمایت کنند که در بلندمدت برای سهامداران خلق ارزش می‌کند، حتی اگر در کوتاه‌مدت تأثیر منفی بر بازده کل سهامداران داشته باشد. در پایان این فصل نشان داده می‌شود چه طور می‌توان از سنجۀ سنتی بازده کل سهامداران برای اندازه‌گیری عملکرد استفاده کرد، البته چنین کاری فقط در مقایسه با عملکرد بازده کل سهامداران شرکت‌های هم‌گروه و فعال در همان حوزه ممکن است.

## چرا انتظارات سهامداران مثل نوارگردان عمل می‌کند

بازده سرمایۀ هر شرکت با بازده هر یک از سهامداران یکسان نیست. فرض کنید شرکتی می‌تواند در کارخانه‌ای ۱,۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری کرده و سالانه ۲۰۰ دلار به دست آورد و آن را در قالب سود سهام به سهامداران بپردازد. سرمایه‌گذاران اولیۀ شرکت در مجموع برای سهام خود ۱,۰۰۰ دلار می‌پردازند و اگر سهام را نگه دارند سالانه ۲۰ درصد (۲۰۰ دلار تقسیم بر ۱,۰۰۰ دلار) عایدشان می‌شود.

فرض کنید پس از یک سال، تمام سرمایه‌گذاران تصمیم به فروش سهام خود بگیرند و خریدارانی را بیابند که برای خرید فال<sup>۱</sup> سهام آنان ۲,۰۰۰ دلار پرداخت کنند. این خریداران از سرمایه‌گذاری خود سالانه تنها ۱۰ درصد (۲۰۰ دلار تقسیم بر ۲,۰۰۰ دلار) عایدی خواهند داشت. سرمایه‌گذاران اولیه ۱۲۰ درصد (۲۰۰ دلار سود سهام به علاوه ۱,۰۰۰ دلار عایدی سرمایه‌ای تقسیم بر ۱,۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری اولیه) بازده

---

1. lot

می‌گیرند. پس بازده سرمایه شرکت ۲۰ درصد است، اما عایدی گروهی از سهامداران ۱۲۰ درصد و عایدی گروه دیگر ۱۰ درصد بوده است. اگر میانگین موزون زمانی محاسبه شود، بازده تمام سهامداران برابر بازده کل شرکت است. اما هر گروه از سهامداران بازده بسیار متفاوتی دارند، زیرا بر اساس انتظارات خود از عملکرد آتی شرکت، قیمت متفاوتی برای سهام پرداخته‌اند.

برای درک این مطالب می‌توانید نوارگردانی را مجسم کنید که سرعت آن نشان‌دهنده انتظارات سرمایه‌گذاران از سهام شرکت است. اگر شرکت به این انتظارات دست یابد و اگر بازار باور کند که بهبود حاصل پایدار خواهد بود، قیمت سهام شرکت افزایش می‌یابد و در واقع ارزش آتی این بهبود عملکرد تفاضلی در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود. بنابراین، بازده کل سهامداران افزایش می‌یابد. ولی این امر بدان معناست که فقط برای حفظ قیمت جدید سهام مدیران مجبورند بیش از پیش بدون چه رسد به بهبود بیشتر، در آن صورت سرعت نوارگردان با بهبود عملکرد افزایش می‌یابد. پس شرکتی که سهامداران آن در آغاز دوره، انتظار موفقیت چندانی ندارند، ممکن است به سادگی بتواند عملکردی بهتر از کل بازار سهام داشته باشد، این صرفاً بدان خاطر است که دستیابی به انتظارات پایین ساده‌تر است.

استفاده از تمثیل نوارگردان می‌تواند مفید باشد زیرا نشان می‌دهد تداوم عملکرد برتر از بازار سهام تا چه اندازه دشوار است. برخی مواقع شتاب انتظارات به حدی می‌رسد که مدیریت دیگر قادر به دویدن نیست و از روی نوارگردان سر می‌خورد. درست مثل کسی که روی نوارگردان در حال دویدن است و سرعت دستگاه هر لحظه سریع‌تر می‌شود و نهایتاً شخص را به زمین می‌زند.

مورد خانم ترزا ترن‌اروند<sup>۱</sup> را در نظر بگیرید. او در مقایسه با سایر مدیران عاملی که می‌شناسیم شخصیتی افسانه‌ای دارد. ترزا تازه به عنوان مدیرعامل شرکت پراسپکتوس<sup>۲</sup> انتخاب شده بود؛ شرکتی که در مقایسه با رقبا بازده سرمایه و نرخ رشد زیر متوسط داشت. با توجه به این عملکرد، بازار انتظار چندانی از این شرکت نداشت و لذا ارزش شرکت پراسپکتوس در مقایسه با رقبا پایین بود. ترزا تیمی تراز اول از کارشناسان را به خدمت گرفت و کار خود را شروع کرد. بعد از دو سال، شرکت پراسپکتوس از نظر حاشیه سود و بازده سرمایه در سطح شرکت‌های هم‌گروه خود قرار گرفت و قیمت سهام شرکت افزایش یافت. سرعت افزایش قیمت سهام پراسپکتوس دو برابر شرکت‌های هم‌گروه بود، زیرا بازار انتظار چنین تحولی را از شرکت نداشت.

---

1. Theresa Turnaround

2. Prospectus

ترزا و تیمش سخت‌کوشی خود را ادامه دادند. پس از دو سال دیگر، شرکت پراسپکتوس از نظر عملکرد عملیاتی سرآمد صنعت بود و بالاترین بازده سرمایه را داشت. از آن جا که شرکت کار خود را از نقطه پایینی شروع کرده بود، قیمت سهام شرکت چهار برابر نرخ میانگین صنعت افزایش یافت. با توجه به خط مشی جدید و عملکرد مثبتات شرکت پراسپکتوس، بازار از شرکت همچنان انتظار بازده سرمایه و رشد درآمد بالاتر از متوسط داشت.

با گذشت زمان شرکت پراسپکتوس بازده سرمایه بالای خود را حفظ کرد و سهم بازار شرکت نیز همچنان ممتاز بود. اما دو سال بعد، ترزا متوجه شد به‌رغم عملکرد برتر نسبت به رقبا، قیمت سهام شرکت دیگر بهتر از شرکت‌های هم‌گروه نبود. در این مقطع ترزا گرفتار تله نوارگردان انتظارات شده بود: او و تیمش به حدی خوب عمل کرده بودند که بازار از پیش انتظار تداوم عملکرد بالا را در قیمت سهام شرکت لحاظ کرده بود. مادامی که نتایج شرکت او در سطح انتظارات بازار باقی می‌ماند، عملکرد قیمت سهام شرکت در سطح میانگین، نه بهتر و نه بدتر قرار می‌گرفت.<sup>۱</sup>

این امر توضیح می‌دهد چرا گاهی بازده کل سهامداران در شرکت‌هایی که مدیران فوق‌العاده دارند چندان جالب نیست: دستیابی دائمی به انتظارات بالای سهامداران حتی برای مدیران فوق‌العاده هم بسیار دشوار است. همین‌طور توضیح عکس این مطلب هم ساده است که چرا در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران انتظار عملکرد پایینی دارند، مدیران (حداقل برای دوره کوتاهی) می‌توانند به‌راحتی سنجه بازده کل سهامداران را ارتقا دهند. آنان می‌توانند به راحتی عملکرد شرکت را بهبود دهند و لذا انتظارات سهامداران افزایش یافته و در سطح شرکت‌های هم‌گروه قرار می‌گیرد و بدین ترتیب مدیران این شرکت‌ها می‌توانند سنجه بازده کل سهامداران را ارتقا دهند.

شرکت‌هایی که سهامداران آن‌ها انتظارات بالایی دارند با این خطر مواجه‌اند که شاید مدیران برای پیشی گرفتن از شرکت‌های هم‌گروه از نظر سنجه بازده کل سهامداران، دست به اقدامات انحرافی بزنند؛ مثلاً از طریق انجام تملک‌های بزرگ و پرریسک، رشد عایدی شرکت را به طور غیرواقعی بالا بکشند. رونق نیروگاه‌های برق آمریکا در اواخر دهه ۱۹۹۰ و اوایل دهه ۲۰۰۰ را در نظر بگیرید. مقررات‌زدایی<sup>۲</sup> موجب

---

۱. از حیث نظری، اگر عملکرد شرکت دقیقاً مطابق انتظارات باشد، بازده کل سهامداران شرکت معادل هزینه حقوق صاحبان سهام خواهد بود. اما در عمل با تغییرات دائمی نرخ‌های بهره، تورم و فعالیت‌های اقتصادی، گاهی اوقات ترجیح بر آن است که عملکرد شرکت با رقبا و بازده سایر اوراق بهادار مقایسه شود.

2. deregulation

افزایش انگیزه‌ها برای خرید سهام شرکت‌های نیروگاهی شد؛ از این رو، سهام نیروگاه‌هایی که مقررات‌زدایی به نفع آن‌ها بود، به قیمت‌های افراطی بالا ارزشیابی شده و از شرکت‌های مادر خود که هنوز تحت نظارت مقررات قبلی بودند مستقل شدند<sup>۱</sup>. مثلاً شرکت میرانت<sup>۲</sup> در ماه اکتبر سال ۲۰۰۰ از شرکت سوثرن<sup>۳</sup> مستقل شد و مجموع ارزش بازار بدهی و حقوق صاحبان سهام آن تقریباً به ۱۸ میلیارد دلار رسید و به ضریبی حدوداً ۳۰ برابر عایدی پیش از کسر بهره، مالیات و استهلاک دارایی‌های نامشهود<sup>۴</sup> دست یافت که این ارزشیابی برای شرکت‌های نیروگاهی کاملاً خارق‌العاده است. شرکت میرانت (مثل سایر شرکت‌های مشابه) برای توجیه ارزش خود، طرح توسعه جسورانه‌ای را پیاده ساخت: این شرکت در نیروگاه‌های برق کشورهای باهاما، برزیل، شیلی، بریتانیا، آلمان، چین، فیلیپین و نیز ۱۴ ایالت از ایالات متحده سرمایه‌گذاری کرد. بار بدهی حاصل از این سرمایه‌گذاری‌ها به سرعت از طاقت میرانت فراتر رفت و در ماه ژوئیه سال ۲۰۰۳، شرکت اعلام ورشکستگی کرد. نوارگردان انتظارات شرکت میرانت را وادار کرد برای توجیه قیمت سهام خود، ریسکی بیش از حد بپذیرد و نهایتاً حداکثر تاوان را برای این کار پرداخت کند.

نوارگردان انتظارات در واقع حقیقت نهفته در پس این گفتار است که یک شرکت خوب و یک سرمایه‌گذاری خوب لزوماً یکسان نیستند. به بیان کوتاه، شاید هر شرکت خوب سرمایه‌گذاری خوبی نباشد، زیرا عملکرد خوب آتی شرکت ممکن است از قبل در قیمت سهام آن لحاظ شده باشد. سرمایه‌گذاران باهوش معمولاً شرکت‌هایی را ترجیح می‌دهند که عملکرد ضعیف‌تری دارند، زیرا پتانسیل افزایش قیمت سهام این شرکت‌ها بیش‌تر است و دستیابی به انتظار عملکرد پایینی که در قیمت ارزان سهام آن‌ها مشهود است، آسان‌تر می‌باشد.

- 
1. spin-off
  2. Mirant (<http://www.genon.com>)
  3. Southern Company (<http://www.southerncompany.com>)
  4. earnings before interest, taxes and amortization (EBITA)

## تأثیر نوارگردان انتظارات در دنیای واقعی

شرکت‌های وال‌مارت<sup>۱</sup> و تارگت<sup>۲</sup> به ترتیب با فروش ۴۲۲ و ۶۷ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۱، از بزرگ‌ترین خرده‌فروشان جهان‌اند. از نظر محرک‌های کلیدی ارزش (رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده) عملکرد شرکت وال‌مارت از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵ بهتر از شرکت تارگت بوده، ولی سهامداران شرکت تارگت بازده بالاتری گرفته‌اند. شکل ۱-۳ رشد درآمد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده و همین‌طور بازده کل سهامداران (افزایش قیمت سهام به علاوه سود سهام) شرکت‌های وال‌مارت و تارگت را نمایش می‌دهد. فروش شرکت وال‌مارت سالانه ۱۳ درصد رشد کرده و در مقابل این رقم برای شرکت تارگت ۹ درصد بوده، به علاوه شرکت وال‌مارت طی این دوره بازده بالاتری روی وجوه سرمایه‌گذاری‌شده به دست آورده است. با این وجود، بازده سهامداران شرکت وال‌مارت سالانه تنها ۱۵ درصد بوده، در حالی که بازده سهامداران شرکت تارگت بسیار بیش‌تر، معادل سالانه ۲۴ درصد بوده است.

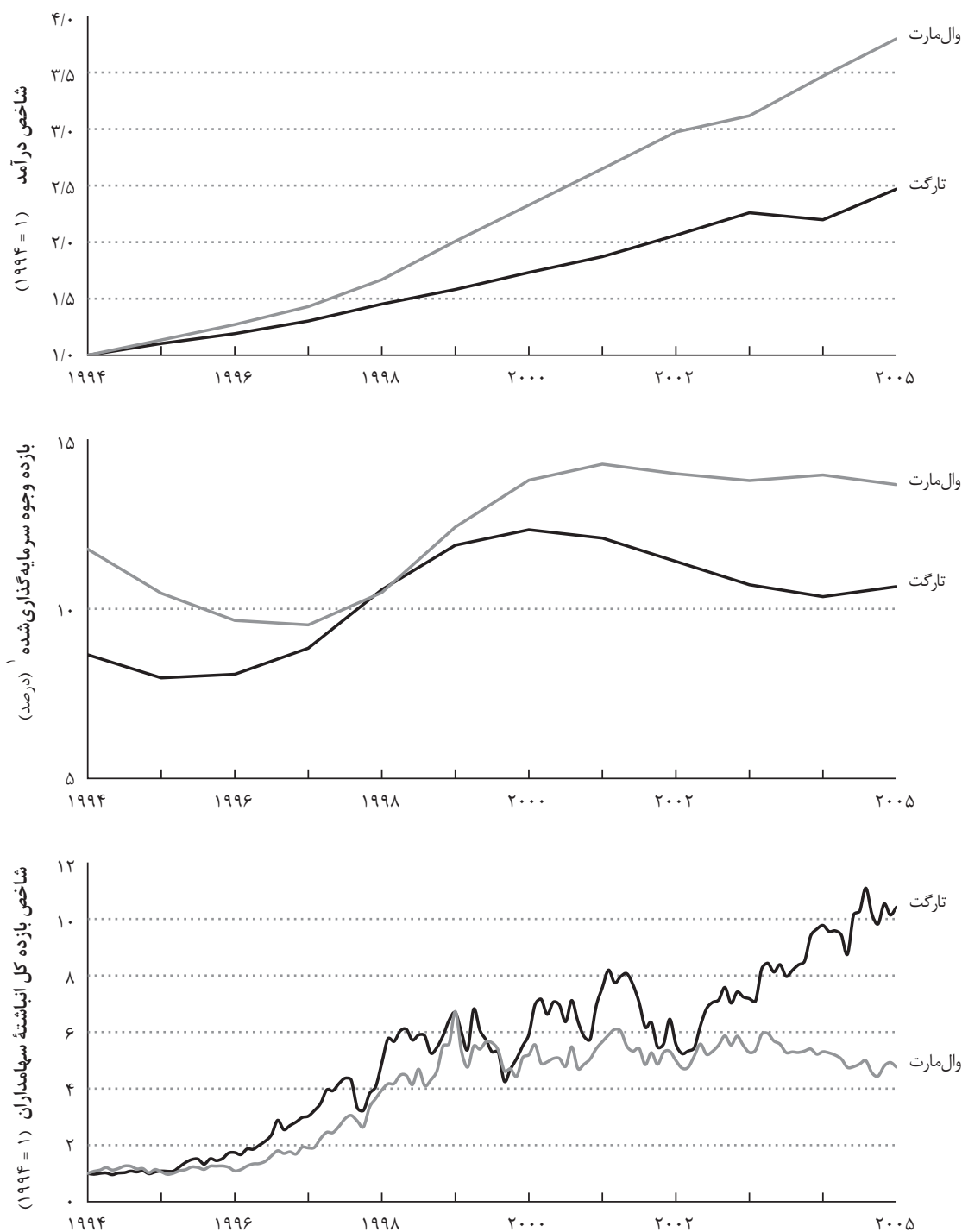
نوارگردان انتظارات توضیح می‌دهد چرا بازده کل سهامداران این دو شرکت با میزان ارزش خلق‌شده آن‌ها مطابقت ندارد. از نسبت قیمت به عایدی (P/E) بدل از انتظارات بازار استفاده می‌کنیم: نسبت قیمت به عایدی شرکت وال‌مارت در آغاز سال ۱۹۹۵ معادل ۱۵ برابر بوده و در مقابل این نسبت برای شرکت تارگت تنها ۱۱ برابر بوده است (به شکل ۲-۳ رجوع کنید). در آغاز سال ۲۰۰۶ نسبت قیمت به عایدی شرکت وال‌مارت به آرامی تا ۱۶ برابر رسید، در حالی که شرکت تارگت، وال‌مارت را پشت سر گذاشته و به نسبت ۱۸ برابر دست یافت.

---

1. Wal-Mart (<http://www.walmart.com>)

2. Target (<http://www.target.com>)

شکل ۳-۱ مقایسهٔ والمارت و تارگت: والمارت از نظر رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده جلوتر از تارگت ولی از نظر بازده کل سهامداران عقب‌تر است



<sup>۱</sup> نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده متحرک ۳ ساله، بدون سرقفلی و تعدیل شده برای اجاره بلندمدت  
 مأخذ: تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی





مأخذ: تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسهٔ مک‌کینزی

در نقطهٔ شروع، انتظارات سهامداران شرکت تارگت کمتر از شرکت والمارت بود. نسبت قیمت به عایدی شرکت تارگت در سال ۱۹۹۵ پایین بود، زیرا سرمایه‌گذاران به شدت نگران نام‌ونشان تجاری مرواینز<sup>۱</sup> بودند که آیندهٔ روشنی برای ادامهٔ فعالیت نداشت. نهایتاً شرکت تارگت نام‌ونشان‌های تجاری مرواینز و مارشال فیلدز<sup>۲</sup> را فروخت و از آن به بعد توانست به انتظارات سرمایه‌گذاران دست یابد و در نتیجه انتظارات سهامداران از عملکرد آتی شرکت را افزایش دهد.

کدام یک از این دو شرکت خرده‌فروشی بهتر کار کرده است؟ می‌توان از دو جنبه به قضیه نگاه کرد: از طرفی شرکت تارگت توانست رویهٔ کسب‌وکار خود را متحول سازد و از طرف دیگر شرکت والمارت توانست انتظارات بسیار بالای سرمایه‌گذاران را برآورده سازد. شاید بازده کل سهامداران سنجهٔ منصفانه‌ای برای اندازه‌گیری عملکرد مدیران شرکت تارگت باشد، ولی کار فوق‌العادهٔ تیم والمارت را انعکاس نمی‌دهد. برای این‌که بتوانیم بینش عمیقی نسبت به عملکرد شرکت‌ها پیدا کنیم، باید سنجهٔ بازده کل سهامداران را بشکافیم.

## تجزیهٔ بازده کل سهامداران

تجزیه و اندازه‌گیری مؤلفه‌های سنجهٔ بازده کل سهامداران به نحوی که در این قسمت ذکر می‌شود، دو هدف در پی دارد. اولاً، وقتی مدیران، هیئت‌های مدیره و سرمایه‌گذاران منشأ تغییر در سنجهٔ بازده کل سهامداران را درک کنند، بهتر قادر به ارزیابی مدیریت خواهند بود. مثلاً باید بدانیم گرچه بازده کل سهامداران شرکت والمارت کمتر از شرکت تارگت بود، اما به خوبی گویای عملکرد قوی والمارت در قبال انتظارات بالای

1. Mervyn's

2. Marshall Field's

سرمایه‌گذاران از این شرکت بود. ثانیاً، تجزیه سنجۀ بازده کل سهامداران ما را در تنظیم اهداف آتی شرکت کمک می‌کند. به عنوان مثال، مدیران شرکت تارگت احتمالاً نمی‌توانند این سنجۀ بالا را تکرار کنند، زیرا این کار مستلزم آن است که نسبت قیمت به عایدی شرکت تارگت از نسبت قیمت به عایدی شرکت وال‌مارت و سایر شرکت‌های خرده‌فروشی فاصله چشم‌گیری بگیرد که امکان زیادی برای آن متصور نیست.

در رویکرد سنتی تحلیل سنجۀ بازده کل سهامداران فرض می‌شود مؤلفه‌های کلیدی این سنجۀ مستقل از یکدیگرند. گرچه این رویکرد از منظر ریاضی صحیح است، ولی بازده کل سهامداران را به منشأ واقعی خلق ارزش ارتباط نمی‌دهد. در تجزیه پیشنهادی ما، مدیران نسبت به مؤلفه‌های قابل‌تغییر، مؤلفه‌های خارج از کنترل و سرعت حرکت نوارگردان انتظارات بینش روشنی پیدا می‌کنند. این اطلاعات به مدیران کمک می‌کند تا بر خلق ارزش پایدار تمرکز کنند و تأثیر احتمالی برنامه‌های خود بر بازده کل سهامداران در کوتاه‌مدت و بلندمدت را با سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان در میان گذارند.

تعریف بازده کل سهامداران در رویکرد سنتی عبارت است از درصد تغییرات قیمت سهام به علاوه ثمر سود سهام<sup>۱</sup>:

$$\text{ثمر سود سهام} + \text{درصد تغییرات قیمت سهام} = \text{بازده کل سهامداران}$$

تغییر قیمت سهام را می‌توان به صورت تابعی از تغییر عایدات و تغییر نسبت قیمت به عایدی شرکت بیان کرد:<sup>۲</sup>

$$\text{ثمر سود سهام} + \text{درصد تغییر در نسبت قیمت به عایدی} + \text{درصد افزایش عایدی} = \text{بازده کل سهامداران}$$

این شکل از بازده کل سهامداران مشکلاتی در پی دارد. یکی از مشکلات این است که شاید مدیر تصور کند ارزش خلق‌شده در انواع رشد عایدی یکسان است. از فصل ۲ می‌دانیم که ارزش خلق‌شده در انواع رشد لزوماً یکسان نیست، زیرا بازده سرمایه و لذا جریان نقدی حاصل از انواع رشد متفاوت است. مثلاً با توجه سرمایه‌گذاری عظیم مورد نیاز برای انجام تملک، شاید رشد حاصل از این روش، سود سهام آتی شرکت را کاهش دهد.

## 1. dividend yield

۲. اصولاً یک جزء دیگری وجود دارد که اثر متقابل تغییر قیمت سهام و تغییر نسبت قیمت به عایدی را نشان می‌دهد، ولی معمولاً رقم کوچکی است و در اینجا آن را در نظر نمی‌گیریم.

مشکل دوم آن است که این رویکرد فرض می‌کند ثمر سود سهام می‌تواند بدون اثر بر عایدی آتی افزایش یابد، گویا خود سود سهام می‌تواند خلق ارزش کند. اما توجه شود که سود سهام فقط مبلغ باقی‌مانده است. مثلاً، اگر شرکتی امروز با استقراض سود سهام بیشتری پرداخت کند، این صرفاً به معنای پرداخت سود سهام آتی کمتر است. به همین منوال، اگر شرکتی با چشم‌پوشی از فرصت‌های جذاب سرمایه‌گذاری بتواند سود سهام بالاتری بپردازد، آن‌گاه سود سهام آتی شرکت آسیب خواهد دید.

آخرین مشکل رویکرد سنتی بازده کل سهامداران آن است که نمی‌تواند اثر اهرم مالی را در نظر گیرد: دو شرکت که ارزش یکسانی خلق می‌کنند، می‌توانند از نظر سنجۀ بازده کل سهامداران بسیار متفاوت باشند، زیرا ممکن است نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام آن‌ها متفاوت باشد و در نتیجه ریسک متفاوتی داشته باشند. در ادامه این قسمت در مورد این موضوع بیش‌تر بحث خواهیم کرد.

معادلۀ بازده کل سهامداران را به چهار بخش تجزیه می‌کنیم تا در این رویکرد جدید به‌روشنی معلوم شود سهم بهبود عملکرد عملیاتی از تغییرات سنجۀ بازده کل سهامداران چقدر است:

۱. ارزش خلق‌شده از رشد درآمد منهای سرمایه لازم برای رشد: این رقم بهبود حاشیۀ سود و بهره‌وری سرمایه را نشان می‌دهد. این رقم نشان می‌دهد عملکرد عملیاتی شرکت طی هر دوره زمانی مشخص چه طور تغییر می‌کند.

۲. بازده کل سهامداران با حذف رشد درآمد اندازه‌گیری‌شده در بخش ۱: این رقم ارزشیابی بازار سهام را در آغاز دوره اندازه‌گیری نشان می‌دهد.<sup>۱</sup>

۳. تغییر انتظارات سهامداران از عملکرد شرکت که با تغییر نسبت قیمت به عایدی یا سایر ضرایب عایدی اندازه‌گیری می‌شود.

۴. تأثیر اهرم مالی بر بازده کل سهامداران.

شکل ۳-۳ با استفاده از اطلاعات مالی شرکتی فرضی رویکردهای یادشده برای تجزیۀ بازده کل سهامداران را با یکدیگر مقایسه می‌کند. اول با استفاده از رویکرد سنتی، بازده کل سهامداران ۱۴/۴ درصد است که در آن رشد عایدی شرکت "الف" ۷ درصد، تغییر نسبت قیمت به عایدی شرکت (بدل از تغییر انتظارات) ۳ درصد

---

۱. با فرض این‌که رشد درآمد صفر باشد، می‌توان بازده کل سهامداران را ثمر عایدی نامید که به صورت معکوس نسبت قیمت به عایدی (P/E) یا نسبت ارزش بنگاه اقتصادی به عایدی پیش از کسر بهره، مالیات و استهلاك دارایی نامشهود (EBITA) شرکت محاسبه می‌شود.

و ثمر سود سهام ۴/۴ درصد می‌باشد. سپس در ستون سمت چپ رویکرد سنتی، بازده کل سهامداران شرکت "الف" را به چهار بخش مذکور تجزیه می‌کنیم. تجزیه این سنجه نشان می‌دهد که درصد قابل‌ملاحظه‌ای از ۱۴/۴ درصد بازده کل سهامداران، مربوط به خلق ارزش نیست. اولاً، خود سرمایه‌گذاری مجدد مورد نیاز برای دستیابی به ۷ درصد رشد عایدی، بیش‌تر عایدی را مصرف کرده و لذا بازده کل سهامداران حاصل از عملکرد، تنها ۱/۴ درصد از کل سنجه است. ۳ درصد دیگر بازده کل سهامداران در اثر تغییر انتظارات سهامداران است (که در افزایش ضریب قیمت به عایدی منعکس شده) نه از عملکرد و ۱۰ درصد باقی‌مانده، همان بازده کل سهامداران با فرض رشد صفر و عدم تغییر انتظارات سرمایه‌گذاران می‌باشد.

مثال شکل ۳-۴ تأثیر تأمین مالی با بدهی (اهرم مالی) را در تجزیه بازده کل سهامداران نشان می‌دهد. شرکت "ب" را در نظر بگیرید، تنها تفاوت این شرکت با شرکت "الف" در اهرم مالی است. همان‌طور که شکل ۳-۴ نشان می‌دهد، تفاوت در نحوه تأمین مالی سبب شده که بازده کل سهامداران شرکت "ب" بیش‌تر از شرکت "الف" و معادل ۱۸ درصد باشد. در رویکرد سنتی تجزیه بازده کل سهامداران، منافع سهامداران شرکت "ب" بیش‌تر است، زیرا در این رویکرد، ثمر سود سهام و افزایش انتظارات بالاتر می‌باشد. اما در تجزیه بنیادی‌تر بازده کل سهامداران، این سنجه بر اساس بازده با فرض رشد صفر، رشد و تغییر انتظارات اندازه‌گیری می‌شود. در این روش تغییر انتظارات توسط نسبت قیمت به عایدی غیراهرمی (ارزش بنگاه اقتصادی تقسیم بر عایدی) محاسبه می‌گردد. این تجزیه نشان می‌دهد که در سه بخش اول، تجزیه بازده کل سهامداران شرکت "ب" در واقع مشابه شرکت "الف" است. مابقی ۳/۶ درصد بازده کل سهامداران بیش‌تر شرکت "ب" در اثر اهرم بیش‌تر در سرمایه شرکت است، نه به خاطر خلق ارزش بیش‌تر. با تعدیل ریسک مالی این اهرم متوجه می‌شویم که در واقع شرکت "ب" بیش‌تر از شرکت "الف" خلق ارزش نکرده است. این واقعیت از نقطه‌نظر سرمایه‌گذاران و مدیران اجرایی شرکت حائز اهمیت است.

شکل ۳-۳ مقایسه تجزیه بازده کل سهامداران به روش سنتی و روش بسط یافته

تجزیه بازده کل سهامداران			اطلاعات مالی شرکت "الف"		
سنتی	بسط یافته	درصد	سال ۱ بعد	سال پایه	میلیون دلار
۷/۰	۷/۰	رشد	۱۰۷/۰	۱۰۰/۰	وجوه سرمایه گذاری شده
(۵/۶)	-	سرمایه گذاری مورد نیاز	۱۳/۴	۱۲/۵	عایدی
۱/۴	۷/۰	سهم بازده کل سهامداران حاصل از عملکرد	۱۰/۳	۱۰/۰	ضریب قیمت به عایدی
۱۰/۰	-	بازده با رشد صفر	۱۳۷/۵	۱۲۵/۰	ارزش حقوق صاحبان سهام
۳/۰	۳/۰	تغییر ضریب قیمت به عایدی	۵/۵	۵/۰	سود سهام
-	۴/۴	ثمر سود سهام			
۱۴/۴	۱۴/۴	بازده کل سهامداران (درصد)	۱۴/۴	-	بازده کل سهامداران (درصد)

شکل ۳-۵ مؤلفه های بازده کل سهامداران را در شرکت های خرده فروشی وال مارت و تارگت مقایسه می کند. گرچه تارگت با بازده کل سهامداران سالانه ۲۴ درصد در مقایسه با رقیب خود وال مارت با بازده کل سهامداران سالانه ۱۵ درصد جلوتر است، اما آن بخش از بازده کل سهامداران که عملکرد عملیاتی را نشان می دهد، حکایت از برتری وال مارت دارد. وال مارت در این بخش با دستیابی به نرخ ۱۰ درصد نسبت به نرخ ۸ درصدی تارگت عملکرد بهتری داشته است. گرچه حاشیه سود فزاینده شرکت تارگت از حاشیه سود نسبتاً ثابت شرکت وال مارت بیش تر بوده، اما نرخ رشد درآمد ۱۳ درصدی وال مارت از نرخ ۹ درصدی تارگت بالاتر است. عملکرد هر یک از این شرکت ها در حیطه ای جداگانه نسبت به دیگری برتری داشته و لذا هم دیگر را خنثی کرده است.

در بخش مربوط به انتظارات و اهرم مالی عملکرد شرکت تارگت بهتر است. در واقع ۱ درصد از ۹ درصد مزیت بازده کل سهامداران شرکت تارگت مربوط به این دو بخش است. اگر رشد آتی را صفر فرض کنیم، آن گاه عملکرد سنج بازده کل سهامداران شرکت تارگت دو درصد بهتر از شرکت وال مارت می باشد، زیرا در آغاز دوره اندازه گیری، نسبت قیمت به عایدی شرکت تارگت ۱۱ برابر و این نسبت در مورد شرکت وال مارت ۱۵ برابر بوده است حتی اگر هیچ یک از دو شرکت اصلاً رشد نمی کردند و ضرایب آنها ثابت می ماند،

شکل ۳-۴ ادامه تجزیه بازده کل سهامداران برای نمایش تأثیر اهرم

تجزیه بازده کل سهامداران			اطلاعات مالی شرکت "ب"		
درصد	سنتی	بسط یافته	سال ۱ بعد	سال پایه	میلیون دلار
رشد	۷/۰	۷/۰	۱۳۷/۵	۱۲۵/۰	ارزش بنگاه اقتصادی
سرمایه‌گذاری مورد نیاز	-	(۵/۶)	(۲۵/۰)	(۲۵/۰)	بدهی <sup>۱</sup>
سهام بازده کل سهامداران حاصل از عملکرد	۷/۰	۱/۴	۱۱۲/۵	۱۰۰/۰	ارزش حقوق صاحبان سهام
بازده با رشد صفر	-	۱۰/۰	۸/۴	۸/۰	ضریب قیمت به عایدی
تغییر ضریب قیمت به عایدی <sup>۲</sup>	۵/۵	۳/۰			
تأثیر اهرم مالی	-	۳/۶	۱۸/۰	-	بازده کل سهامداران (درصد)
ثمر سود سهام	۵/۵	-			
بازده کل سهامداران (درصد)	۱۸/۰	۱۸/۰			

<sup>۱</sup> برای سادگی فرض کنید بدهی بدون بهره است.

<sup>۲</sup> تغییر ضریب قیمت به عایدی در روش سنتی در مقایسه با تغییر ضریب قیمت به عایدی غیراهرمی در روش بسط یافته (ارزش بنگاه اقتصادی تشریح بر عایدی).

شکل ۳-۵ مقایسه والمارت و تارگت: بسط بازده کل سهامداران

درصد سالانه از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵

تفاوت	والمارت	تارگت	
(۴)	۱۳	۹	رشد درآمد
(۲)	(۳)	(۵)	سرمایه‌گذاری برای رشد
۴	-	۴	تغییر حاشیه سود
(۲)	۱۰	۸	بازده کل سهامداران حاصل از عملکرد
۲	۴	۶	بازده با رشد صفر
۵	-	۵	تغییر ضریب قیمت به عایدی
۳	۲	۵	تأثیر اهرم مالی
۱	(۱)	-	سایر
۹	۱۵	۲۴	جمع

باز هم این امر موجب می‌شود بازده کل سهامداران شرکت وال‌مارت کمتر باشد. با توجه به این‌که در سال ۱۹۹۵ سرمایه‌گذاران در ازای هر دلار از عایدی تارگت، مبلغ کمتری پرداخته کرده‌اند، بنابراین ثمر عایدی فعلی (بدون رشد) تارگت بیش از ثمر عایدی فعلی وال‌مارت است.

نسبت قیمت به عایدی شرکت تارگت در سال ۲۰۰۵ از ۱۱ به ۱۸ برابر افزایش یافته و حاصل آن از نظر بازده کل سهامداران سالانه ۵ درصد بوده، در حالی که نسبت قیمت به عایدی شرکت وال‌مارت تنها اندکی افزایش داشته و بازده کل سهامداران این شرکت کم‌تر از ۱ درصد (گرد شده به صفر) بوده است. این امر نشان می‌دهد هر گاه شرکتی در مسیر صعود قرار گیرد، انتظارات سهامداران می‌تواند افزایش شدیدی در بازده کل سهامداران ایجاد کند.

هم‌چنین سه درصد از مزیت بازده کل سهامداران شرکت تارگت به خاطر اهرم مالی است. در سال ۱۹۹۵، بدهی شرکت تارگت خیلی بیش‌تر از شرکت وال‌مارت بوده و نسبت بدهی به سرمایه این دو شرکت به ترتیب ۴۸ و ۲۱ درصد بوده است. البته، این اهرم بالای شرکت تارگت در سال ۱۹۹۵ پایدار نبوده و شرکت نهایتاً بدهی خود را به طرز چشم‌گیری کاهش داده است.

تأثیر اهرم بر بازده کل سهامداران چند برابر تأثیر عملکرد اقتصادی است. به بیان دیگر، ۱ درصد افزایش در درآمد شرکت تارگت (در مقایسه با شرکت وال‌مارت) تأثیر بیش‌تری بر سود و قیمت سهام این شرکت دارد و این امر به خاطر اهرم بالاتر تارگت است. از طرفی همان‌طور که در فصل ۲۳ بحث خواهیم کرد، اهرم بیش‌تر لزوماً ارزش‌آفرین نیست، زیرا اهرم بیش‌تر برابر است با ریسک بیش‌تر و ریسک بیش‌تر می‌تواند موجب تشدید عملکرد ضعیف، همان‌طور که باعث تشدید عملکرد قوی می‌شود.

تجزیه چهار بخشی بازده کل سهامداران می‌تواند گزینه‌های در دسترس شرکت برای افزایش سطح آتی این سنجه را نیز نشان دهد. مثلاً، هنگام نوشتن این کتاب انتظارات انعکاس یافته در قیمت سهام شرکت‌های وال‌مارت و تارگت یکسان است (بر اساس ضرایب یکسان آن‌ها) و این انتظارات در سطح میانگین بلندمدت شرکت‌هایی است که خصوصیات عملکردی مشترکی دارند. در نتیجه، شرکت تارگت دیگر فرصت افزایش بازده کل سهامداران آتی از طریق افزایش انتظارات و همین‌طور از طریق افزایش اهرم را از دست داده، زیرا ساختار سرمایه این شرکت هم‌اکنون مشابه شرکت وال‌مارت است. از این‌جا می‌توانیم نتیجه بگیریم که منشأ اصلی تفاوت بازده کل سهامداران دو شرکت در چند سال آتی رشد و بازده سرمایه خواهد بود.

## درک انتظارات

همان‌طور که مثال‌های این فصل نشان داد، انتظارات سرمایه‌گذاران در آغاز و پایان دوره اندازه‌گیری تأثیر بسزایی بر بازده کل سهامداران دارد. اما یکی از موضوعات ضروری که سرمایه‌گذاران و مدیران باید درک کنند آن است که هر گاه بازده کل سهامداران شرکتی دائماً بهتر از بازار باشد، نهایتاً شرکت به مقطعی می‌رسد که دیگر نمی‌تواند انتظارات منعکس‌شده در قیمت سهام خود را برآورده سازد. از آن مقطع به بعد، گرچه ممکن است شرکت همچنان ارزش کلانی خلق کند، اما بازده کل سهامداران شرکت کمتر از گذشته خواهد بود. مدیران باید این موضوع را درک کرده و با هیئت مدیره و سرمایه‌گذاران خود در میان بگذارند؛ به آنان بگویند که کاهشی اندک در بازده کل سهامداران بهتر از تلاش بی‌حاصل برای حفظ بازده کل سهامداران از طریق تملک‌های نابخردانه یا پذیرش مخاطرات تازه است و در بلندمدت به نفع سهامداران خواهد بود.

شاید بتوان گفت شرکت هوم‌دیپو<sup>۱</sup> در سال ۱۹۹۹ به همین مقطع رسیده بود. پیش‌تر برای نشان‌دادن انتظارات از ضرایب عایدی استفاده کردیم، ولی می‌توانید با مهندسی معکوس قیمت سهام، این ضرایب را به نرخ رشد درآمد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده لازم برای برآورده کردن انتظارات سهامداران فعلی تبدیل کنید. هم‌چنین این کار می‌تواند به مدیریت کمک کند تا برنامه‌های عملکرد خود را ارزیابی کرده و شکاف احتمالی بین خروجی‌های این برنامه‌ها و انتظارات بازار را کشف کند. در ابتدای سال ۱۹۹۹، ضریب عایدی شرکت هوم‌دیپو ۴۷ برابر و ارزش بازار آن ۱۳۲ میلیارد دلار بود. با استفاده از مدل جریان نقدی تنزیل‌شده و با فرض ثابت ماندن حاشیه سود و بازده سرمایه شرکت، هوم‌دیپو می‌بایست طی ۱۵ سال پیش رو درآمد خود را سالانه ۲۶ درصد افزایش می‌داد تا می‌توانست قیمت سهام سال ۱۹۹۹ خود را حفظ کند. رشد درآمد واقعی شرکت هوم‌دیپو در سال ۲۰۰۷ به میانگین سالانه ۱۱ درصد رسید. این رقم برای شرکتی در ابعاد هوم‌دیپو شگفت‌آور است، ولی برای حفظ قیمت سهام سال ۱۹۹۹ اصلاً کافی نبود. بنابراین، جای تعجب نیست که عملکرد سهام شرکت هوم‌دیپو طی آن دوره سالانه ۷ درصد کمتر از ۵۰۰ سهم استاندارد و پور بود.

با توجه به ارزش بازار بالای شرکت هوم‌دیپو در سال ۱۹۹۹، هیئت مدیره شرکت باید چه کار می‌کرد؟ در این شرایط برخی شرکت‌ها هر راهبرد پرسیکی را دنبال می‌کنند تا قیمت سهام خود را توجیه نمایند. با

---

1. Home Depot (<http://www.homedepot.com>)



توجه به اندازه وسیع شرکت هومدیپو، احتمال این که شرکت می‌توانست فرصت‌های کافی رشد با بازده بالا روی وجوه سرمایه‌گذاری شده بیابد تا قیمت سهام سال ۱۹۹۹ خود را توجیه کند، به صفر نزدیک بود.

پاسخ واقع‌بینانه آن است که شرکت هومدیپو کار چندانی نمی‌توانست انجام دهد، جز این که خود را آماده سقوط شدید و اجتناب‌ناپذیر قیمت سهام کند: ارزش بازار شرکت هومدیپو از ۱۳۲ میلیارد دلار در ماه ژوئن سال ۱۹۹۹ به ۸۰ میلیارد دلار در ماه ژوئن سال ۲۰۰۴ تنزل یافت. برخی شرکت‌ها می‌توانند از قیمت سهام بالای خود استفاده کرده و دست به تملک بزنند، ولی احتمالاً این کار ایده مناسبی برای شرکت هومدیپو نبود، چراکه حتی برای مدیریت حفظ ۱۱ درصد رشد طبیعی چالش بزرگی به حساب می‌آمد، چه رسد به انجام تملک؛ از این گذشته، صنعت خرده‌فروشی در انجام تملک سابقه موفقیت‌آمیزی نداشت.

موقعیت شرکت هومدیپو در سال ۱۹۹۹ غیرمعمول بود. بیش‌تر شرکت‌ها در بیش‌تر مواقع برای دستیابی به انتظارات سهامداران که خود را در قیمت جاری سهام نشان می‌دهد، مشکل چندانی ندارند. صرفاً کافی است عملکردی متناسب با عملکرد متوسط صنعت از خود نشان دهند. ما در طول سال‌ها قیمت سهام صدها شرکت را به کمک جریان نقدی تنزیل‌شده مهندسی معکوس کرده‌ایم. جز در دوران حباب شرکت‌های اینترنتی (سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۹۹)، حداقل در ۸۰ درصد از موارد، انتظارات عملکرد شکل‌گرفته در قیمت سهام به نحوی بوده که با نرخ رشد و بازده سرمایه‌مورد انتظار صنعت هم‌راستا شده است. بازده کل سهامداران شرکت‌های این فهرست ۸۰ درصدی احتمالاً تفاوت فاحشی با میانگین صنعت نداشته، مگر این که عملکرد شرکت در مقایسه با شرکت‌های هم‌گروه خود به طرز معناداری بهتر یا بدتر بوده باشد. اما ۲۰ درصد باقی‌مانده باید خود را آماده می‌کردند تا با سرعت خیلی بیش‌تر یا خیلی کم‌تر بر روی نوارگردان بدونند. مدیرانی که قیمت سهام خود را مهندسی معکوس می‌کنند تا بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و نرخ رشد مورد انتظار سهامداران را درک کنند، متوجه می‌شوند در کدام سوی تقسیم ۸۰ / ۲۰ قرار گرفته‌اند و متناسب با آن خود را آماده می‌کنند.

## پی‌آمدهای این مباحث برای مدیران

نوارگردان انتظارات باعث شده استفاده از سنجۀ بازده کل سهامداران به عنوان ابزار اندازه‌گیری عملکرد دشوار شود. همان‌طور که در مثال شرکت‌های وال‌مارت و تارگت دیدیم، تفاوت عمده بازده کل سهامداران این دو شرکت از سال ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۵ سبب شد که اختلاف فاحش انتظار عملکرد از این دو شرکت در ابتدای دوره اندازه‌گیری، تحت‌الشعاع قرار گیرد. در مورد شرکت هومدیپو حفظ سطح انتظارات واقعاً غیرممکن بود، زیرا هیچ شرکتی نمی‌تواند در بلندمدت با آن سرعت بالا بدود.

نوارگردان انتظارات باعث می‌شود بسیاری از نظام‌های جبران خدمات مدیران اجرایی که با سنجۀ بازده کل سهامداران اندازه‌گیری می‌شود، در ازای تلاش مدیریت به مدیران پاداش ندهد، زیرا بخش اعظم بازده کل سهامداران هر شرکت در کوتاه‌مدت متأثر از تحرکات صنعت و بازارهای بزرگ‌تر است. بسیاری از مدیرانی که طی دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به کمک اختیار معاملهٔ سهام ثروتمند شدند، از همین مزیت استفاده کردند. در آن دورهٔ زمانی، صعود قیمت سهام بیش‌تر به علت سقوط نرخ‌های بهره بود تا عملکرد آن مدیران. برعکس، در بحران مالی اخیر سود بسیاری از اختیار معامله‌های سهام از بین رفت. در این مورد هم سود و زیان، ارتباطی به کار مدیران نداشت (به استثنای مدیران مؤسسات مالی).

نظام‌های کارای جبران خدمات به جای آن که صرفاً بر سنجۀ بازده کل سهامداران شرکت طی یک دورهٔ خاص متمرکز شوند، باید بر نرخ رشد، نسبت بازده و جوه سرمایه‌گذاری شده و عملکرد سنجۀ بازده کل سهامداران در مقایسه با شرکت‌های هم‌گروه تمرکز کنند. این کار سبب می‌شود بخش عمده‌ای از بازده کل سهامداران که از عملکرد شرکت نشأت نگرفته، حذف شود. چرا شرکت‌ها این راه‌کارهای ساده را به خدمت نگرفته‌اند؟ در امریکا این بیش‌تر به نفوذ قوانین حسابداری ایالات متحده برمی‌گردد. تا سال ۲۰۰۴، اگر اختیار معامله‌های سهام از شرایط خاصی (از جمله مقطوع‌بودن قیمت اعمال) تبعیت می‌کرد، در صورت سود و زیان به عنوان هزینه گزارش نمی‌شد. هر رویه‌ای که تأثیر نسبی بر عملکرد شرکت داشت، می‌بایست در صورت سود و زیان شرکت به صورت هزینه نمایش داده می‌شد، از این رو، طبیعتاً شرکت‌ها اختیار معامله با قیمت مقطوع<sup>۱</sup> را می‌پذیرفتند تا درآمد حسابداری خود را افزایش دهند.

تاکنون، کمتر شرکتی از آن دسته نظام‌های جبران خدمات مبتنی بر سهام استفاده کرده که بر اساس عملکرد نسبی شرکت طراحی شده باشد. در سال ۲۰۰۱، شرکت جنرال الکتریک بر اساس مقایسهٔ بازده کل سهامداران این شرکت با بازده کل سهامداران شاخص ۵۰۰ سهم استاندارد و پور به مدیرعامل خود آقای جفری ایملت<sup>۲</sup> جایزهٔ عملکرد اهدا کرد. امیدواریم شرکت‌های بیش‌تری در این مسیر گام بردارند.

علاوه بر اصلاح نظام‌های جبران خدمات، مدیران اجرایی باید هم‌چنین تفسیر پیچیده‌تری از سنجۀ بازده کل سهامداران به‌ویژه در کوتاه‌مدت داشته باشند. اگر مدیران اجرایی و هیئت مدیره انتظارات بازار از سهام خود و سهام شرکت‌های هم‌گروه را درک کنند، آن‌گاه می‌توانند پیش‌بینی بهتری داشته باشند که وقتی خبر

---

1. fixed price

2. Jeffrey Immelt

اقدامات آنان به بازار می‌رسد، چه تأثیری بر قیمت سهام شرکت خواهد داشت. مثلاً، اگر راهبرد فوق‌العاده‌ای را اجرا کرده‌اید که در آینده ارزش بسیاری خلق می‌کند، اما بازار هم‌اکنون از شما انتظار موفقیت دارد، نمی‌توان انتظار داشت که در کوتاه‌مدت عملکرد سنجۀ بازده کل سهامداران ارتقا یابد. تیم مدیریت و هیئت مدیره باید این موضوع را بدانند تا با نگاه بلندمدت خود از اولویت‌های ارزش‌آفرین مدیریت حمایت نمایند، حتی اگر این اولویت‌ها به سرعت قیمت سهام شرکت را تقویت نکند.

در ضمن مدیران اجرایی باید عادت بد دیده‌بانی پیوسته قیمت سهام را ترک کنند. بازده کل سهامداران در کوتاه‌مدت به شدت بی‌معناست. در هر بازه زمانی نمونه سه ماهه، بیش از ۴۰ درصد شرکت‌ها با افزایش یا کاهش بیش از ۱۰ درصدی<sup>۱</sup> در قیمت سهام مواجه می‌شوند که این حرکات فقط تصادفی<sup>۲</sup> است. در نتیجه مدیران اجرایی حتی نباید برای درک تغییرات روزانه سهام تلاشی صورت دهند، مگر در شرایطی که قیمت‌ها طی یک روز بیش از ۲ درصد یا طی یک فصل بیش از ۱۰ درصد نسبت به میانگین شرکت‌های هم‌گروه تغییر کند.

نهایتاً، برای آمال و آرزوهای خود حدی متصور باشید. همه مدیران اجرایی و سرمایه‌گذاران دوست دارند ببینند قیمت سهام شرکت آن‌ها بالا رفته است. ولی وقتی قیمت سهام آن‌ها بالا رفت، به سختی می‌توان سرعت آن را نسبت به میانگین بازار، فزاینده نگاه داشت. فرار از نوارگردان انتظارات واقعاً غیرممکن است و هیچ راه ساده‌ای برای پایین‌آوردن انتظارات نمی‌شناسیم.

---

۱. حرکات قیمت سهام نسبت به شاخص ۵۰۰ سهم استاندارد و پور در مورد نمونه‌ای از شرکت‌های غیرمالی با ارزش بازار بیش از ۱ میلیارد دلار که طی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۴ اندازه‌گیری شده است.

2. random

## پرسش‌های پایان فصل

۱. بازده کل سهامداران (TRS) چیست و چرا این نسبت حائز اهمیت است؟
۲. نوارگردان انتظارات چیست و چگونه بر توان مدیریت جهت دستیابی به بازده کل سهامداران بالاتر از میانگین طی دوره‌های زمانی بلندمدت اثرگذار است؟
۳. به کدام دلایل بالقوه ممکن است بازده کل سهامداران در کوتاه‌مدت، عملکرد واقعی شرکت و مدیران آن را منعکس نکند؟
۴. وقتی سرمایه‌گذاران انتظارات بالایی دارند و مدیران می‌خواهند از نظر سنجۀ بازده کل سهامداران بهتر از شرکت‌های هم‌گروه خود باشند، مدیران ممکن است دست به چه اقداماتی (خوب و بد) بزنند؟
۵. آیا تمام سرمایه‌گذاران هر شرکت (مثلاً شرکت تارگت) از سرمایه‌گذاری خود بازده سرمایه‌یکسانی می‌گیرند؟ برای پاسخ خود دلیل ارائه کنید.
۶. از جنبۀ نظری، اگر شرکتی کاملاً متناسب با انتظارات عمل کند، بازده کل سهامداران آن چه رفتاری خواهد داشت؟ از جنبۀ عملی چه طور؟ چرا؟
۷. آیا شرکت "الف" از نظر تمام محرک‌های ارزش (از قبیل رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده) ممکن است بهتر از شرکت ب عمل کند، ولی هم‌چنان بازده کل سهامداران آن کم‌تر باشد؟ چگونه؟
۸. چرا روش قدیمی تجزیۀ بازده کل سهامداران (تجزیه به تغییرات عایدی، تغییرات نسبت قیمت به عایدی و ثمر سود سهام) بهترین روش درک عملکرد شرکت نیست؟
۹. در رویکرد پیشنهادشده برای تجزیۀ بازده کل سهامداران، نظریۀ مربوط به بازده با فرض رشد صفر را توضیح دهید. این نظریه چیست؟ محرک این نظریه چیست؟
۱۰. با توجه به این که بازده کل سهامداران سنجۀ مناسبی جهت اندازه‌گیری عملکرد مدیریت نبوده و لذا مبنای غلطی برای جبران خدمات مدیریت است، پس شرکت‌ها چگونه باید در مورد عملکرد مدیریت قضاوت کنند؟ باید از چه سنجه‌ای استفاده کنند؟



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

## بازده وجوه سرمایه گذاری شده



وقتی مدیران اجرایی، تحلیلگران و سرمایه‌گذاران پتانسیل ارزش‌آفرینی هر کسب‌وکار را ارزیابی می‌کنند، گاهی از اصول بنیادین ارزش‌آفرینی غافل می‌مانند. این اصول می‌گویند: ارزش هر کسب‌وکار به بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد آن بستگی دارد. همان‌طور که در فصل ۲ شرح داده شد، هر چه شرکت بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود را افزایش دهد و بتواند این نرخ را در مدتی طولانی‌تر در سطحی بیش از هزینه سرمایه نگاه دارد، ارزش بیشتری خلق خواهد کرد. از این رو در هر تصمیم راهبردی و سرمایه‌گذاری، قدرت درک و پیش‌بینی عوامل محرک و نگهدارنده بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ضروری است.

چرا برخی از شرکت‌ها می‌توانند بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بسیار بالاتری از رقبا کسب کرده و آن را حفظ کنند؟ تفاوت بین شرکت ای‌بی<sup>۱</sup> و شرکت وبوان<sup>۲</sup> را در سال ۲۰۰۰ در نظر بگیرید؛ هر دو شرکت جزو شرکت‌های تازه‌وارد در اوج دوره رونق فن‌آوری‌های پیشرفته<sup>۳</sup> بودند. در ماه نوامبر سال ۱۹۹۹، ارزش بازار شرکت ای‌بی ۲۳ میلیارد دلار و ارزش بازار شرکت وبوان ۸ میلیارد دلار بود. شرکت ای‌بی به موفقیت خود ادامه داد، اما شرکت وبوان پس از چندی وجود خارجی نداشت. وقتی تأثیر راهبرد هر یک از آن‌ها بر نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را بررسی می‌کنیم، آن‌گاه این تفاوت چندان شگفت‌آور به نظر نمی‌رسد.

کسب‌وکار اصلی شرکت ای‌بی، حراج اینترنتی<sup>۴</sup> است که در ازای هر معامله مبلغ اندکی از خریدار و فروشنده دریافت می‌کند. این کسب‌وکار نیاز به هیچ نوع موجودی<sup>۵</sup> یا حساب‌های دریافتی<sup>۶</sup> ندارد و سرمایه‌گذاری مورد نیاز آن نیز اندک است. وقتی شرکت ای‌بی شروع به کار کرد، هر چه تعداد خریداران شرکت افزایش می‌یافت، فروشندگان بیشتری را به خود جلب می‌کرد و لذا مجدداً خریداران بیشتری

- 
1. eBay (<http://www.ebay.com>)
  2. Webvan (<http://www.webvan.com>)
  3. high-tech
  4. online auction
  5. inventory
  6. accounts receivable

نیز جذب شرکت می‌شدند. به علاوه در این کسب‌وکار، هزینه نهایی<sup>۱</sup> جذب هر خریدار یا فروشنده جدید نزدیک به صفر است. اقتصاددانان می‌گویند شرکتی در شرایط ای‌بی بازده فزاینده نسبت به مقیاس دارد. در کسب‌وکارهایی که بازده فزاینده نسبت به مقیاس دارند، اولین رقیبی که پیش از سایرین رشد کند، می‌تواند بازده بالایی روی وجوه سرمایه‌گذاری شده به دست آورد. بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت ای‌بی به راحتی بالای ۵۰ درصد است و این شرکت معمولاً در بازار ارزش کلانی خلق می‌کند.

کسب‌وکار شرکت وبوان پیک سوپر اینترنتی بود که در کالیفرنیا استقرار داشت. مدل کسب‌وکار شرکت وبوان برعکس شرکت ای‌بی سرمایه‌بر بود، چرا که این کسب‌وکار ناچار بود با افزایش فروش بر تعداد انبارها، کامیون‌ها و موجودی کالای خود بیفزاید. به علاوه، شرکت وبوان با حاشیه سود اندک برای فروش محصولات خود می‌بایست با سوپره‌ای محلی نیز رقابت می‌کرد. هزینه و پیچیدگی ارسال فیزیکی محصولات برای مشتریان در مدت زمان معین فراتر از صرفه‌جویی هزینه‌های حاصل از فقدان فروشگاه فیزیکی بود. نهایتاً، کسب‌وکار شرکت وبوان بازده فزاینده نسبت به مقیاس نداشت، زیرا با افزایش تقاضا، شرکت نیازمند پیک مواد غذایی، کامیون و راننده‌های بیش‌تری برای ارائه خدمات به مشتریان بود.

از ابتدا معلوم بود مدل کسب‌وکار شرکت ای‌بی مزیت رقابتی محکم و پایداری داشت که موجب بازده بالا می‌گردید، در حالی که کسب‌وکار شرکت وبوان نسبت به رقبای خود یعنی سوپرها چنین مزیتی نداشت. راهبرد شرکت ای‌بی قرین پیروزی و راهبرد شرکت وبوان در معرض فنا بود.

این فصل ارتباط بین نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و مزیت رقابتی را شرح می‌دهد؛ مزیت رقابتی خود محصول ساختار صنعت و رفتار رقابتی است. این روابط نشان می‌دهد چرا برخی از شرکت‌ها تنها ۱۰ درصد بازده روی وجوه سرمایه‌گذاری شده می‌گیرند در حالی که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده دیگر شرکت‌ها بعضاً تا ۵۰ درصد هم می‌رسد. در این فصل نشان می‌دهیم هر گاه در مورد منابع مزیت رقابتی اطلاعات کافی وجود داشته باشد، می‌توان بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت یا صنعت را توضیح داد. ابتدا بررسی می‌کنیم که راهبرد چگونه محرک مزیت رقابتی می‌شود و مزیت رقابتی خود چه‌طور محرک بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده است، و چه چیز موجب پایداری بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده می‌شود. در بخش پایانی این فصل، با تحلیل داده‌های موجود، روند بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را در

---

1. marginal cost



طول ۴۵ سال گذشته بررسی خواهیم کرد. این تحلیل تفاوت بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در میان صنایع مختلف را بررسی کرده و نیز نشان می‌دهد که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده طی زمان چگونه نوسان کرده یا ثابت می‌ماند.

## محرک‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

برای درک ارتباط میان راهبرد، مزیت رقابتی و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، نحوه نمایش زیر از بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را در نظر بگیرید:

$$\text{بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده} = \frac{\text{هزینه هر واحد} - \text{قیمت هر واحد}}{\text{نرخ مالیات} - 1} \times \text{وجوه سرمایه‌گذاری شده در هر واحد}$$

این تعبیر از بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده از نظر معنایی تفاوتی با تعریف سنتی آن (سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات تعدیل شده تقسیم بر وجوه سرمایه‌گذاری شده) ندارد. برای برجسته کردن این که مزیت رقابتی از کجا آمده است، نسبت یادشده را به درآمد پس از کسر مالیات منهای هزینه تقسیم بر وجوه سرمایه‌گذاری شده در هر واحد، تجزیه می‌کنیم.<sup>۱</sup> شرکت‌هایی که مزیت رقابتی دارند، بازده بالاتری روی وجوه سرمایه‌گذاری شده می‌گیرند، زیرا این شرکت‌ها یا قیمت بالاتری طلب می‌کنند (صرف قیمت<sup>۲</sup> دارند) یا محصولات خود را با کارایی بیشتری تولید می‌کنند (با هزینه کم‌تر یا سرمایه کم‌تر برای هر واحد) یا هر دوی این موارد.

مدل راهبردی مورد اشاره پیرامون محرک‌های مزیت رقابتی و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده از چارچوب نظری "ساختار، رفتار و عملکرد"<sup>۳</sup> تبعیت می‌کند. بر اساس این چارچوب، ساختار هر صنعت بر رفتار رقبا نفوذ دارد و رفتار رقبا محرک عملکرد شرکت‌ها در صنعت است. این چارچوب اولین بار در دهه ۱۹۳۰ توسط ادوارد میسون<sup>۴</sup> ارائه شد. در آن زمان این مطلب چندان مورد توجه نبود تا آن که مایکل

---

۱. ما واحد تولید را مطرح کردیم تا بدین وسیله توجه خواننده را به روابط در مورد قیمت، هزینه و حجم تولید جلب کنیم. البته، این فرمول منحصر به بخش تولیدی نیست. واحد می‌تواند معرف تعداد ساعات کاری باشد که برای آن صورت حساب صادر شده، یا به تعداد بیماران معاینه شده، معاملات پردازش شده و مواردی از این قبیل برگردد.

2. price premium

3. structure-conduct-performance (SCP)

4. Edward Mason

پورتر<sup>۱</sup> این مدل را در راهبرد شرکت‌ها به کار گرفت و در سال ۱۹۸۰ مقالهٔ *راهبرد رقابتی*<sup>۲</sup> را منتشر کرد. گرچه ملحقیات و شقوق گوناگونی از مدل "ساختار، رفتار و عملکرد" منشعب شده (از جمله رویکرد منبع محور<sup>۳</sup> [۱])، ولی ظاهراً چارچوب ارائه‌شده توسط پورتر همچنان با بیش‌ترین استقبال در میان اندیشمندان حوزهٔ راهبرد مواجه است. به گفتهٔ پورتر، شدت رقابت در هر صنعت از پنج نیروی نشئت می‌گیرد: تهدید تازه‌واردان، فشار محصولات جانشین، قدرت چانه‌زنی خریداران، قدرت چانه‌زنی عرضه‌کنندگان و سطح رقابت در میان رقبای موجود. شرکت‌ها برای دستیابی به سوددهی بیش‌تر باید راهبردهایی را برگزینند که مزیت رقابتی حاصل از آن، فشار این نیروها را تضعیف کرده یا تغییر دهد. از آن‌جا که پنج نیروی یادشده در میان صنایع متفاوت است و همین‌طور هر یک از شرکت‌های فعال در صنعت می‌توانند راهبرد مختلفی را دنبال کنند، لذا ممکن است بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده درون صنعت و در میان صنایع مختلف تفاوت معناداری با یکدیگر داشته باشد.

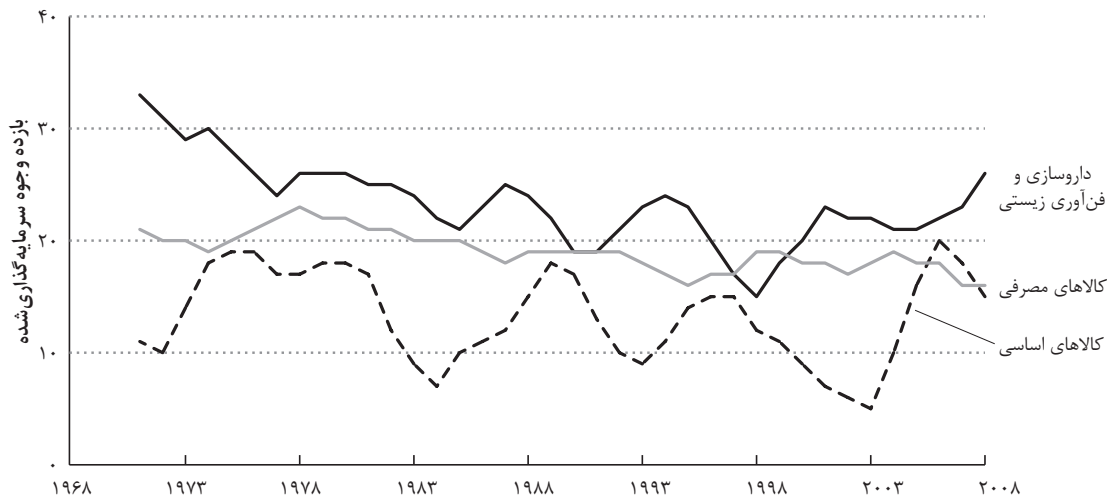
شکل ۱-۴ اهمیت ساختار صنعت را در بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده نشان می‌دهد. این شکل بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده را در سه حوزهٔ داروسازی و فن‌آوری زیستی<sup>۴</sup>، کالاهای مصرفی و کالاهای اساسی<sup>۵</sup> در طول ۳۸ سال گذشته مقایسه می‌کند. عملکرد شرکت‌های داروسازی بهتر از شرکت‌های فعال در کالاهای مصرفی و کالاهای اساسی بوده است. بازده شرکت‌های فعال در کالاهای اساسی به طرز معناداری با چرخهٔ کسب‌وکار بالا و پایین می‌رود، ولی به‌ندرت به سطح شرکت‌های فعال در کالاهای مصرفی می‌رسد.

علت اصلی تفاوت عملکرد صنایع در تفاوت میان ساختار رقابتی آن‌ها نهفته است. شرکت‌های داروسازی می‌توانند نوآوری‌هایی در محصولات تولیدی خود ارائه دهند که متعاقباً تحت حمایت حق انحصار<sup>۶</sup> بلندمدت

- 
1. Michael Porter
  2. competitive strategy
  3. resource-based approach
  4. bio technology
  5. commodities
  6. patent

شکل ۱-۴ سوددهی شرکت: صنعت در این سوددهی حائز اهمیت است

میانگین متحرک ۳ ساله نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت میانه صنعت پیش از کسر مالیات شامل سرقفلی (درصد)



مأخذ: کامپوستات (Compustat) تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی

قرار می‌گیرد. در صنعت کالاهای مصرفی شرکت‌هایی مثل پروکتراندگامبل و یونیلور<sup>۱</sup> نام‌ونشان تجاری ماندگاری از خود به جای گذاشته‌اند که امکان هر ابتکار عملی را برای رقبای جدید دشوار کرده است.

شرکت‌های ارائه‌کننده کالاهای مصرفی هم‌چنین از طریق عواملی غیر از قیمت نیز بر سر فضای اختصاص‌یافته در قفسه‌های فروشگاه‌ها با یکدیگر رقابت می‌کنند. اما برعکس، محصولات شرکت‌های فعال در کالاهای اساسی با یکدیگر تفاوت نداشته و امکان زیادی برای نوآوری وجود ندارد؛ به عنوان مثال تقریباً ماشین‌آلات تمام کارخانجات کاغذ مشابه هم است. این موضوع سبب می‌شود تا امکان اخذ صرف قیمت یا ایجاد مزیت هزینه‌ای پایدار برای تمام رقبا دشوار باشد.

همان‌طور که اختلاف معنادار بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌های فعال در صنایع یکسان نشان می‌دهد، ساختار صنعت هرگز تنها عامل تعیین‌کننده بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده نیست. مثلاً صنعت خودروسازی را در نظر بگیرید. طی سال‌های طولانی این صنعت از ظرفیت مازاد آسیب دیده است، زیرا بازده پایین این صنعت مانع ورود تازه‌واردان به این بازار نشده (ورود خودروسازان کره به بازار ایالات متحده گواهی بر این مدعاست) و از طرفی تعطیلی واحدهای خودروسازی به دلیل تشکلهای کارگری قدرتمند چندان ساده نیست. با این وجود، تویوتا<sup>۲</sup> توانست با کاهش هزینه‌های خود، نرخ بازده بالایی

1. Unilever (<http://www.unilever.com>)

2. Toyota (<http://www.toyota.com>)

روی وجوه سرمایه‌گذاری شده کسب کند. شهرت کیفیت محصولات تویوتا این شرکت را قادر ساخت تا در بازار ایالات متحده در مقایسه با تولیدکنندگان داخلی قیمت بیش‌تری از مشتریان اخذ کند (حداقل تا پیش از سال ۲۰۰۹؛ در آن سال تویوتا مجبور شد به دلیل نقص فنی، از خریداران بخواهد خودروها را به کارخانه پس بفرستند).

نهایتاً این که ساختار صنعت و رفتار رقابتی ثابت نیست؛ این دو از فن‌آوری‌های جدید، تغییر مقررات دولتی و ورود رقبا متأثر است. کل صنعت یا هر یک از شرکت‌ها ممکن است تحت تأثیر تمام این عوامل قرار گیرد یا از هیچ یک اثر نپذیرد. بدین خاطر است که حتی اگر در سال‌های آینده بازده صنعت نرم‌افزار همواره بالا باشد، لزوماً فهرست شرکت‌های پیشروی این صنعت در ۲۰ سال آینده ثابت نخواهد بود، همان‌طور که شرکت‌های پیشروی کنونی در ۲۰ سال گذشته جزو بازیگران اصلی بازار نبوده‌اند.

## مزیت رقابتی

مزیت رقابتی حاصل تلفیق پنج حوزه مزیت شرکت‌هاست که به اخذ صرف قیمت می‌انجامد و نیز حاصل چهار حوزه مربوط به کارایی هزینه و سرمایه است (به شکل ۲-۴ رجوع کنید). مهم است بدانیم که مزیت رقابتی حاصل از این حوزه‌ها در کل شرکت مصداق ندارد، بلکه واحدهای خاص کسب‌وکار و خط تولیدهای مشخصی از این حوزه‌ها بهره می‌برند. تنها در این سطح از رقابت، مفهوم مزیت رقابتی به شما امکان تفکر راهبردی می‌دهد؛ حتی اگر شرکتی تولیدات محدود و ساده‌ای چون تولید سوپ یا بسته‌بندی شکر داشته باشد، هم‌چنان ممکن است مزیت رقابتی و در نتیجه بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در برخی از خط تولیدها با سایر خطوط بسیار متفاوت باشد.

اگر حوزه‌های مزیت رقابتی را با یکدیگر مقایسه کنیم، درمی‌یابیم که صرف قیمت بیش‌ترین امکان کسب بازده جذاب روی وجوه سرمایه‌گذاری شده را برای کسب‌وکارها فراهم می‌آورد، ولی دستیابی به آن معمولاً سخت‌تر از کاهش هزینه است. به علاوه، کسب‌وکار یا محصولی که بیش‌ترین بازده را دارد، معمولاً توأمان از چند مزیت مختلف برخوردار است. مثلاً مزیت رقابتی شرکت مایکروسافت به خاطر آن است که می‌تواند مشتریان را به محصولات خود پایبند کند، لذا این توانایی مایکروسافت را قادر می‌سازد تا صرف قیمت داشته باشد. شرکت مایکروسافت در طرف هزینه هم مزیت رقابتی دارد، زیرا می‌تواند محصولات خود را از طریق دانلود<sup>۱</sup> یا لوح فشرده<sup>۱</sup> ارزان قیمت با هزینه نهایی فوق‌العاده پایین به بازار عرضه کند.

1. download

## مزایای صرف قیمت

در بازار کالاهای اساسی، شرکت‌ها عموماً قیمت‌پذیراند یعنی برای ایجاد کسب‌وکار باید محصولات خود را به قیمت بازار بفروشند، زیرا ایجاد تفاوت در محصولات بسیار دشوار است. اگر شرکتی بخواهد محصول خود را با صرف قیمت بفروشد، باید به دنبال راهی باشد تا محصول خود را از رقبا متمایز سازد. در این جا پنج حوزه صرف قیمت را مشخص می‌کنیم.

**نوآوری در محصولات** نوآوری در کالاها و خدمات می‌تواند به بازده سرمایه بالایی منجر شود به شرط آن که یا محصول تولیدی تحت حمایت حق انحصار قرار گیرد، یا کپی‌برداری از روی آن دشوار باشد و یا هر دو این موارد. اگر هیچ یک از این دو مورد صادق نباشد، حتی نوآوری در محصولات کمک چندانی به بازده نخواهد کرد.

شکل ۲-۴ حوزه‌های مزیت رقابتی

صرف قیمت	کارایی هزینه و سرمایه
نوآوری در محصولات: محصولات، خدمات یا فن‌آوری‌هایی که کپی‌برداری از آن‌ها دشوار است یا با حق انحصار همراه است.	نوآوری در روش کسب‌وکار: روش کسب‌وکار متفاوت از شیوه رایج صنعت بوده و کپی‌برداری از آن دشوار است.
کیفیت: مشتری حاضر است برای تفاوت کیفی واقعی یا تصویری خود صرف قیمت بیشتر تر و بالاتری نسبت به محصولات یا خدمات رقیب بپردازد.	منابع منحصر به فرد: مزیت‌های ناشی از ویژگی‌های جغرافیایی یا دسترسی منحصر به فرد به مواد خام.
نام‌ونشان تجاری: حتی اگر هیچ تفاوت کیفی واضحی وجود نداشته باشد، مشتری حاضر است برای نام‌ونشان تجاری صرف قیمت بپردازد.	صرفه‌جویی در مقیاس انبوه: اندازه یا مقیاس کار با توجه به بازار.
پایبندکردن مشتری: مشتری نمی‌خواهد یا نمی‌تواند کالاها یا خدمات مورد استفاده خود را با کالاها یا خدمات رقیب جایگزین کند.	محصول یا فرایند مقیاس‌پذیر: قدرت افزایش مشتریان و حجم تولید با تحمل هزینه نهایی نازل.
انضباط قیمت منطقی: رهبران بازار با علامت‌دهی در مورد قیمت یا مدیریت حجم تولید، آستانه پایین قیمت را تعیین می‌کنند.	

شرکت‌های داروسازی بازده بالایی می‌گیرند، زیرا این شرکت‌ها در تولید محصول نوآوری دارند، گرچه گاهی کپی‌برداری از این محصولات آسان است، ولی این شرکت‌ها به کمک حق انحصار تا ۲۰ سال از کپی‌برداری مصون‌اند. این کسب‌وکارها می‌توانند در دورهٔ مصونیت، صرف قیمت داشته باشند، سپس بعد از این دوره، سایرین وارد بازار شده و قیمت را می‌شکنند. (حتی پس از انقضای دورهٔ حق انحصار همچنان نوعی چسبندگی قیمت<sup>۱</sup> برای محصولات صاحب حق انحصار وجود دارد).

مجموعهٔ ام‌پی‌تری‌خوان‌های آی‌پاد<sup>۲</sup> شرکت اپل<sup>۳</sup> مثالی از نوآوری در خط تولید است که گرچه حق انحصار ندارد، اما کپی‌برداری از روی آن دشوار است. سال‌ها پیش از آن که شرکت اپل، آی‌پاد را به بازار معرفی کند، ام‌پی‌تری‌خوان‌ها در بازار بودند و فن‌آوری پایهٔ تمام رقبای این محصول یکسان بود. اما آی‌پاد به خاطر طراحی جذاب و کاربری ساده و هم‌خوانی با آی‌تیونز<sup>۴</sup> موفق‌تر از سایر محصولات است. کپی‌برداری از طراحی‌های خوب می‌تواند دشوار باشد، حتی اگر آن‌ها فاقد حق انحصار باشند.

**کیفیت** واژه‌ای مثل کیفیت که کاربرد بسیار گسترده‌ای دارد باید به دقت تعریف شود. در زمینهٔ مزیت رقابتی و بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده، کیفیت به معنای تفاوت واقعی یا تصویری میان یک کالا یا خدمت با سایر کالاها و خدمات است به نحوی که مصرف‌کنندگان راغب باشند برای آن قیمت بیشتری بپردازند. به عنوان مثال در کسب‌وکار خودرو، شرکت بامو<sup>۵</sup> از صرف قیمت برخوردار است، زیرا مشتریان احساس می‌کنند رانندگی و هدایت خودروهای ساخت این شرکت بهتر از محصولات مشابه ارزان‌تر است. هزینهٔ ارائهٔ این کیفیت برتر برای بامو کم‌تر از صرف قیمت حاصله است. بنابراین شرکت بامو معمولاً در مقایسه با بسیاری از خودروسازان دیگر، بازده بیش‌تری می‌گیرد.

گاهی احساس کیفیت خیلی بیش‌تر از خود کیفیت در ذهن مصرف‌کنندگان ماندگار است. مثلاً شرکت‌های هوندا<sup>۶</sup> و تویوتا نسبت به شرکت‌های جنرال موتورز<sup>۷</sup>، فورد<sup>۱</sup> و کرایسلر<sup>۲</sup> از این مزیت بهره

1. price stickiness
2. iPod MP3 Player (<http://www.apple.com/ipodtouch>)
3. Apple (<http://www.apple.com>)
4. iTunes (<http://www.apple.com/itunes>)
5. BMW (<http://www.bmw.com>)
6. Honda (<http://www.honda.com>)
7. General Motors (<http://www.gm.com>)

برده‌اند. گرچه خودروهای امریکایی و ژاپنی از نظر سنج‌های کمی‌سازی کیفیت مثل پرسشنامه پاور<sup>۳</sup> قابل‌مقایسه بوده‌اند، اما محصولات شرکت‌های ژاپنی از صرف قیمت بهره برده‌اند، حتی زمانی که برچسب قیمت خودروهای مشابه امریکایی و ژاپنی یکسان بوده، معمولاً تولیدکنندگان امریکایی مجبور بوده‌اند محصولات خود را با ۲,۰۰۰ تا ۳,۰۰۰ دلار تخفیف بفروشند، در حالی که خودروهای ژاپنی نزدیک قیمت درخواستی<sup>۴</sup> به فروش رسیده‌اند.

**نام‌ونشان تجاری** گاهی به سختی می‌توان صرف قیمت حاصل از نام‌ونشان تجاری و صرف قیمت حاصل از کیفیت را متمایز ساخت، زیرا این دو به شدت با هم هم‌بستگی دارند. گرچه کیفیت محصول شاید مهم‌تر از نام‌ونشان تجاری تثبیت‌شده آن باشد، ولی گاهی ممکن است خود نام‌ونشان تجاری اهمیت بیش‌تری پیدا کند، به‌ویژه وقتی که نام‌ونشان تجاری در بلندمدت جایگاه خود را حفظ کرده است، مثل نام‌ونشان تجاری شرکت‌های کوکا کولا<sup>۵</sup>، پریر<sup>۶</sup>، لاکوست<sup>۷</sup> و مرسدس بنز<sup>۸</sup>.

مثلاً در حوزه‌های بسته‌بندی مواد غذایی و کالاهای مصرفی بادوام، نام‌ونشان تجاری برای برخی از محصولات (نه همه آن‌ها) موجب صرف قیمت می‌شود. در بعضی از شاخه‌های حوزه بسته‌بندی مواد غذایی مثل غلات پفکی (کورن فلکس) صبحانه، مشتریان به برخی از نام‌ونشان‌های تجاری مثل چیریوز<sup>۹</sup> به شدت وفادارند، و این در حالی است که محصولات جایگزین دیگری با کیفیت بالا و دارای نام‌ونشان تجاری و یا محصولات تولیدشده متعدد تحت نام<sup>۱۰</sup> در دسترس مشتریان قرار دارد. در سایر شاخه‌های حوزه بسته‌بندی مواد غذایی از جمله بخش گوشت، استفاده از نام‌ونشان تجاری موفقیت‌آمیز نبوده است.

- 
1. Ford (<http://www.ford.com>)
  2. Chrysler (<http://www.chrysler.com>)
  3. J.D. Power (<http://www.jdpower.com>)
  4. asking price
  5. Coca-Cola (<http://www.coca-cola.com>)
  6. Perrier (<http://www.perrier.com>)
  7. Lacoste (<http://www.lacoste.com>)
  8. Mercedes-Benz (<http://www.mercedes-benz.com>)
  9. Cheerios (<http://www.cheerios.com>)
  10. private-label

شرکت‌های تولیدکننده غلات پفکی دارای نام‌ونشان تجاری، بازده سرمایه‌ای در حدود ۳۰ درصد می‌گیرند، در حالی که بازده شرکت‌های فرآوری گوشت در حدود ۱۵ درصد است.

**پایبند کردن مشتری** هر گاه جایگزین کردن محصول یا خدمت شرکتی با محصولات و خدمات سایر شرکت‌ها برای مشتریان نسبتاً هزینه‌بر باشد<sup>۱</sup>، شرکت یادشده می‌تواند صرف قیمت داشته باشد. حتی اگر در فروش اولیه صرف قیمت نداشته باشد، حداقل می‌تواند در فروش واحدهای بعدی یا نسل‌های آتی محصول یا در بازسازی محصول اولیه صرف قیمت داشته باشد. به عنوان مثال وسایل پزشکی مثل استنت<sup>۲</sup> می‌تواند پزشک خریدار را پایبند کند زیرا پزشکان برای کسب مهارت در استفاده از این وسایل جهت درمان باید زمان زیادی را صرف تمرین کنند. وقتی دست پزشک در کار با استنت خاصی راه افتاد، به سراغ محصولات رقیب نخواهد رفت، مگر این که دلیل الزام‌آوری برای این سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد.

به همین منوال سامانه‌های مالی بلومبرگ<sup>۳</sup> به‌رغم فن‌آوری نسبتاً قدیمی هنوز در بازار خود پیشرو است، زیرا هزینه تعویض این سامانه‌ها بالاست. بانکداران و سرمایه‌گذاران برای فراگیری نحوه کار با سامانه‌های بلومبرگ مدت مدیدی را سرمایه‌گذاری کرده‌اند و تمایلی به فراگیری سامانه‌های دیگر ندارند. محصولاتی مثل بلومبرگ که در بازار جا افتاده، محرکی شدید برای مزیت رقابتی است.

**انضباط قیمت منطقی** در صنایع کالاهای اساسی که رقبای متعددی در آن فعال هستند، قانون عرضه و تقاضا قیمت‌ها و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را به پایین می‌کشد. این قانون نه تنها در مورد کالاهای اساسی شناخته‌شده مثل مواد شیمیایی و کاغذ صادق است، بلکه در مورد کالاها و خدماتی که به تازگی در زمره کالاهای اساسی درآمده‌اند نیز صدق می‌کند، مثل بلیط شرکت‌های هواپیمایی. برای آن که زیان شرکت هواپیمایی به سود تبدیل شود، کافی است قیمت بلیط آن ۵ تا ۱۰ درصد افزایش خالص داشته باشد. ولی حتی زمانی که قیمت سوخت و سایر هزینه‌ها برای همه رقبا بالا می‌رود، این شرکت‌ها سعی می‌کنند قیمت‌ها را پایین نگاه دارند، و صندلی‌های هواپیما را پر کنند تا درآمد اندک خود را حفظ نمایند.

---

۱. هزینه‌بر نسبت به قیمت محصول.

2. stent

3. Bloomberg financial terminals (<http://www.bloomberg.com>)



گاه صنعتی را می‌یابیم که می‌تواند بر نیروهای رقابت فائق آمده و قیمت خود را در سطحی تنظیم کند که شرکت‌های فعال در صنعت، با چیرگی بر قانون رقابت، بتوانند بازده سرمایه معقولی به دست آورند (که البته به ندرت بیش از ۱۵ درصد است). مثلاً سال‌هاست که تقریباً تمام آژانس‌های مستغلات ایالات متحده ۶ درصد کارمزد فروش مسکن دریافت می‌کنند. در موارد دیگر، تحریم‌های دولتی از طریق وضع مقررات موجب انتظام قیمت‌گذاری در صنعت شده است. به عنوان مثال، تا دهه ۱۹۷۰ نرخ شرکت‌های هواپیمایی در ایالات متحده بالا بود، زیرا رقبا از ورود به بازار یکدیگر منع شده بودند. وقتی در سال ۱۹۷۸ بازار مقررات‌زدایی شد، قیمت‌ها نزول کرد.

انضباط قیمت‌گذاری منطقی و در عین حال قانونی معمولاً زمانی رخ می‌دهد که یکی از رقبا نقش رهبر بازار را بر عهده دارد و سایر رقبا به سرعت از قیمت‌گذاری‌های آن شرکت تقلید می‌کنند. به علاوه، باید موانعی برای ورود تازه‌واردان به بازار وجود داشته باشد و هر یک از رقبا به اندازه‌ای بزرگ باشد که در جنگ قیمت، تنزل سود ناشی از کاهش قیمت، از سود حاصل از حجم فروش مازاد بیش‌تر باشد. اگر رقبای کوچک‌تری وجود داشته باشند که سود آن‌ها در صورت حفظ قیمت‌های جاری (با حجم فروش فعلی) بیش‌تر از افزایش فروش (با قیمت‌های پایین‌تر) باشد، برقراری انضباط قیمت‌گذاری منطقی بسیار دشوار خواهد بود.

بیش‌تر تلاش‌های بازیگران صنعت برای حفظ کف قیمت<sup>۱</sup> ناموفق است. مثلاً، صنعت کاغذ را در نظر بگیرید. از سال ۱۹۶۵ تا ۲۰۰۷ میانگین بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده این صنعت کم‌تر از ۱۰ درصد بوده است. رفتار این صنعت خود موجب بروز این مشکل بوده، زیرا بعد از افزایش تقاضا و بالارفتن قیمت‌ها، تمام شرکت‌های این صنعت می‌خواهند همزمان توسعه یابند. در نتیجه هم‌زمانی، حجم تولید کلانی به یک‌باره آماده بهره‌برداری می‌شود که تعادل عرضه و تقاضا را بر هم زده و قیمت‌ها و بازده را به پایین می‌کشد.

حتی حفظ سطح قیمت برای کارتل‌ها<sup>۲</sup> (که در اکثر نقاط دنیا غیرقانونی است) نیز دشوار است، زیرا هر یک از اعضای کارتل تمایل دارد با کاهش قیمت، فروش بیش‌تری را به سوی خود جذب کند. این مسئله که در اصطلاح "بهره‌ور بی‌هزینه"<sup>۳</sup> خوانده می‌شود، سبب می‌شود که حفظ سطوح قیمت در

1. floor price
2. cartel
3. free-rider issue

بلندمدت دشوار باشد. این موضوع حتی در مورد سازمان کشورهای صادرکننده نفت (OPEC)<sup>۱</sup> که بزرگترین و برجسته‌ترین کارتل دنیاست نیز صادق است.

## مزایای کارایی هزینه و سرمایه

از حیث نظری، کارایی هزینه و سرمایه دو مزیت رقابتی مجزاست. کارایی هزینه یعنی توانایی فروش محصولات و خدمات با هزینه‌ای کم‌تر از رقبای کارایی سرمایه یعنی فروش بیش‌تر از رقبای هر دلار وجه سرمایه‌گذاری شده. در عمل معمولاً محرک‌های هر دو یکسان بوده و جداکردن آن‌ها دشوار است. (آیا برون‌سپاری<sup>۲</sup> تولیدات شرکت اچ‌پی<sup>۳</sup> به شرکت‌های آسیایی حوزه کارایی هزینه است یا کارایی سرمایه؟) در نتیجه، در مورد چهار حوزه مزیت رقابتی زیر ناچاریم فرض کنیم این حوزه‌ها هم به کارایی هزینه و هم به کارایی سرمایه مربوطند.

**نوآوری در مدل کسب‌وکار** شیوه کسب‌وکار هر شرکت تلفیقی از تولید، تدارکات و الگوی تعامل با مشتریان است. بیش‌تر شیوه‌های تولید قابل‌کپی‌برداری است ولی گاهی اوقات کپی‌برداری از برخی شیوه‌های تولید دشوار است. مثلاً شرکت دل<sup>۴</sup> در اوایل عمر خود راه جدیدی را برای ساخت و توزیع رایانه‌های شخصی ایجاد کرد. شرکت دل مستقیماً به خود مشتریان فروش می‌کرد و ماشین‌آلات خود را به نحوی ساخته بود که تقریباً نیازی به موجودی کالا نداشت (رایانه‌ها با قطعات استاندارد مونتاژ می‌شدند و این قطعات در هر زمان و از عرضه‌کنندگان متفاوت با قیمت نازل قابل‌خریداری بود) و به محض حمل محصول برای مشتریان، وجه آن‌ها را وصول می‌کرد. برعکس، شرکت‌های اچ‌پی و کامپک<sup>۵</sup> که در آن زمان رقبای مسلط بر بازار بودند، محصولات خود را به صورت عمده تولید کرده و از طریق خرده‌فروشان به فروش می‌رساندند. در اثر کارایی هزینه و سرمایه، شرکت دل توانست در مقایسه با رقبای خود بازده بسیار بالاتری روی وجوه سرمایه‌گذاری شده به دست آورد، چرا که رقبای نمی‌توانستند به

---

1. Organization of Petroleum Exporting Countries (<http://www.opec.org>)

2. outsourcing

3. Hewlett Packard (<http://www.hp.com>)

4. Dell (<http://www.dell.com>)

5. Compaq (<http://www.compaq.com>)

سرعت و بدون آزرده فروشان به الگوی فروش مستقیم روی آورند و برای این کار به بازمهندسی فرایندهای تولید نیاز داشتند.

جالب آن که به مرور وقتی فروش شرکت دل از رایانه‌های رومیزی به رایانه‌های قابل حمل<sup>۱</sup> تغییر کرد، این فرمول موفقیت شرکت دیگر کار نمی‌کرد. قطعات رایانه‌های قابل حمل ویژگی‌های بسیار دقیق‌تری دارند و شرکت معمولاً از قطعاتی استفاده می‌کند که فروشندگان منحصراً برای شرکت دل ساخته‌اند. با توجه به این که تمام قطعات باید دقیقاً با هم هماهنگ شود، شرکت دل به حمایت بیش‌تر عرضه‌کنندگان قطعات نیاز دارد و نمی‌تواند به سادگی آن‌ها را تحت فشار قرار داده و صرفاً بر مبنای هزینه، تهدید کند که به سراغ سایر عرضه‌کنندگان خواهد رفت.

**منابع منحصر به فرد** گاهی اوقات شرکت به منبع منحصر به فردی دسترسی دارد که تقلیدپذیر نیست. این امر برای شرکت مزیت رقابتی معناداری به همراه دارد. به عنوان مثال، معدنی را تصور کنید که غنای سنگ معدن آن در مقایسه با سایر معادن بیش‌تر است. دو شرکت معدنی نیکل را در نظر بگیرید، شرکت نوریلسک نیکل<sup>۲</sup> که در شمال سیبری فلز نیکل تولید می‌کند و شرکت ویل<sup>۳</sup> که در کانادا و اندونزی مشغول به تولید این فلز است. میزان فلزات گران‌بها (از قبیل پالادیوم) در سنگ معدن شرکت نوریلسک نیکل به طرز معناداری بیش‌تر از سنگ معدن شرکت ویل است. به عبارت دیگر، شرکت نوریلسک از سنگ معدن خود نه تنها نیکل استخراج می‌کند، بلکه مقداری پالادیوم گران‌بها نیز به دست می‌آورد. در نتیجه بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده پیش از کسر مالیات شرکت نوریلسک در سال ۲۰۰۷ معادل ۶۷ درصد و در مقابل این رقم برای بخش نیکل شرکت ویل ۲۵ درصد بود. (توجه کنید که در سال ۲۰۰۷ قیمت نیکل بالا بود.)

گاهی اوقات جغرافیا در کسب مزیت از منابع منحصر به فرد ایفای نقش می‌کند. عموماً هر گاه هزینه حمل محصول نسبت به ارزش آن زیاد باشد (مثل سیمان و نمک) تولیدکنندگانی که به مشتریان خود نزدیک‌اند، مزیت منحصر به فردی دارند.

---

1. notebook

2. Norilsk Nickel (<http://www.nornik.ru>)

3. Vale (<http://nickel.vale.com>)

**صرفه‌جویی در مقیاس انبوه** معمولاً تعبیر نادرستی از مفهوم صرفه‌جویی در مقیاس انبوه وجود دارد، بدین معنا که فرض می‌شود صرف بزرگ‌شدن با صرفه‌جویی در مقیاس همراه است. در واقع، تأثیر مقیاس انبوه بر ارزش مهم است، ولی این موضوع معمولاً فقط در سطح منطقه‌ای یا حتی محلی است و نه در سطح بازار ملی یا جهانی. مثلاً، اگر خرده‌فروش باشید، بسیار مهم است که در سطح شهر، بزرگ باشید و نه در سطح کشور، زیرا هزینه‌هایی مثل انبارداری محلی و تبلیغات محلی یا ثابت<sup>۱</sup> است یا هزینه<sup>۲</sup> یک‌جا. از این رو چه یک فروشگاه داشته باشید، و چه ۱۰ فروشگاه، هزینه خرید زمان تبلیغ و هزینه فضای انبارداری در شهری چون شیکاگو<sup>۳</sup> ثابت است.

یکی از عوامل کلیدی سوددهی شرکت‌های بیمه درمانی در ایالات متحده قدرت مذاکره آن‌ها در مورد قیمت با ارائه‌دهندگان خدمات درمانی است، زیرا بیمارستان‌ها و پزشکان معمولاً در سطح محلی کار می‌کنند تا سطح ملی. شرکت بیمه‌ای که بیش‌ترین سهم بازار محلی را داشته باشد (فارغ از سهم آن در بازار ملی) در موقعیتی است که بتواند روی پایین‌ترین قیمت‌ها مذاکره کند. به بیان دیگر، بهتر آن است که در ۱۰ ایالت شرکت اول بازار باشید تا آن که در سطح ملی شرکت اول، اما در هر ایالت شرکت چهارم باشید.

شرکت‌ها تنها زمانی می‌توانند از منافع صرفه‌جویی در مقیاس انبوه بهره‌مند شوند که سرمایه‌گذاری لازم جهت دستیابی به مقیاس اقتصادی به حدی زیاد باشد که رقبا از تقبل آن هزینه‌ها واهمه داشته باشند. به عنوان مثال هر شرکتی که بخواهد با شرکت‌های یوپی‌اس<sup>۴</sup> یا فدکس<sup>۵</sup> رقابت کند، ابتدا باید هزینه ثابت سنگینی را متحمل شود تا شبکه‌ای گسترده در سطح ملی به راه بیندازد و سپس مدتی طول می‌کشد تا بتواند مشتریان آن شرکت‌ها را به سمت خود جلب کند؛ طی این دوره زمانی نه چندان کوتاه، شرکت باید با زیان فعالیت نماید. گرچه شرکت‌های فدکس و یوپی‌اس دائماً باید هزینه‌های جدیدی را تقبل کنند (برای هواپیما، کامیون و راننده)، ولی این هزینه‌ها در مقابل هزینه ثابت راه‌اندازی یک شبکه ملی، هزینه متغیر به حساب آمده و به شکل پله‌ای افزایش می‌یابند.

1. fixed cost
2. lumpy cost
3. Chicago
4. UPS (<http://www.ups.com>)
5. FedEx (<http://www.fedex.com>)

اندازه یا مقیاس انبوه ممکن است به زیان کسب‌وکار هم باشد. در دهه ۱۹۸۰، شرکت یوپی‌اس مورد حمله شرکت آرپی‌اس<sup>۱</sup> قرار گرفت که در زمینه ارسال بسته فعالیت می‌کرد و با اعطای تخفیف چشم‌گیر به مشتریان تجاری خود در مناطق پرجمعیت، کسب‌وکار خود را از دیگر رقبا متمایز کرده بود. تخفیف شرکت یوپی‌اس روی حجم ارسال اندک بود و مثلاً قیمتی که برای ارسال هر بسته از ۱۰ بسته‌ارسالی به ساختمانی اداری طلب می‌کرد، تفاوت چندانی با قیمت ارسال یک بسته به ساختمانی مسکونی نداشت. در واقع، شرکت آرپی‌اس داشت کسب‌وکار پرسود شرکت یوپی‌اس را مال خود می‌کرد و مقیاس بزرگ شرکت یوپی‌اس چندان نمی‌توانست مانع این امر شود. تجربه شرکت آرپی‌اس نشان می‌دهد آنچه حائز اهمیت است داشتن مقیاس درست در بازاری درست می‌باشد.

**محصول/فرایند مقیاس‌پذیر** برخورداری از کالا یا فرایند مقیاس‌پذیر بدان معناست که هزینه عرضه یا ارائه خدمات به مشتریان جدید بسیار پایین باشد. کسب‌وکارهایی که چنین مزیتی دارند معمولاً محصولات یا خدمات خود را به کمک فن‌آوری اطلاعات ارائه می‌دهند. شرکت اتوماتیک دیتا پروسیسینگ<sup>۲</sup> مثالی از این قبیل کسب‌وکارهاست که برای کسب‌وکارهای کوچک و متوسط خدماتی از قبیل پردازش فیش حقوق<sup>۳</sup> ارائه می‌دهد. این شرکت برای تمام مشتریان خود از همان رایانه‌ها و نرم‌افزار استفاده می‌کند، لذا افزودن به تعداد مشتریان، هزینه ناچیزی برای شرکت خواهد داشت. این مدل کسب‌وکار فوق‌العاده مقیاس‌پذیر باعث شده که حاشیه سود شرکت اتوماتیک دیتا پروسیسینگ هم‌زمان با رشد شرکت افزایش یابد. به همین ترتیب شرکت‌هایی چون ای‌بی و محصولات مثل میکروسافت آفیس می‌توانند با هزینه تفاضلی اندک بر تعداد مشتریان خود بیفزایند.

شرکت‌های فعال در حوزه رسانه که تولید و توزیع‌کننده نمایش‌های تلویزیونی‌اند نیز مثال دیگری از کسب‌وکارهای مقیاس‌پذیرند. هزینه‌های اولیه ساخت فیلم یا نمایش مثل هزینه‌های کادر فنی، صحنه‌آرایی، بازیگران و از این دست معمولاً زیاد است. ولی این هزینه‌ها، فارغ از این که نهایتاً چند نفر نمایش را ببینند ثابت است و بابت بینندگان جدید هزینه‌ای تقبل نمی‌شود. شاید هزینه اضافه‌ای برای تبلیغات و هزینه بسیار اندکی برای انتقال فیلم بر روی لوح فشرده یا پخش آن وجود داشته باشد. ولی به طور کلی با افزایش مشتریان، هزینه‌ها زیاد نمی‌شود.

---

1. RPS (<http://www.rpsdelivers.com>)

2. Automatic Data Processing (<http://www.adp.com>)

3. payroll

البته نمی‌گوییم تمام کسب‌وکارهای مبتنی بر فن‌آوری اطلاعات یا کسب‌وکارهایی که فن‌آوری اطلاعات در آنها قابل‌پیاپیاده‌سازی است مقیاس‌پذیرند. بسیاری از این کسب‌وکارها برای ارائه خدمات بر اساس قراردادهای منعقد شده با مشتریان متحمل هزینه می‌شوند و از این جهت بیش‌تر شبیه شرکت‌های مشاوره‌ای‌اند که مقیاس‌پذیر نیستند. این هزینه‌ها با افزایش تعداد کاربران زیاد می‌شود. مثلاً بسیاری از شرکت‌هایی که پایگاه داده<sup>۱</sup> دارند، با افزایش تعداد کاربران، ناچارند پایگاه خود را با روش‌های هزینه‌بر و از طریق افزودن نیروی کار، تجهیزات و تسهیلات ارتقا دهند.

## حفظ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

هر قدر شرکتی بتواند در مدت زمانی طولانی‌تر بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود را بالا نگه دارد، ارزش بیش‌تری خلق خواهد کرد. در اقتصادهایی که در شرایط رقابت کامل قرار دارند، تفاوت بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده با هزینه سرمایه در اثر رقابت از بین می‌رود. عوامل مؤثر بر توان شرکت جهت حفظ سطح بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده عبارتست از: طول چرخه حیات کسب‌وکار و محصولات، مدت دوام مزیت رقابتی و ظرفیت نوسازی کسب‌وکار و محصولات.

## طول چرخه حیات محصول

هر چه طول چرخه حیات کسب‌وکارها و محصولات شرکت بیش‌تر باشد، احتمال پایداری ماندن بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن بیش‌تر است. مثلاً، شاید شرکت چیریوس جذابیت نوآوری‌های جدید در زمینه فن‌آوری را نداشته باشد، اما طول چرخه حیات این غله پفکی به واسطه عقبه فرهنگی و نام‌ونشان تجاری احتمالاً خیلی بیش‌تر از هر فن‌آوری جدید خواهد بود. به همین منوال، اگر یکی از منابع منحصر به فرد (مثل سنگ معدن نیکل که غنی از پالادیوم است) به نحوی با طول چرخه حیات محصولات ارتباط داشته باشد، آن‌گاه می‌تواند منبع مزیتی بادوامی باشد، ولی اگر این منبع ارتباطی با طول چرخه حیات نداشته باشد، مزیت کم‌تری به همراه دارد. ارزش مدل‌های کسب‌وکاری که مشتریان را پای‌بند محصولات با چرخه حیات کوتاه می‌کند، بسیار کم‌تر از مدل‌هایی است که مشتریان را در بلندمدت پای‌بند می‌نماید. وقتی کاربران ویندوز مایکروسافت<sup>۲</sup> به این سامانه عادت کردند، دیگر علاقه نداشتند به

---

1. data center

2. Microsoft's Windows (<http://windows.microsoft.com>)

سراغ رقبای جدید بروند. حتی لینوکس<sup>۱</sup> که جایگزین کم‌هزینه‌ای برای ویندوز است، برای به دست‌آوردن سهمی از بازار تقلاي زیادی کرد، ولی مدیران سامانه‌ها و کاربران نسبت به استفاده از سیستم عامل جدید هم‌چنان با احتیاط عمل می‌کنند. موفقیت مایکروسافت در تداوم چرخه حیات ویندوز، منبع ارزش کلانی برای این شرکت بوده است.

## دوام مزیت رقابتی

اگر شرکتی نتواند مانع رقابت حاصل از تقلید شود، بازده بالا روی وجوه سرمایه‌گذاری شده عمر کوتاهی خواهد داشت و از ارزش شرکت کاسته می‌شود. مثلاً شرکت‌های هواپیمایی را در نظر بگیرید که در سال‌های اخیر هزینه‌های خود را به طرز عمده‌ای کاهش داده‌اند. دستگاه‌های خوداقدام به مسافران امکان داد تا بدون انتظار در صف، به خرید بلیط یا چاپ کارت پرواز اقدام کنند. از نقطه‌نظر شرکت‌های هواپیمایی به کمک این روش پرسنل زمینی کم‌تری می‌توانند کار مشتریان بیش‌تری را راه‌بندازند. پس چرا این بهبود هزینه موجب افزایش بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌های هواپیمایی نشد؟ از آن‌جا که تمام شرکت‌ها به این فن‌آوری دسترسی دارند، بهبود هزینه حاصل در قالب قیمت پایین‌تر مستقیماً به جیب مشتریان می‌رود. اصولاً مزایای حاصل از نام‌ونشان تجاری و کیفیت (در طرف قیمت) و مقیاس‌پذیری (در طرف هزینه) معمولاً بیش‌تر پایدار است تا مزایای حاصل از حوزه‌های موقتی مثل نوآوری که نوآوری‌های بعدی مزیت رقابتی آن را زائل می‌کند.

## ظرفیت نوسازی محصولات

کمتر شرکت یا محصولی طول چرخه حیات دراز کواکولا را دارد. اکثر شرکت‌ها باید به دنبال نوسازی کسب‌وکار و محصولات خود باشند تا بتوانند بر پایه آن مزیت رقابتی موجود را تقویت کرده یا مزیت رقابتی جدیدی بنا کنند. ارزش نام‌ونشان تجاری در این‌جا مشخص می‌شود. شرکت‌های فعال در صنعت کالاهای مصرفی بهتر از سایرین توانسته‌اند از نام‌ونشان تجاری خود در راه‌اندازی محصولات جدید بهره

---

1. Linux (<http://linux.com>)

بگیرند: به موفقیت شرکت اپل در محصولات آی‌پاد و آی‌فون<sup>۱</sup>، جهت‌گیری شرکت بولگاری<sup>۲</sup> در زمینه عطر و اودکلن و ورود شرکت مارس<sup>۳</sup> به کسب‌وکار بستنی بیندیشید. به علاوه، قدرت نوآوری می‌تواند شرکت‌ها را در نوسازی محصولات و کسب‌وکارها یاری دهد. بنابراین، بقای شرکت‌های داروسازی در گرو کشف داروهای جدید است و تولیدکنندگان شبه‌رسانا<sup>۴</sup> از جمله شرکت اینتل<sup>۵</sup> به نوآوری‌های خود در زمینه فن‌آوری متکی هستند تا بتوانند محصولاتی جدید راه‌اندازی کرده و پیشاپیش رقبای خود باقی بمانند.

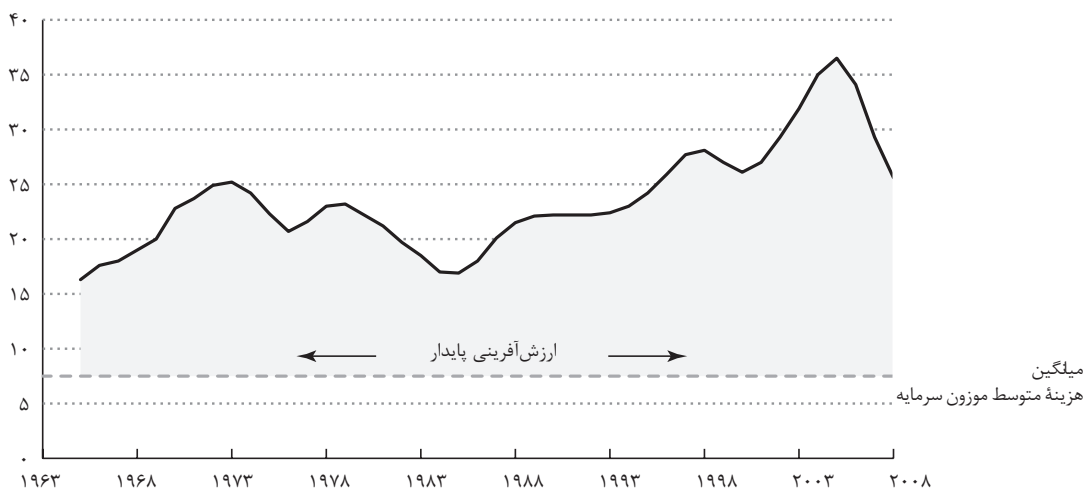
برخی شرکت‌ها مثل پروکتراندگامبل و جانسون‌اندجانسون می‌توانند ضمن حفظ خط تولید اولیه خود هم‌زمان در بازارهای جدید توسعه یابند. شرکت پروکتراندگامبل سابقه موفق و متداومی در زمینه معرفی محصولات جدید از قبیل سویفر<sup>۶</sup>، فبرز<sup>۷</sup> و کرسست وایت‌استریپس<sup>۸</sup> دارد. همین‌طور در اوایل دهه ۲۰۰۰، این شرکت توانست با اقدام به تملک چند شرکت، رشد بسزایی در زمینه محصولات آرایشی به دست آورد و درآمد شرکت در این شاخه از ۷/۳ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۹، به ۱۹/۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸ افزایش یافت. با این کار، شرکت جانسون‌اندجانسون که در سال ۱۹۹۹ تنها مالک یک نام‌ونشان تجاری میلیارد دلاری (از نظر فروش) بود، در سال ۲۰۰۸ مالک هشت نام‌ونشان تجاری میلیارد دلاری شد.

شرکت جانسون‌اندجانسون هم‌زمان با محصولات دارویی تحت حق انحصار و محصولات مصرفی دارای نام‌ونشان تجاری از قبیل تایلنول<sup>۹</sup> و شامپوی بچه جانسون<sup>۱۰</sup> بازده سرمایه بالایی به دست آورد. این

- 
1. iPhone (<http://www.apple.com/iphone>)
  2. Bvlgari (<http://www.bulgari.com>)
  3. Mars (<http://www.mars.com>)
  4. semiconductor
  5. Intel (<http://www.intel.com>)
  6. Swiffer (<http://www.swiffer.com>)
  7. Febreze (<http://www.febreze.com>)
  8. Crest Whitestrips (<http://www.crest.com>)
  9. Tylenol (<http://www.tylenol.com>)
  10. Johnson's Baby Shampoo (<http://www.johnsonsbaby.com/johnsons-baby-shampoo>)



میانگین متحرک سه ساله نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شامل سرقفلی (درصد)



شرکت به کمک نام‌ونشان تجاری قدرتمند و توان توزیع خود توانست به‌رغم ورود رقبای جدید و محصولات جایگزین، صرف قیمت خود را حفظ کند. شرکت جانسون اند جانسون از تقویت صنعت بهداشت و درمان و رشد مورد انتظار آن در دوره اوج زادوولد بهره‌برداری کرد و توانست سبد محصولات خود را با افزودن تجهیزات پزشکی و ابزارهای تشخیص بیماری متنوع و گسترده‌تر کند. شکل ۳-۴ نشان می‌دهد شرکت جانسون اند جانسون

طی دهه‌های گذشته بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود را بیش از هزینه میانگین موزون سرمایه نگاه داشته است. در واقع تقویت صنعت بهداشت و درمان در دهه ۱۹۹۰ حاکی از آن بود که بازده شرکت‌ها نسبت به دهه ۱۹۸۰ افزایش یافته بود. تنها هراس نسبت به شایعات مربوط به مسکن‌های تایلنول در دهه ۱۹۸۰ و هزینه بالای تملک‌های شرکت در دهه ۱۹۹۰ موجب شد عملکرد بسیار بالای این شرکت موقتاً تضعیف شود.

همان‌طور که در ادامه این فصل خواهیم دید، مطالعات تجربی نشان می‌دهد که در پنج دهه گذشته شرکت‌ها عموماً در حفظ نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خود بسیار موفق بوده‌اند. قطعاً وقتی شرکت‌ها راهبردی را یافته باشند که مزیت رقابتی ایجاد می‌کند، معمولاً می‌توانند طی سال‌ها این مزیت‌ها را حفظ و نوسازی کنند. گرچه رقابت نقش مهمی در پایین راندن بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بازی می‌کند، ولی مدیران می‌توانند با پیش‌بینی و پاسخ بهتر از رقبای خود به تغییرات محیطی، نرخ بازده بالای شرکت را حفظ کنند.

## تحلیل تجربی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

در این قسمت شواهدی از نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بیش از ۵۰۰۰ شرکت غیرمالی ایالات متحده از سال ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۸ را ارائه می‌دهیم. نتایج ما مبتنی بر اطلاعات پایگاه داده مرکز عملکرد شرکتی مؤسسه مک‌کینزی اند کامپانی است؛ آن داده‌ها خود برگرفته از داده‌های مالی پایگاه کامپوستات<sup>۱</sup> متعلق به مؤسسه استاندارد اند پور می‌باشد. یافته‌های کلیدی ما به صورت زیر است:

- رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۸ حدود ۱۰ درصد بوده و طی این دوره نسبتاً ثابت مانده است. اما نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در میان شرکت‌ها تفاوتی فاحش دارد و تنها نیمی از نرخ‌های مشاهده شده بین ۵ تا ۲۰ درصد بوده است.
- نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده صنعت به صنعت تغییر می‌کند، اما اندازه شرکت تأثیری بر آن ندارد. رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در صنایعی که مزیت رقابتی پایداری از قبیل حق انحصار و نام‌ونشان تجاری دارند (مثل محصولات دارویی)، معمولاً بالاست (۱۵ تا ۲۰ درصد)، در حالی که شرکت‌های فعال در صنایع پایه مثل صنعت کاغذ، شرکت‌های هواپیمایی و صنایع خدمات عمومی<sup>۲</sup> معمولاً بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده پایینی دارند (۵ تا ۱۰ درصد).
- نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده هم در میان صنایع مختلف و هم در میان شرکت‌های فعال در صنایع یکسان تفاوتی فاحش دارد. گرچه رقم میانه نرخ‌های بازده برخی صنایع بیش‌تر از سایرین است، اما دامنه<sup>۳</sup> عملکرد بین بهترین و بدترین شرکت صنایع مشابه نیز بعضاً معنادار است. در بعضی موارد به‌رغم پایین بودن رقم میانه نرخ‌های بازده صنعت، شرکت‌هایی وجود دارند که بازده بالایی کسب کرده‌اند (از جمله شرکت‌های وال‌مارت و اینتل) و برعکس.

1. Compustat (<http://www.compustat.com>)

2. utilities

3. spread

- نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده معمولاً پایداری نسبی دارند، به‌ویژه در مقایسه با نرخ‌های رشد که در فصل بعد مورد بحث قرار خواهد گرفت. رتبه‌بندی صنایع از نظر رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در طول زمان ثابت است و تنها در چند صنعت مجموع نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آشکارا بالا یا پایین رفته است که معمولاً بازتاب تغییرات ساختاری است؛ تلفیق گسترده صنعت دفاعی در دهه گذشته نمونه مناسبی از این تغییرات ساختار است. معمولاً نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده هر یک از شرکت‌ها طی زمان به تدریج به سمت رقم میانه نرخ‌های صنعت خود میل می‌کند؛ در عین حال، این نرخ‌ها بسیار پایاست. دوسوم شرکت‌هایی که در سال ۱۹۹۵ نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بیش از ۲۰ درصد داشته‌اند، ۱۰ سال بعد نیز هنوز حداقل نرخ ۲۰ درصد را حفظ کرده بودند.

### روندهای بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

برای تحلیل تاریخی عملکرد شرکت‌ها ابتدا رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را در هر سال از ۴۵ سال گذشته اندازه‌گیری کردیم. شکل ۴-۴ رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌های غیرمالی ایالات متحده را بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۸ به تصویر می‌کشد.<sup>۱</sup> بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده هم با سرقفلی ارائه شده و هم بدون آن؛ تفاوت این دو نرخ، تأثیر ادغام و تملک را نشان می‌دهد.

میانگین ارقام میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بدون سرقفلی طی این سال‌ها حدوداً ۱۰ درصد بوده و ارقام میانه نرخ‌های سالانه به استثنای سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۸ در دامنه نسبتاً محدودی بین ۷ تا ۱۱ درصد نوسان کرده است. این نوسان تصادفی نیست، بلکه مستقیماً با رشد عمومی اقتصاد مرتبط است: رگرسیون بین ارقام میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده با ارقام رشد ناخالص داخلی نشان داد که هر ۱۰ واحد افزایش رشد ناخالص داخلی به ۲ واحد افزایش در رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده منجر شده است.

با حذف چهار سال تورمی، رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌های نمونه معمولاً دو درصد بیش‌تر از رقم میانه نرخ‌های هزینه سرمایه (حدود ۸ درصد) است. با توجه به افزایش بهره‌وری در ۴۵

۱. ارقام این بخش مربوط به شرکت‌های آمریکایی است، زیرا داده‌های بلندمدت شرکت‌های غیرآمریکایی به سادگی در دسترس نمی‌باشد. در سال‌های اخیر، توزیع نرخ بازده در سراسر جهان با توزیع آن در آمریکا بسیار مشابه بوده است.

سال گذشته، شاید این رقم دو درصدی رقم چندان بالایی نباشد: وزارت کار ایالات متحده<sup>۱</sup> گزارش کرده که بهره‌وری کارگران تولیدی در سال ۲۰۰۳ حدود ۳/۵ برابر بیش‌تر از سال ۱۹۶۳ بوده است. ولی رقابت سالم سبب شده منافع حاصل از ارتقا بهره‌وری در قالب قیمت کم‌تر و حقوق بیش‌تر به مشتریان و کارکنان برسد تا این که موجب افزایش سود شرکت‌ها شود.

تقریباً تا سال ۲۰۰۴ ارقام میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ثابت بود و اگر شرکتی فقط بازده بیش از ۱۰ درصد می‌گرفت، از نظر عملکرد در نیمه بالای نمونه قرار می‌گرفت و اگر بازده حدود ۲۰ درصد داشت آن‌گاه در چارک بالای نمونه جای می‌گرفت. اما در سال‌های اخیر شرکت‌ها برای قرارگرفتن در بالای رقم میانه باید بازده سرمایه حدوداً ۲۰ درصد و برای جای‌گرفتن در چارک بالا باید حدوداً بازدهی بیش از ۲۵ درصد کسب می‌کردند.

همان‌طور که نیمه پایین شکل ۴-۴ نشان می‌دهد، گر چه نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بدون سرقفلی فزاینده بوده، اما نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده با سرقفلی چنین نبوده است. این مطلب حاکی از آن است که شرکت‌های خریدار نتوانسته‌اند از تملک‌های خود ارزش چندانی استخراج کنند. این امر بدان معنا نیست که عملکرد کسب‌وکار تملک‌شده را ارتقا نداده‌اند، بلکه اگر دقیق بنگریم، معلوم می‌شود هم‌افزایی<sup>۲</sup> معناداری تحقق یافته که بازده سرمایه بدون سرقفلی را افزایش داده است. از آن‌جا که این شرکت‌ها برای تملک‌های خود قیمت زیادی پرداخته بودند، لذا اکثر ارزش حاصل از معاملات در جیب سهامداران شرکت هدف رفته است. (در فصل ۲۱ در مورد تملک و ارزش‌آفرینی بحث می‌کنیم).

در مورد توزیع نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده نیز داستان از همین قرار است. شکل ۵-۴ توزیع نرخ‌های بازده را بین سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۶۷ در کنار سال‌های ۱۹۹۵ تا ۱۹۹۷ و ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۷ نمایش می‌دهد. توجه کنید که توزیع بازده در تمام دوره‌ها گسترده است و در ۴۵ سال گذشته نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده اکثر شرکت‌ها بین ۵ تا ۲۰ درصد بوده است. اما اخیراً بازده سرمایه بسیاری شرکت‌ها افزایش یافته است. در دهه ۱۹۶۰، تنها ۱ درصد شرکت‌ها بازده بیش از ۵۰ درصد داشته‌اند، در حالی که در اوایل دهه ۲۰۰۰ بازده ۱۴ درصد شرکت‌ها در آن سطح بوده است. در بسیاری از موارد این بهبود در صناعی رخ داده که موانع ورودی مستحکمی از قبیل حق انحصار و نام‌ونشان تجاری داشته‌اند و در این

---

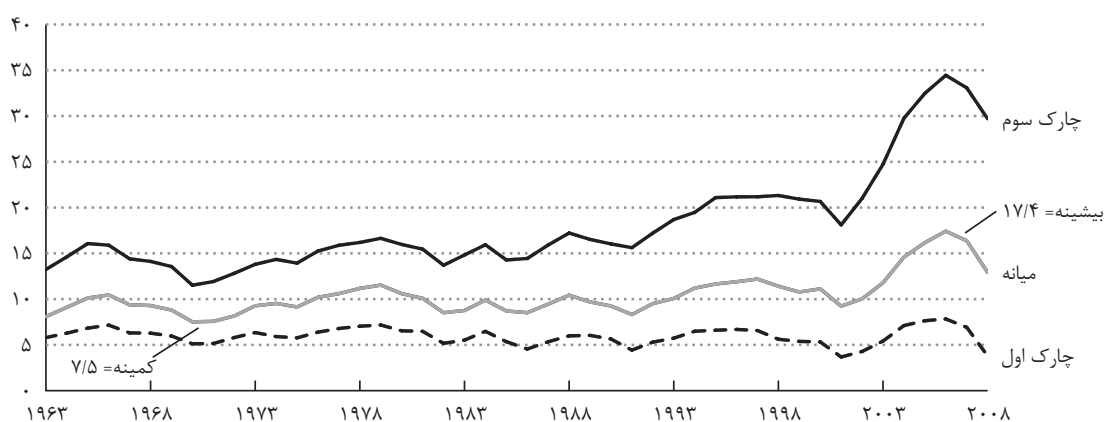
1. U.S. Department of Labor (<http://www.dol.gov>)

2. synergy

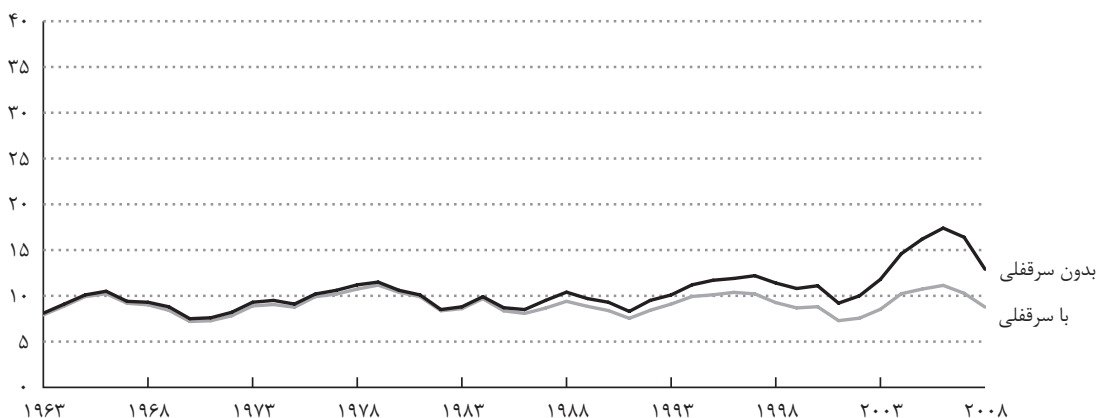
شرکت‌ها سود غیرعملیاتی حاصل از کاهش قیمت مواد اولیه و افزایش بهره‌وری به سایر ذی‌نفعان انتقال نیافته است.

شکل ۴-۴ شرکت‌های غیرمالی امریکایی: نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۸

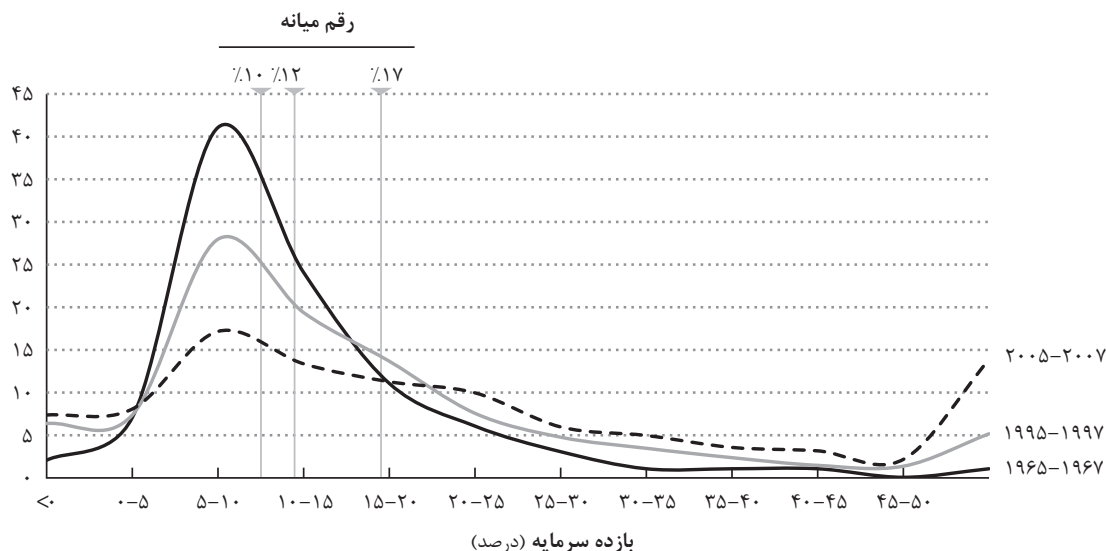
نرخ سالانه بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بدون سرقفلی (درصد)



نرخ سالانه بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده با سرقفلی (درصد)



مأخذ: کامپیوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی



مأخذ: کامپوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

اگر سرفقلى در وجوه سرمایه‌گذاری شده لحاظ شود، توزیع نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شباهت خیلی بیشتری به یکدیگر دارد. این مطلب حاکی از آن است که شرکت‌هایی که بازده بالایی روی وجوه سرمایه‌گذاری شده دارند، شرکت‌های دیگری را خریداری می‌کنند که آن‌ها نیز عملکردی بالا دارند، اما قیمت کامل شرکت خریداری شده را می‌پردازند.

### بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در صنایع مختلف و با توجه به اندازه شرکت

برای این که ببینیم اختلاف نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در میان صنایع و شرکت‌های مختلف تا چه حد به اختلاف در محرک‌های مزیت رقابتی مربوط است، تغییرات نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در صنایع مختلف را طی ۴۵ سال گذشته بررسی کردیم. شکل ۴-۶ ارقام میانه، چارک اول و چارک سوم نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده را در طیفی از صنایع مختلف نشان می‌دهد. همان‌گونه که شکل نشان می‌دهد، عملکرد مالی هم در میان صنایع مختلف و هم در میان شرکت‌های فعال در همان صنعت به طرز معناداری متغیر است. مثلاً نرخ بازده اکثر شرکت‌های خرده‌فروشی پوشاک بالاست، اما عملکرد بهترین شرکت فعال در صنعت بسته‌بندی کاغذی از شرکت‌های ضعیف صنعت خرده‌فروشی پوشاک بهتر بوده، به‌رغم آن که رقم میانه نرخ‌های بازده صنعت بسته‌بندی کاغذی پایین است. این داده‌ها محدودیت‌هایی نیز دارد، زیرا بسیاری از شرکت‌ها در زیرصنایع متعددی فعال‌اند که این امر تعریف صنایع را کاملاً گسترده کرده است. با این وجود قطعاً هم عملکرد خود شرکت و هم عملکرد صنعت آن در تعیین نرخ بازده وجوه

سرمایه‌گذاری شده تک‌تک شرکت‌ها تعیین‌کننده است. شرکت‌های متعددی وجود دارند (مثل وال‌مارت و اینتل) که به‌رغم پایین بودن رقم میانۀ نرخ‌های بازده صنعت، آن‌ها بازده جذابی کسب می‌کنند و برعکس.

صنایعی که مزیت‌های مشخص و پایداری ایجاد کرده‌اند (مثل نوآوری تحت حق انحصار و نام‌ونشان تجاری) معمولاً بازده بیش‌تری می‌گیرند. نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در شرکت‌های داروسازی و فن‌آوری‌های زیستی ۲۳/۵ درصد بوده، اما این نرخ برای شرکت‌های فعال در صنایع کالاهای اساسی و صنایعی مثل شرکت‌های هواپیمایی و صنایع خدمات عمومی که تحت نظارت‌اند بسیار پایین‌تر و به ترتیب ۵/۸ درصد و ۶/۳ درصد بوده است. در شرکت‌های حوزه رسانه و نرم‌افزار نه تنها رقم میانۀ نرخ‌های بازده بالاتر است، بلکه این نرخ تغییرات بیش‌تری نیز در میان شرکت‌های درون صنعت دارد. این صنایع می‌توانند از مقیاس‌پذیری محصولات بهره ببرند که این امر بازده بالای آن‌ها را توضیح می‌دهد، ولی در مقایسه با شرکت‌های داروسازی، حقوق انحصاری کم‌تری دارند، چرخه حیات بسیاری از محصولات آن‌ها کوتاه‌تر است و موانع ورود به این صنعت نیز کم‌تر است. این مطلب توزیع گسترده‌تر بازده این شرکت‌ها را توضیح می‌دهد.

برعکس، توزیع نرخ‌های بازده فروشگاه‌های زنجیره‌ای کاملاً محدود می‌باشد و رقم میانۀ نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها ۹ درصد است. طبعاً در مقایسه با صنایعی که از نام‌ونشان تجاری قوی، حقوق انحصاری و مدل کسب‌وکار مقیاس‌پذیر برخوردارند، قطعاً این نرخ بازده پایین است؛ عواملی که به شرکت‌ها امکان می‌دهد درون صنعت خود را از رقبا متمایز سازند.

میزان درآمد شرکت‌ها هیچ ارتباط روشنی با نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ندارد، همان‌طور که پیش‌تر در این فصل مطرح شد، این مطلب حاکی از آن است که اندازه مطلق مقیاس شرکت‌ها به ندرت می‌تواند منبع مزیت رقابتی باشد. به‌رغم این برداشت رایج که صرفه‌جویی در مقیاس انبوه دائماً هزینه واحد تولید را کاهش می‌دهد، اما بسیاری از شرکت‌ها در عین اندازه کوچک به حداقل مقیاس مؤثر دست پیدا می‌کنند. بعد از این سطح حداقل، رشد بیش‌تر موجب می‌شود هزینه واحد تولید تغییر نکند یا حتی اندکی بالا رود، زیرا با بزرگ‌تر شدن شرکت، هزینه‌های ناشی از ناکارآمدی‌های دیوان‌سالاری و عدم‌انعطاف‌پذیری پدیدار می‌شود. برای درک این نکته، شرکت هواپیمایی سوئوست<sup>۱</sup> را در نظر بگیرید. در پایان سال ۲۰۰۹ درآمد این

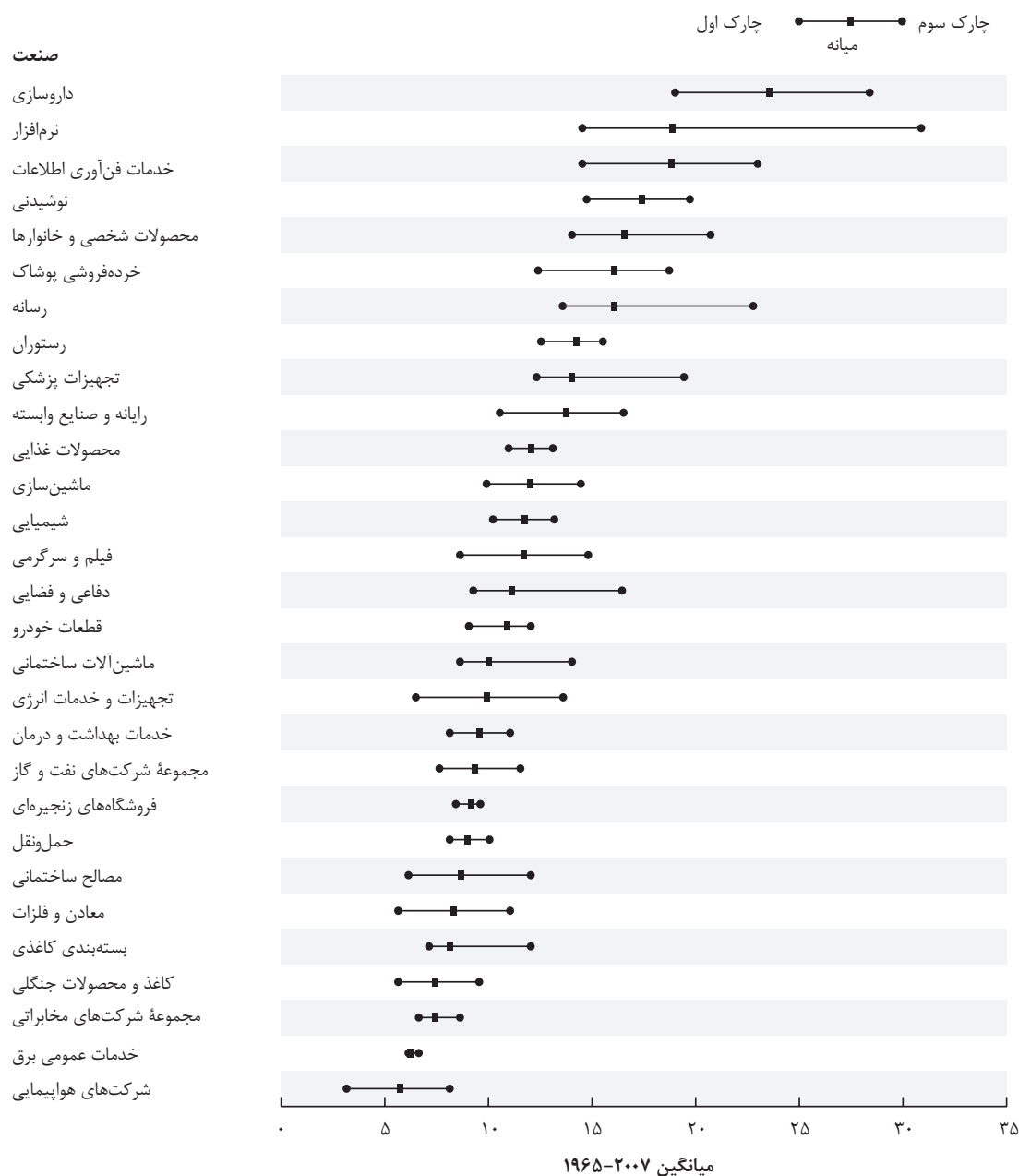
---

1. Southwest Airlines (<http://www.southwest.com>)

شرکت تنها ۵۰ درصد درآمد شرکت هواپیمایی امریکن<sup>۱</sup> بود، اما ارزش حقوق صاحبان سهام آن به سه برابر شرکت امریکن رسید.

شکل ۴-۶ اختلاف در نرخهای بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در میان صنایع و درون هر صنعت

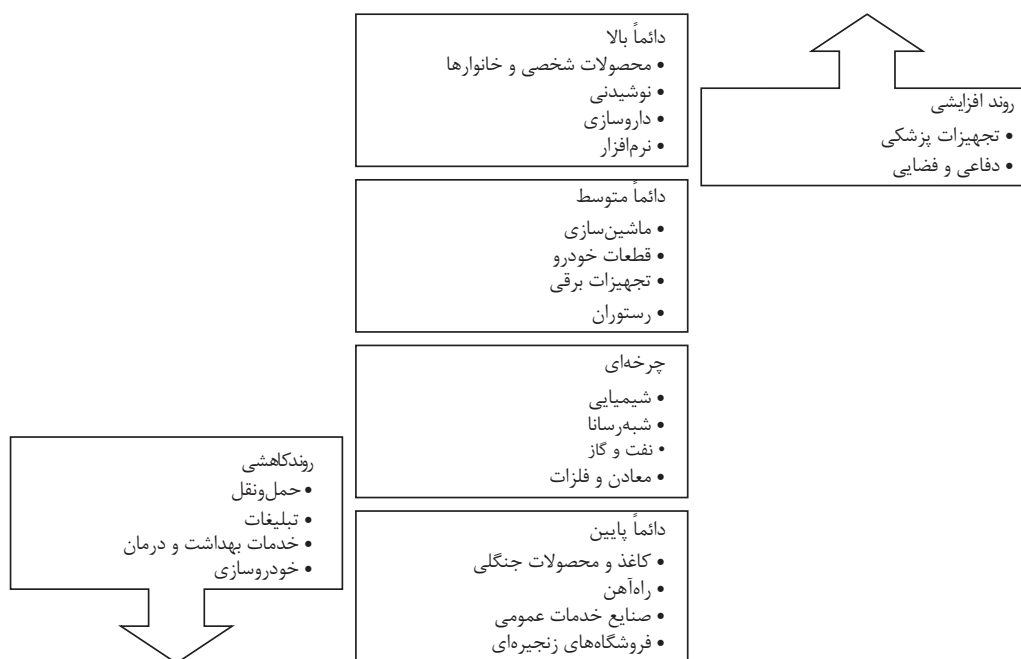
ارقام میانه نرخهای بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده صنایع مختلف بدون سرفعلی (درصد)



مأخذ: کامپوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک کینزی.

1. American Airlines (<http://www.aa.com>)





## پایداری بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

گرچه در شکل ۴-۶ نمایش داده نشده، ولی رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده طی زمان تغییر فاحشی ندارد. به همین منوال، وقتی نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده صنایع مختلف را طی ۴۵ سال گذشته در سه گروه بالا، متوسط و پایین رتبه‌بندی کردیم، همان‌طور که شکل ۴-۷ نشان می‌دهد، متوجه شدیم طی این دوره بیش‌تر شرکت‌ها در گروه یکسانی باقی مانده‌اند.

محصولات شخصی و خانوارها، نوشیدنی، داروسازی و نرم‌افزار جزو صنایعی بودند که همواره بازده بالایی گرفته‌اند. همان‌طور که انتظار دارید علت بازده بالای این صنایع، مقیاس‌پذیری (نرم‌افزار) یا برخورداری از مزیت نام‌ونشان تجاری یا حقوق انحصاری است. کاغذ و محصولات جنگلی، راه‌آهن و صنایع خدمات عمومی جزو صنایعی بودند که همواره بازده پایینی گرفته‌اند. این‌ها جزو صنایع فعال در زمینه کالاهای اساسی‌اند که به خاطر موانع اندک ورودی، استفاده از کالاهای اساسی به عنوان مواد اولیه یا تحت نظارت بودن، به سختی می‌توانند از صرف قیمت برخوردار شوند.

احتمالاً تعجب می‌کنید که فروشگاه‌های زنجیره‌ای هم در این گروه جای گرفته است. فروشگاه‌های زنجیره‌ای مثل صنایع فعال در زمینه کالاهای اساسی نمی‌توانند قیمت خود را چندان تغییر دهند و لذا

قاعداً بازده آن‌ها نیز همواره پایین است. برخی از صنایع چرخه‌ای‌اند و در نقاط مختلف چرخه خود هم بازده بالا و هم بازده پایین دارند، ولی طی زمان روندی بالا یا پایین از خود نشان نمی‌دهند.

صنایع متعددی را یافتیم که بازده آن‌ها مشخصاً روند نزولی داشت. این صنایع شامل حمل‌ونقل، تبلیغات، خدمات بهداشت و درمان و خودروسازی است. طی پنج دهه گذشته، رقابت در حوزه‌های حمل‌ونقل، تبلیغات و خودروسازی به شدت افزایش یافته است. در مورد خدمات بهداشت و درمان چند عامل موجب پایین آمدن قیمت شده است: دولت، شرکت‌های بیمه و رقابت با شرکت‌های غیرانتفاعی<sup>۱</sup>.

به ندرت صنایعی وجود دارد که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در آن‌ها روند صعودی روشنی داشته باشد. تجهیزات پزشکی و صنایع دفاعی و فضایی مثال‌هایی از این صنایع‌اند. نوآوری در تجهیزات پزشکی باعث شده این صنعت محصولات با ارزش‌افزوده بالاتر و متفاوتی مثل استنت و مفاصل مصنوعی و همین‌طور محصولات پایه‌ای از جمله سرنگ و پنس تولید کند. اما نرخ افزایشی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده صنایع دفاعی و فضایی غیرمنتظره بوده است. وقتی علت را از نزدیک بررسی می‌کنیم، متوجه می‌شویم این صنعت توانسته نیازهای سرمایه‌ای خود را کاهش دهد، چرا که دولت بسیاری از قراردادها را به طرز مؤثری جلوگیر تأمین مالی کرده است. بازده بالا روی وجوه سرمایه‌گذاری شده در این صنعت صرفاً بازتاب کاهش سرمایه پایه است.

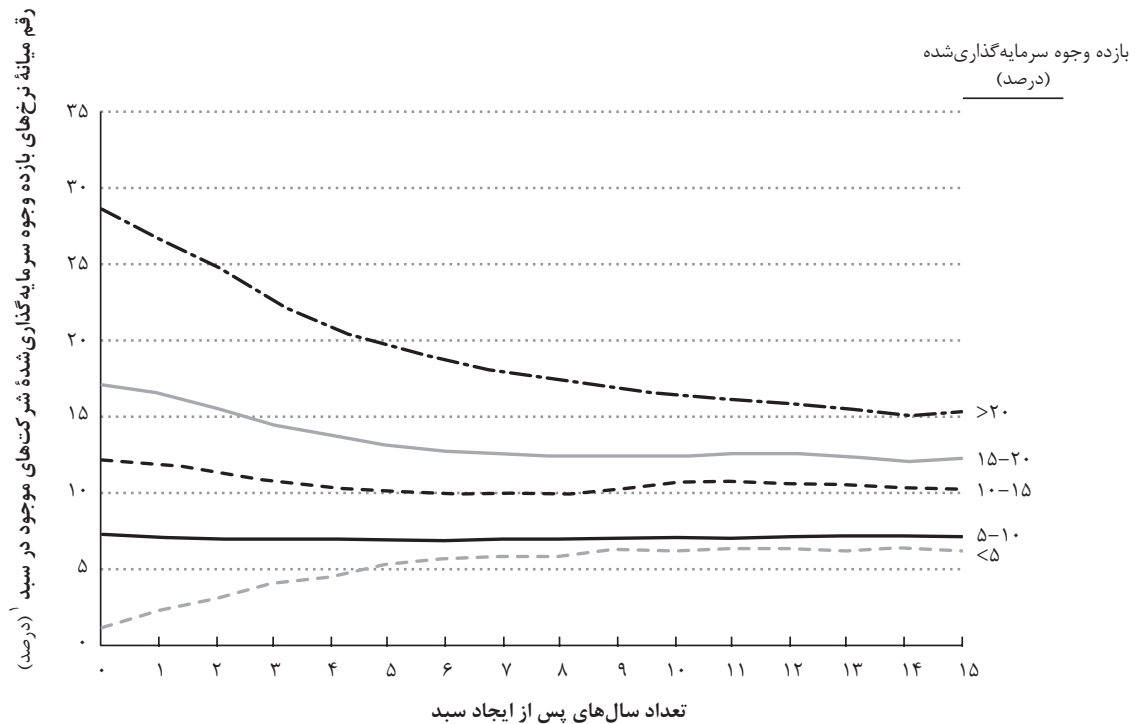
در سطح شرکت‌ها نیز شواهد مشابهی از نرخ‌های پایدار بازده به دست آوردیم. برای اندازه‌گیری پایداری نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌ها، ابتدا در هر سال سبدهایی از شرکت‌هایی ایجاد کردیم که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها در دامنه مشخصی (مثلاً بالای ۲۰ درصد) قرار داشت، سپس رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده هر سبد را طی ۱۵ سال بعد دنبال کردیم.

شکل ۸-۴ روند بازگشت به سمت رقم میانه را نشان می‌دهد. شرکت‌هایی که بازده بالایی روی وجوه سرمایه‌گذاری شده می‌گیرند، معمولاً طی ۱۵ سال بعد به تدریج شاهد نزول نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده خوداند و شرکت‌هایی که بازده کمی می‌گیرند، معمولاً طی زمان شاهد صعود این نرخ‌ها می‌باشند. نرخ‌های بازده تنها در سبدهایی از شرکت‌ها با بازده بین ۵ تا ۱۰ درصد (عمدتاً شرکت‌های تحت نظارت) ثابت می‌ماند.

---

1. nonprofit

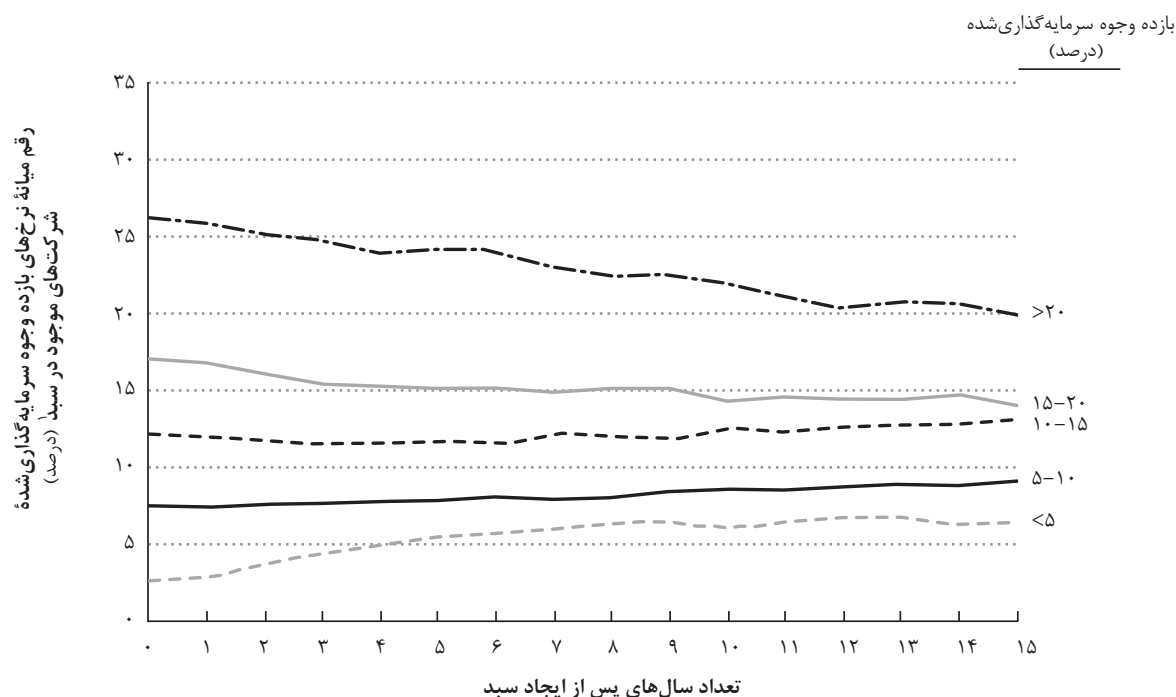
شکل ۸-۴ شرکت‌های غیرمالی: تحلیل نزول نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده



<sup>۱</sup> در سال صفر، شرکت‌ها بر اساس نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در پنج سبد تقسیم شدند. مأخذ: کامپوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

اما پدیده مهمی که در شکل ۸-۴ نمایش داده شده، ثبات عملکرد شرکت‌های برتر پس از ۱۰ سال است. گرچه شرکت‌هایی که بهترین عملکرد را دارند در بلندمدت نمی‌توانند عملکرد برجسته خود را حفظ کنند، ولی نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها طی ۱۵ سال به سطح رقم میانه مجموع شرکت‌ها (یعنی ۱۰ درصد) هم نزول نمی‌کند؛ رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در سبد شرکت‌های برتر از ۲۹ درصد به ۱۵ درصد تنزل می‌یابد. به طور کلی شرکت‌هایی که عملکرد بالایی دارند به طرز قابل توجهی قادر به حفظ مزیت رقابتی کسب‌وکار خود هستند و/یا می‌توانند کسب‌وکارهای جدیدی بیابند تا این مزیت‌ها را بازسازی کرده یا تداوم دهند.

با توجه به این‌که ارزش شرکت‌ها در دوره تداوم به شدت بر پیش‌بینی بلندمدت نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و رشد متکی است، لذا نتایج مورد اشاره الزامات روشنی برای ارزشیابی شرکت‌ها در بر دارد.



<sup>۱</sup> در سال صفر، شرکت‌ها بر اساس نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده در پنج سبد تقسیم شدند. مأخذ: کامپوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

در مورد هر شرکت نمونه‌ای که بازده بالایی روی وجوه سرمایه‌گذاری شده می‌گیرد، اتکا بر این مفهوم اقتصادی که بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده به هزینه متوسط موزون سرمایه میل می‌کند، بیش از حد محافظه‌کارانه است (ارزش در دوره تداوم در فصل ۱۰ بررسی می‌شود).

وقتی سوابق نزول نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده شرکت‌ها را ارزیابی می‌کنید، مهم است نتایج را بر اساس صنعت طبقه‌بندی کنید (به‌ویژه اگر صنعت بیانگر پایداری مزیت رقابتی باشد). در شکل ۹-۴ نزول نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده در بخش مواد خوراکی اصلی<sup>۱</sup> (زیرمجموعه صنعت مواد غذایی و مواد خوراکی اصلی) به تصویر کشیده شده است. همان‌طور که نمودار نشان می‌دهد، نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده به سمت رقم میانه، ولی با سرعتی بسیار آرام‌تر از کل نمونه بازمی‌گردند. رقم میانه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده در میان شرکت‌های با عملکرد بالای صنعت مواد خوراکی اصلی در ابتدای دوره ۲۶ درصد است و پس از ۱۵ سال به ۲۰ درصد نزول می‌کند، در حالی که همین رقم در میان کل شرکت‌های با عملکرد بالای صنعت مواد غذایی و مواد خوراکی اصلی تا ۱۵ درصد نزول کرده است. حتی

پس از ۱۵ سال، شرکت‌هایی که از/بند/ بهترین عملکرد را داشته‌اند هنوز در مقایسه با شرکت‌هایی که بدترین عملکرد را داشته‌اند ۱۳ درصد برتری عملکرد دارند.

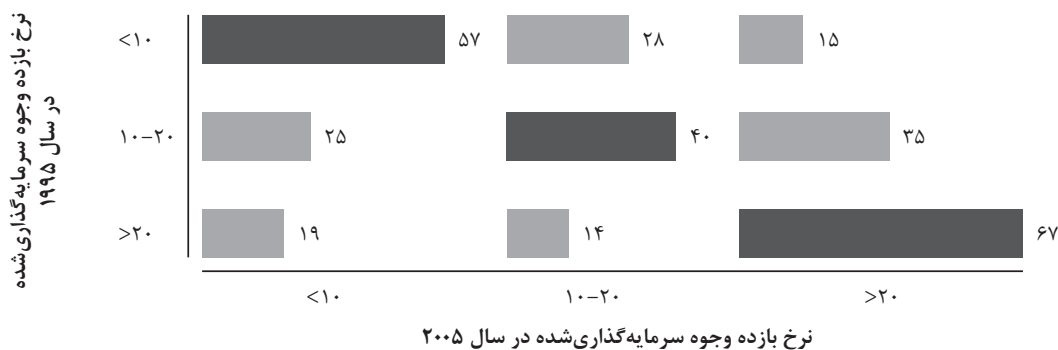
گرچه نرخ‌های نزول نرخ بازگشت به سمت رقم میانه را بررسی می‌کند، ولی فقط نتایج تجمعی را ارائه داده و چیزی در مورد دامنه بالقوه عملکرد آتی نمی‌گوید. آیا هر شرکتی که بازده بالای ۲۰ درصد می‌گیرد، نهایتاً به ۱۵ درصد می‌رسد یا برخی شرکت‌ها حتی بازده بالاتری خواهند گرفت؟ برعکس، آیا برخی از شرکت‌هایی که عملکردی قوی دارند، تبدیل به شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف می‌شوند؟ برای پاسخ این پرسش‌ها احتمال انتقال هر شرکت از یک گروه بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده به گروه دیگر را طی ۱۰ سال اندازه‌گیری کردیم. این نتایج در شکل ۱۰-۴ ارائه شده است. در این شکل احتمال انتقال را باید از چپ به راست خواند و جمع احتمال هر سطر ۱۰۰ درصد می‌شود. بنابراین، به عنوان نمونه شرکتی که در سال ۱۹۹۵ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن کم‌تر از ۱۰ درصد بوده، به احتمال ۵۷ درصد در سال ۲۰۰۵ بازدهی کم‌تر از ۱۰ درصد می‌گیرد.

هم شرکت‌های با عملکرد بالا و هم شرکت‌های با عملکرد پایین ثبات معناداری در عملکرد از خود نشان می‌دهند. احتمال این‌که شرکت‌هایی با نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده بالا یا پایین در گروه خود باقی بمانند بیش‌تر از سایر شرکت‌هاست (در مورد شرکت‌هایی که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها زیر ۱۰ درصد است این احتمال ۵۷ درصد و در مورد شرکت‌هایی که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها بالای ۲۰ درصد است این احتمال ۶۷ درصد می‌باشد). حتی در میان شرکت‌هایی که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها بین ۱۰ تا ۲۰ درصد بوده، احتمال باقی ماندن در گروه پس از ۱۰ سال (۴۰ درصد) بیش‌تر از سایر احتمال‌ها بوده است.

این نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با بازده بالا روی وجوه سرمایه‌گذاری شده معمولاً این نرخ بالای خود را حفظ می‌کنند و شرکت‌های با بازده پایین روی وجوه سرمایه‌گذاری شده نیز معمولاً این نرخ پایین خود را نگاه می‌دارند. ما دوره‌های زمانی طولانی‌تر را هم مطالعه کرده و به نتایج مشابهی دست یافته‌ایم؛ تنها استثنا آن بوده که تعداد شرکت‌های کم‌بازدهی که به گروه‌های بالاتر رفته باشند، کم‌تر بوده است. همان‌طور که در آغاز این قسمت از فصل کتاب بحث شد، شاید دوره ۲۰۰۵-۱۹۹۵ از این جهت غیرمعمول باشد که طی آن نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده در شرکت‌های میانه به طرز معناداری افزایش یافته است.

شکل ۱۰-۴ احتمال انتقال نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

احتمال آن که نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکتی در سال ۲۰۰۵ در گروه خاصی باشد (درصد)



مأخذ: کامپیوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

## خلاصه

درس‌های بسیاری برای آموختن در مورد نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده وجود دارد. اولاً، مزیت‌های رقابتی محرک این نرخ بازده است که برای شرکت‌ها امکان برخورداری از صرف قیمت، کارایی هزینه و سرمایه یا تلفیقی از این‌ها را فراهم می‌آورد. ثانیاً، ساختار صنعت عاملی تعیین‌کننده در نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده است، ولی البته عامل منحصر به فرد نیست. به علاوه، برخی از صنایع از الگوی کسب بازده بالا، متوسط یا پایین لزوماً تبعیت نمی‌کنند. اختلاف معناداری هم در نرخ‌های بازده شرکت‌های فعال درون یک صنعت وجود دارد. ثالثاً، و از همه مهم‌تر، اگر شرکتی فرمول یا راهبردی بیابد که موجب نرخ بازده جذابی روی وجوه سرمایه‌گذاری شده شود، به احتمال زیاد این بازده جذاب را در طول زمان و هم‌گام با تحولات اقتصاد، صنعت و وضعیت شرکت حفظ نماید؛ این قاعده به‌ویژه در مورد صنایعی صادق است که محصولات آن‌ها چرخه حیات نسبتاً طولانی دارند. متأسفانه عکس این مطلب نیز صادق است: اگر شرکتی بازده پایینی روی وجوه سرمایه‌گذاری شده بگیرد، احتمالاً آن نرخ بازده نیز پایدار می‌ماند.

## پرسش‌های پایان فصل

۱. از دیدگاه ارزش‌آفرینی، برای شرکت‌ها مهم‌تر است که بدانند کجا رقابت کنند چه‌طور؟ یعنی آیا مهم‌تر آن است که در بازارهای درستی باشیم یا در بازارهای فعلی خود بهترین بازیگر باشیم؟
۲. مثال‌هایی واقعی از شرکت‌هایی را یافته و مورد بحث قرار دهید که به‌جای نوآوری در محصولات، مزیت رقابتی خود را بر مبنای پایبند کردن مشتریان قرار داده‌اند. انتظار دارید کدام یک از این دو عامل بتواند بازده بالا روی وجوه سرمایه‌گذاری‌شده را در زمانی طولانی‌تر حفظ کند؟
۳. چرا شرکت‌های فعال در صنایع داروسازی و فن‌آوری زیستی در مقایسه با شرکت‌های فعال در زمینه فن‌آوری، سخت‌افزار و تجهیزات صنعتی معمولاً بازده بالاتری روی وجوه سرمایه‌گذاری‌شده می‌گیرند؟
۴. چرا مزیت‌های رقابتی مبتنی بر نام‌ونشان تجاری برای ارزش‌آفرینی بلندمدت معمولاً مهم‌تر از مزیت‌های مبتنی بر کیفیت محصولات یا نوآوری در محصولات است؟
۵. در مورد دلایل بالقوه گسترش توزیع نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده شرکت‌ها طی دهه‌های اخیر بحث کنید.
۶. تفاوت بین نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده بدون سرقفلی و با سرقفلی را در شرکت‌های ایالات متحده توضیح دهید: این تفاوت حاکی از چه چیز است و چرا در دهه گذشته افزایش یافته است؟
۷. در شکل ۸-۴ نزول تدریجی نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده شرکت‌های با عملکرد بالا را می‌توان با فرسایش تدریجی مزیت رقابتی این شرکت‌ها توضیح داد. در مورد افزایش تدریجی نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده شرکت‌های با عملکرد پایین چه توضیحی می‌توان ارائه داد؟
۸. در این مورد بحث کنید که چگونه ممکن است در حوزه بهداشت و درمان نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده شرکت‌های فعال در زمینه خدمات بهداشت و درمان نزولی، اما نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده شرکت‌های فعال در زمینه تجهیزات پزشکی صعودی باشد.

## مراجع این فصل

۱. مثلاً رجوع کنید به:

J. Barney, "Resource-Based Theories of Competitive Advantage: A Ten-Year Retrospective on the Resource-Based View," *Journal of Management* 27 (2001): 643-650.





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

رشد

قوام دنیای کسب‌وکار به رشد است. دیدگاه رایج آن است که شرکت‌ها برای بقا و پیشرفت باید رشد کنند و قطعاً حقایقی در این گفته نهفته است. شرکت‌هایی که به آرامی رشد می‌کنند، برای مدیران خود فرصت‌های جذاب کم‌تری به ارمغان می‌آورند و از این رو شاید در جذب و نگهداری استعدادها با مشکل روبرو شوند. هم‌چنین خطر تملک در مورد این شرکت‌ها خیلی بیش‌تر از شرکت‌های پررشد است: طی ۲۵ سال گذشته بیش‌تر شرکت‌هایی که از شاخص ۵۰۰ سهم استاندارد و پور حذف شدند، به تملک شرکت‌های بزرگ‌تر درآمده‌اند. این مطلب توضیح می‌دهد چرا شرکت‌هایی که در فهرست بورس‌های بزرگ دنیا درج شده‌اند، امروزه تحت فشار بی‌امانی‌اند که نرخ رشد خود را افزایش دهند.

اما همان‌طور که در فصل ۲ گفتیم، رشد تنها زمانی خلق ارزش می‌کند که مشتریان، پروژه‌ها یا تملک‌های جدید شرکت به نرخ بازده و جوه سرمایه‌گذاری شده بیش‌تر از هزینه سرمایه بینجامد. با بزرگ‌شدن شرکت‌ها و رقابتی‌تر شدن هرچه بیش‌تر صنایع، یافتن پروژه‌های خوب و بسیار ارزش‌آفرین به طرز فزاینده‌ای دشوار شده است. مثلاً در سال ۱۹۹۰ که شرکت وال‌مارت ۵۷,۰۰۰ کارمند جدید استخدام کرد، درآمد این شرکت ۲۶/۳ درصد رشد کرد. در سال ۲۰۰۳ این شرکت از نظر فیزیکی خیلی بزرگ‌تر شد تا جایی که مجبور شد ۱۰۰,۰۰۰ کارمند جدید استخدام کند، ولی در آن سال رشد درآمد شرکت تنها ۴/۸ درصد بود. حتی به‌رغم ارتقای بهره‌وری در سال ۲۰۰۳، شرکت وال‌مارت برای تکرار نرخ رشد درآمد سال ۱۹۹۰ خود می‌بایست حدود نیم میلیون نفر را در عرض یک سال استخدام می‌کرد؛ کاری به هر حال ناشدنی.

دستیابی به تعادل مناسب بین نرخ رشد و نرخ بازده و جوه سرمایه‌گذاری شده امری ضروری در ارزش‌آفرینی است. تحقیقات ما نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که بازده بالایی روی جوه سرمایه‌گذاری شده می‌گیرند، بازده سهامداران بیش‌تر متأثر از افزایش درآمد است تا افزایش نرخ بازده و جوه سرمایه‌گذاری شده [۱]. در واقع، متوجه شدیم اگر این قبیل شرکت‌ها اجازه دهند نرخ بازده و جوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها اندکی (ولی نه خیلی زیاد) نزول کند تا به رشد بالاتری دست یابند، بازده سهامداران آن‌ها می‌تواند بهبود پیدا کند. برعکس، در مورد شرکت‌هایی که بازده پایینی روی جوه سرمایه‌گذاری شده می‌گیرند، افزایش نرخ بازده و جوه سرمایه‌گذاری شده ارزش بیش‌تری خلق می‌کند تا رشد.

غیر از این‌که که مدیران اجرایی باید بفهمند کدام راهبرد آنان به بازده بالا روی جوه سرمایه‌گذاری شده منجر می‌شود (که در فصل گذشته مطرح شد)، هم‌چنین باید بدانند کدام یک از فرصت‌های رشد بیش‌ترین ارزش را خلق می‌کند. بنابراین، در این فصل در مورد راهبردهای اصولی محرک رشد درآمد، روش‌هایی که در آن رشد خلق ارزش می‌کند و نیز چالش‌های پایداری نرخ رشد بحث می‌کنیم و سپس داده‌های موجود در مورد الگوی رشد شرکت‌ها را طی ۴۵ سال گذشته تحلیل می‌کنیم.

## محرک‌های رشد درآمد

مثل نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده، میانگین نرخ‌های رشد درآمد نیز به طرز قابل‌توجهی در میان صنایع متفاوت است و هم‌چنین میان نرخ‌های رشد شرکت‌های فعال در صنایع مشابه نیز تفاوت‌های عمده‌ای وجود دارد. شکل ۱-۵ هر دو تفاوت یادشده را طی دوره‌ای ۱۰ ساله از سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۷ نشان می‌دهد. در برخی صنایع تغییر قیمت‌ها و فعالیت‌های ادغام و تملک مهم‌ترین مؤلفه‌های کل رشد درآمد آن حوزه بوده‌اند. به عنوان نمونه، افزایش شدید قیمت نفت در حوزه نفت و گاز سبب شده شرکت‌های این صنعت سالانه حدود ۱۳ درصد رشد درآمد (به صورت واقعی) داشته باشند که بالاترین رقم میانۀ نرخ‌های رشد در میان تمام حوزه‌هاست. از نظر حجم تولید، نرخ رشد این شرکت‌ها بسیار کمتر بوده است. عکس این مطلب در مورد صنعت رایانه و صنایع وابسته به آن صادق بوده که سالانه ۲ درصد رشد (به صورت واقعی) کرده‌اند. فشار مداوم روی قیمت سخت‌افزارهای فن‌آوری اطلاعات باعث شده این حوزه یکی از کم‌ترین سرعت‌های رشد را داشته باشد.

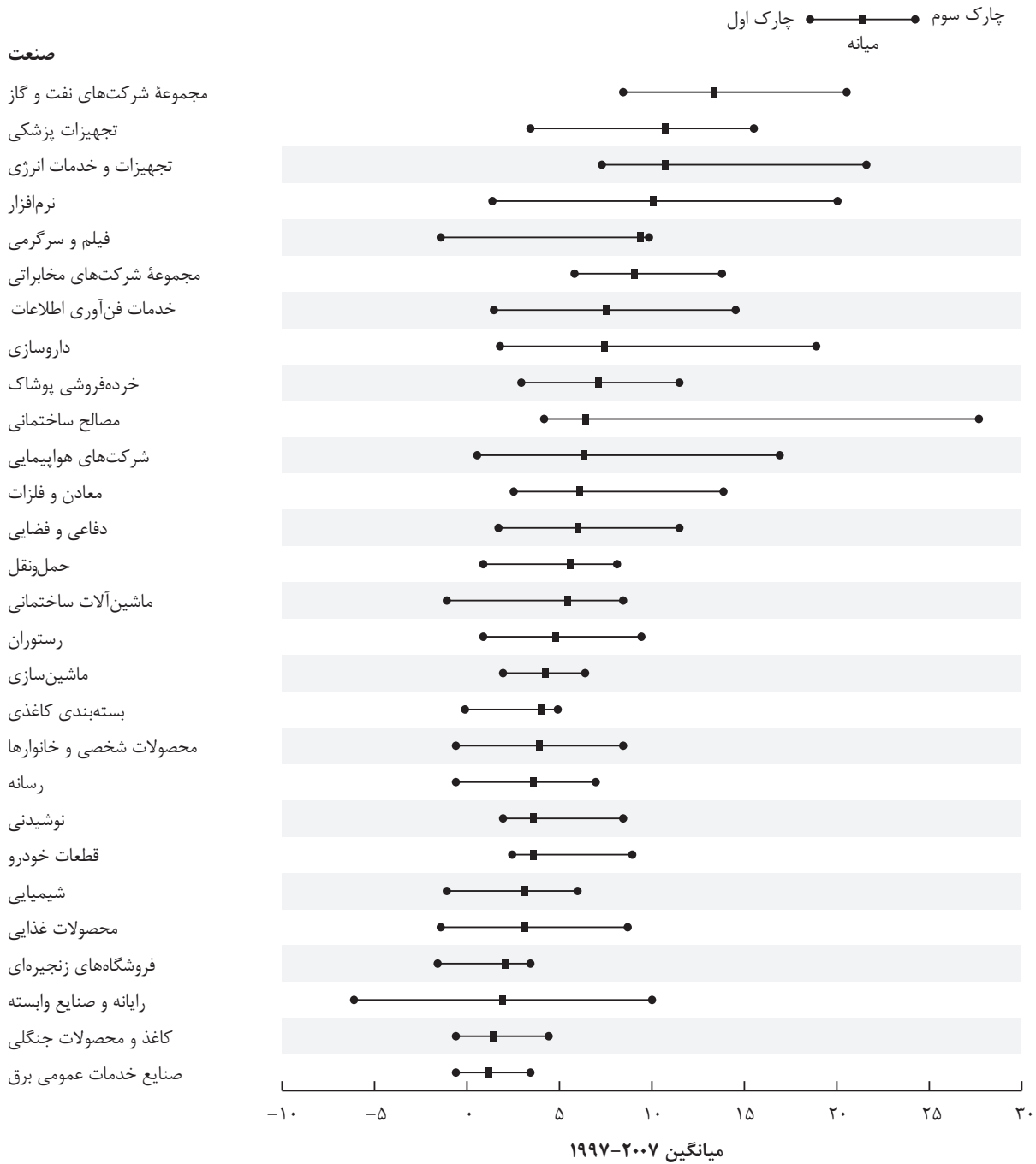
به جز تفاوت قیمت، چه چیز دیگری می‌تواند اختلاف فاحش نرخ‌های رشد را میان شرکت‌های فعال در درون یک صنعت توضیح دهد؟ مدیران اجرایی برای ارزیابی نرخ رشد در گذشته و نحوه برنامه‌ریزی آن در آینده باید دلیل این اختلاف را درک کنند. گام اول آن است که کل نرخ رشد به سه مولفه اصلی آن تجزیه شود: [۲]

۱. *تکانه*<sup>۱</sup> سبب کسب‌وکار: این رشد طبیعی درآمد است که شرکت‌ها در اثر گسترش بخش‌هایی از بازار که به سبب کسب‌وکار آن‌ها مربوط است، از آن منتفع می‌شوند.
۲. *عملکرد سهم بازار*: این رشد (یا کاهش) طبیعی درآمد است که شرکت‌ها با به دست آوردن (یا از دست دادن) سهم در هر بازار خاص از آن منتفع می‌شوند. (ما سهم بازار را این‌گونه تعریف می‌کنیم: میانگین موزون سهم شرکت از بخش‌هایی که در آن‌ها رقابت می‌کند).
۳. *ادغام و تملک*: این معرف رشد غیرطبیعی درآمد است که شرکت‌ها به هنگام خرید درآمد از طریق تملک یا فروش درآمد از طریق واگذاری آن را به دست می‌آورند.

---

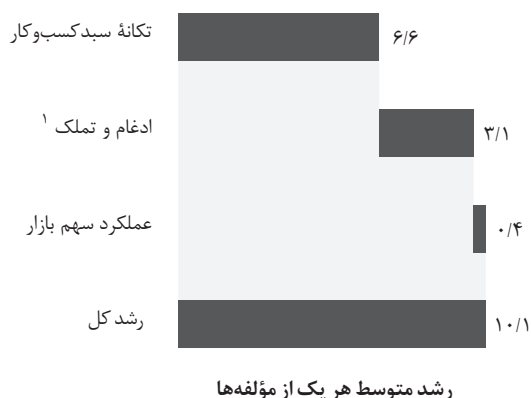
1. momentum

رشد درآمد، تعدیل شده برای تورم (درصد)



مأخذ: کامپوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

نرخ رشد درآمد مرکب سالانه ۴۱۶ شرکت بزرگ جهان بین سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۶ (درصد)



<sup>۱</sup> شامل تأثیر تغییرات درآمدی حاصل از رشدهای غیرطبیعی و سوداژیان سهام.

مأخذ: P. Viguerie, S. Smith, and M. Baghai, *The Granularity of Growth* (Hoboken, NJ: Wiley, 2008).

مهرداد بقایی<sup>۱</sup>، مشاور سابق شرکت مک‌کینزی و اسون اسمیت و پاتریک ویگوری<sup>۲</sup>، همکاران ما در این شرکت، اهمیت نسبی این سه مؤلفه را بر نرخ رشد بیش از ۴۱۶ شرکت بزرگ از سراسر جهان طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۶ تحلیل کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که تکانه سیدکسبوکار و ادغام و تملک، تفاوت میان نرخ‌های رشد شرکت‌های بزرگ را خیلی بیش‌تر توضیح می‌دهد تا رشد سهم بازار. همان‌طور که در شکل ۲-۵ نمایش داده شده، بقایی، اسمیت و ویگوری دریافتند از میانگین سالانه رشد ۱۰/۱ درصدی؛ ۶/۶ درصد مربوط به بخش‌های بازار موجود در سیدکسبوکار، ۳/۱ درصد به فعالیت‌های ادغام و تملک و فقط ۰/۴ درصد به عملکرد سهم بازار مربوط بوده است.<sup>۳</sup> [۳]

شرکت‌ها به طرق متعدد بر نرخ رشد سیدکسبوکار خود می‌توانند تأثیر بگذارند. برای مثال، شرکت‌ها از طریق تملک و واگذاری‌های خاص می‌توانند موقعیت خود را نسبت به بخش‌های رو به رشد و رو به افت بازار تغییر دهند. شرکت‌ها با معرفی طبقات جدید محصولات، خود می‌توانند بازارهای تازه‌ای را ایجاد کنند. البته بیش‌تر وقت مدیران اجرایی معمولاً صرف به‌دست‌آوردن سهم از طبقات محصولات موجود بازار می‌شود و

1. Mehrdad Baghai

2. Sven Smith and Patrick Viguerie

۳. شاید انتظار داشته باشد میانگین نرخ رشد حاصل از به‌دست‌آوردن سهم بازار در نمونه نزدیک به صفر باشد. احتمالاً مهم‌تر آن‌که کل توزیع نرخ‌های رشد حاصل از به‌دست‌آوردن سهم بازار نیز به طرز معناداری کمتر از دو مؤلفه دیگر رشد است.

این امر را با برتری عملیات اجرایی و گنجاندن اهداف سهم بازار در طرح‌های کسب‌وکار<sup>۱</sup> خود دنبال می‌کنند. گرچه این کار احتمالاً پرداختن به کم‌اثرترین حوزه رشد است، اما از نظر آنان هم‌چنان اولویت دارد. برای کسب منافع حاصل از رشد کل بازار در بخش‌های مختلف، هر شرکت باید موقعیت خود در آن بخش را حفظ کند؛ این موضوع به‌ویژه در بخش‌های پررشد مصداق بیشتری دارد که معمولاً شرکت‌های تازه‌وارد مبتکر یا کم‌هزینه را به خود جذب می‌کند. موفقیت در این امر به کیفیت عملیات اجرایی شرکت بستگی دارد.

اگر رشد شرکت بیش‌تر به پویایی بازارهای حوزه فعالیت آن بستگی دارد، پس تفاوت‌های عمده نرخ‌های رشد شرکت‌های فعال در درون صنعتی واحد از کجا ریشه می‌گیرد؟ یک توضیح به مسئله ادغام و تملک برمی‌گردد که می‌تواند حدود سه درصد به نرخ رشد شرکت‌ها بیفزاید. توضیح دوم و مهم‌تر آن است که میانگین نرخ‌های رشد شرکت‌های رقیب در یک صنعت تفاوت‌های فاحش میان نرخ‌های رشد بخش‌ها و زیربخش‌های بازار در آن صنعت را مخفی می‌سازد.

بقایی، اسمیت و ویگری برای رفع مشکل یادشده و دستیابی به فهم درستی از ساختار مولکولی و دانه‌محور<sup>۲</sup> بازارها جهت تبیین تفاوت نرخ‌های رشد درآمد شرکت‌ها، به جای آن که رشد بازار را در سطح شرکت، بخش یا واحد کسب‌وکار تحلیل کنند، آن را در سطح هر یک از محصولات و مناطق جغرافیایی با فروشی در حدود ۵۰ تا ۲۰۰ میلیون دلار تحلیل کردند [۴]. شرکت بزرگ اروپایی تولیدکننده محصولات بهداشتی مورد مثال آنان نشان می‌دهد چرا تحلیل بازار در این سطح می‌تواند اطلاعات را بهتر افشا سازد. سه کسب‌وکار این شرکت ظاهراً چشم‌انداز خوبی ندارد و نرخ‌های رشد سالانه آن‌ها در دامنه  $1/6$  تا  $7/5$  درصد نوسان می‌کند. اما دامنه نرخ‌های پیش‌بینی‌شده رشد هر یک از خط‌های تولید بسیار بالاتر است. به عنوان مثال خط تولیدی در زیرمجموعه کسب‌وکاری که کم‌ترین نرخ رشد مورد انتظار را دارد، فرصت رشد ۲۴ درصدی دارد که یکی از بهترین فرصت‌های رشد شرکت است. در عین حال، چندین خط تولید در زیرمجموعه کسب‌وکاری که بیش‌ترین نرخ رشد را دارد، به‌سرعت در حال کوچک‌شدن است و شرکت شاید مجبور به واگذاری آن‌ها شود.

---

1. business plan

2. granularity

## رشد و ارزش آفرینی

دستیابی به بالاترین نرخ رشد درآمد شاید در گرو انتخاب بازارها و تملک‌های درست باشد تا به دست آوردن سهم بازار. اما بالاترین نرخ رشد لزوماً بیش‌ترین ارزش را خلق نمی‌کند، زیرا محرک‌های سه‌گانه نرخ رشد به یک اندازه خلق ارزش نمی‌کنند. برای درک این مطلب، در نظر بگیرید که در هر سناریوی رشد درآمد چه کسی متضرر می‌شود و اقدامات تلافی‌جویانه زیان‌دیدگان تا چه اندازه مؤثر است.

هر گاه بهای افزایش سهم بازار شرکت را یکی از رقبای جاافتاده در بازار بپردازد، به‌ندرت این کار در بلندمدت ارزش زیادی خلق می‌کند، مگر آن‌که رقبای کوچک‌تر را به کلی از بازار بیرون براند. علت آن است که رقبای جاافتاده در بازار به‌سادگی می‌توانند تلافی‌جویی کنند. هر گاه رشد سهم بازار حاصل افزایش قیمت باشد، بهای این کار را مشتریان می‌پردازند و آن‌ها می‌توانند با کاهش مصرف و شناسایی محصولات جایگزین تلافی کنند.

شکل ۳-۵ ارزش اشکال اصلی رشد

ارزش خلق‌شده <sup>۱</sup>	نوع رشد	منطق
بالای میانگین	• از طریق محصولات جدید، بازار جدید ایجاد می‌کند.	• هیچ رقیب جاافتاده‌ای وجود ندارد؛ الگوی مصرف مشتریان را تغییر می‌دهد.
	• مشتریان فعلی را به خرید بیش‌تر محصولات متقاعد می‌کند.	• تمام رقبا منفعت می‌برند؛ ریسک پایین تلافی‌جویی.
	• مشتریان جدیدی را جذب بازار می‌کند.	• تمام رقبا منفعت می‌برند؛ ریسک پایین تلافی‌جویی.
میانگین	• سهمی از بازارهای پررشد می‌گیرد.	• به‌رغم از دست دادن سهم بازار، رقبا هم‌چنان رشد می‌کنند؛ ریسک متوسط تلافی‌جویی.
	• برای تسریع رشد، تملک‌های پیوندی انجام می‌دهد.	• صرف تملک‌متوسط متناسب با ظرفیت قابل دسترسی.
زیر میانگین	• با نوآوری بیش‌تر، سهم رقبا را مال خود می‌کند.	• رقبا می‌توانند تقلید کرده و مشتریان را بازگردانند.
	• با تبلیغات و قیمت‌گذاری، سهم رقبا را مال خود می‌کند.	• رقبا می‌توانند به سرعت تلافی‌جویی کنند.
	• تملک‌های بزرگ صورت می‌دهد.	• پرداخت صرف سهام بالا؛ بیش‌تر ارزش به سهامداران فروشنده سهام منتقل می‌شود.

<sup>۱</sup> به ازای هر دلار درآمد.



از این رو، ارزش جدید خلق شده در اثر افزایش قیمت نیز چندان بلندمدت نیست. بهای رشد حاصل از گسترش کل بازار را شرکت‌های فعال در صنایع دیگر می‌پردازند که حتی شاید ندانند سهم خود را به چه کسی می‌بازند. این گروه از زیان‌دیدگان کم‌ترین قدرت تلافی‌جویی را دارند، و در نتیجه رشد بازار محصولات احتمالاً بیش‌ترین ارزش را خلق می‌کند. تعیین ارزش رشد حاصل از تملک سخت‌تر است، زیرا این ارزش به شدت به قیمت تملک وابسته است (در فصل ۲۱ در این مورد بحث می‌شود).

شکل ۳-۵ شیوه‌های مختلف رشد را رتبه‌بندی می‌کند که بر اساس ظرفیت خلق ارزش در سه راهبرد کلی قابل طبقه‌بندی‌اند. شاید این رتبه‌بندی برای تمامی صنایع دقیقاً یکسان نباشد، ولی برای شروع کار مناسب است. شیوه‌هایی که بیش‌ترین ظرفیت ارزش‌آفرینی را دارند همگی اشکال مختلفی از ورود به بازار محصولات پررشداند؛ در این اشکال، به جای کسب درآمد از رقبای مستقیم یا مشتریان، درآمد را از شرکت‌های دورتر می‌گیرند.

ارائه خدمات یا محصولات جدید اگر آن قدر ابتکاری باشد که کلاً گروه محصولات تازه‌ای ایجاد کند، بیش‌ترین ظرفیت ارزش‌آفرینی را دارد. همان‌طور که در فصل قبل بحث کردیم، هر چه مزیت رقابتی شرکت در عرضه گروهی از محصولات جدید بیشتر باشد، نرخ بازده و جوه سرمایه‌گذاری شده و ارزش خلق شده برای شرکت افزایش خواهد یافت. به عنوان مثال، استنت کرونری قلب<sup>۱</sup> که در اوایل دهه ۱۹۹۰ به صورت تجاری به بازار عرضه شد، نیاز به جراحی قلب را کاهش داد، و ریسک و هزینه درمان بیماری‌های قلبی را پایین آورد. به لطف مزیت رقابتی بی‌نظیر این نوآوری در مقایسه با روش‌های قبلی و نیز در مقایسه با محصولاتی که بعدها وارد بازار شد،<sup>۲</sup> هیچ یک از رقبا نتوانستند تلافی‌جویی کنند و از این رو شرکت مبتکر آن ارزش کلانی خلق کرد. به همین منوال، تلویزیون نتوانسته با اینترنت و بازی‌های ویدیویی که با کاربر رابطه تعاملی دارند، رقابت کند و مصرف‌کنندگان این امکانات جدید را برای سرگرمی خانگی خود برگزیده‌اند. اما چون رقابت در حوزه این سرگرمی‌های دیجیتال بسیار داغ است، از این رو ارزش خلق شده به ازای هر دلار درآمد در این حوزه، البته به سطح استنت کرونری نمی‌رسد.

مورد بعد در سلسله مراتب شیوه‌های ارزش‌آفرین رشد، متقاعد کردن مشتریان فعلی به خرید بیش‌تر محصولات موجود یا محصولات مرتبط با آن است. مثلاً اگر شرکت پروکتاندگامبل مشتریان خود را متقاعد

---

## 1. coronary stent

۲. به خاطر هزینه‌های بالای تغییر روش، محصولاتی که در وهله بعد وارد بازار شد، موفقیت کمتری داشت (رجوع کنید به فصل ۴).

کند که دست‌های خود را بیش‌تر بشویند، بازار صابون سریع‌تر رشد خواهد کرد. رقبای مستقیم تلافی‌جویی نمی‌کنند، زیرا آن‌ها نیز از این اقدام منفعت دارند. احتمالاً نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده حاصل از این افزایش درآمد بالا خواهد بود، زیرا نظام تولید و توزیع بازیگران صنعت معمولاً می‌تواند با هزینه‌ی اضافی اندکی محصولات بیش‌تری تولید و عرضه کند. اگر شرکت مجبور باشد برای تحقق فروش، هزینه‌های خود را به طرز چشم‌گیر افزایش دهد، قطعاً منافع شرکت چندان زیاد نخواهد بود. مثلاً ارائه‌ی محصولات بیمه‌ای پیچیده به مشتریان بانک مستلزم هزینه‌ی فروشندگان کاملاً جدیدی است، زیرا این محصولات برای افزودن به فهرست محصولاتی که بانکداران می‌فروشند بیش از حد پیچیده است.

جذب مشتریان جدید به بازار نیز می‌تواند ارزش قابل‌توجهی خلق کند. شرکت‌های بی‌رسدورف<sup>۱</sup> و لورئال<sup>۲</sup> با متقاعد کردن مردها به استفاده از محصولات به ترتیب نیوا<sup>۳</sup> و بایوترم<sup>۴</sup> توانستند رشد فروش در محصولات مراقبت از پوست خود را تسریع کنند. در این مورد هم رقبا تلافی‌جویی نکردند، زیرا آن‌ها نیز از عرضه‌ی این طبقه از محصولات منفعت بردند. محصولات مراقبت از پوست آقایان چندان متفاوت از محصولات مشابه بانوان نبود، و بسیاری از هزینه‌های تحقیق و توسعه، تولید و توزیع با محصول مشابه به خانم‌ها مشترک بود. هزینه‌ی اضافی اصلی به بازاریابی و تبلیغات برمی‌گشت.

ارزشی که هر شرکت می‌تواند از افزایش سهم بازار خلق کند، به دو عامل بستگی دارد: نرخ رشد آن بازار و نحوه‌ی اقدام شرکت برای کسب سهم بازار. سه روش اصلی برای افزایش سهم بازار وجود دارد (گرچه در سلسله مراتب انواع رشد این روش‌ها در یک راستا قرار نمی‌گیرند). هر گاه شرکت سهم بازار را در بازاری پررشد به دست آورد، خالص درآمد رقبا نیز ممکن است هم‌چنان به شدت رشد کند، از این رو شاید رقبا تلافی‌جویی نکنند. اما به دست آوردن سهم در بازارهای بالغ، احتمالاً رقبا را به تلافی‌جویی ترغیب می‌کند.

به دست آوردن سهم از مسیر نوآوری مضاعف، مثلاً ارتقای فن‌آوری بدون تغییر بنیادین محصول و بدون ایجاد طبقه‌ی جدیدی از محصول که همواره قابل‌کی‌برداری است، ارزش زیادی خلق نمی‌کند و مزیت آن بلندمدت باقی نمی‌ماند. از نقطه‌نظر مشتریان، خودروی هیدروژنی یا برقی هیچ تفاوت بنیادین با وسایل

- 
1. Beiersdorf (<http://www.beiersdorf.com>)
  2. L'Oreal (<http://www.loreal.com>)
  3. Nivea (<http://www.nivea-international.com>)
  4. Biotherm (<http://www.biotherm.com>)

نقلیه بنزینی یا گازوئیلی ندارند، لذا نمی‌توان بابت آن تفاوت قیمت بالایی را به مشتریان تحمیل کرد تا هزینه‌های تولید جبران شود. تعداد کل خودروهای فروخته‌شده افزایش نمی‌یابد و اگر شرکتی در یک مقطع سهم بازار را مال خود کند، رقبا سعی در بازپس‌گیری آن خواهند کرد، زیرا به‌سرعت از نوآوری‌های یکدیگر کپی‌برداری می‌کنند. روی‌هم‌رفته چندان محتمل نیست که شرکت‌های خودروساز با عرضه‌ی وسایل نقلیه‌ی هیدروژنی یا برقی، ارزش زیادی خلق کنند.

به دست آوردن سهم بازار از طریق قیمت‌گذاری و تبلیغات در بازارهای بالغ، اگر نگوئیم هیچ، به‌ندرت ارزشی خلق می‌کند. در بازار پوشک یک‌بار مصرف شرکت‌های هاگیز<sup>۱</sup> و پمپرز<sup>۲</sup> بر بازار تسلط داشته و قدرت مالی زیادی دارند. اگر شرکت‌های دیگر سعی در گرفتن سهم بازار از آن‌ها داشته باشند، این شرکت‌ها می‌توانند به‌سادگی تلافی‌جویی کنند. رشد حاصل از تبلیغات گسترده که محصولات رقبا را مستقیماً نشانه می‌گیرد، موجب تحریک تلافی‌جویی رقبا می‌شود. وقتی در سال ۲۰۰۹ شرکت آمازون فعالیت خود را به بازار خرده‌فروشی وسایل الکترونیکی توسعه داد، شرکت وال‌مارت با کاهش شدید قیمت محصولات اصلی در این رشته از قبیل بازی‌های ویدئویی پر فروش و قطعات وابسته به آن به تلافی پرداخت؛ فروش ۲۰ میلیارد دلاری شرکت آمازون در سال ۲۰۰۸ تنها کسری از فروش ۴۰۶ میلیارد دلاری شرکت وال‌مارت در آن سال بود.

در بازارهای فشرده رقابتی، جنگ سهم بازار معمولاً منجر به بده‌بستان دائمی سهم بازار می‌شود، و هیچ‌یک از رقبا نمی‌توانند سهم بازار دائمی به چنگ آورند، مگر آن‌که محصول یا نحوه‌ی ارسال آن را آن‌قدر تغییر داده باشند که اساساً محصولی جدید تولید شود. استثنا زمانی اتفاق می‌افتد که شرکتی قوی‌تر سهم شرکت‌های کوچک و ضعیف‌تر را تصاحب کند و بازیگران ضعیف‌تر وادار به ترک کامل بازار شوند.

افزایش قیمت بیش از افزایش هزینه مادامی ارزش خلق می‌کند که کاهش فروش ناچیز باشد. ولی این کار معمولاً قابل‌تکرار نیست: اگر در یک سال شرکتی یا تعدادی از رقبا از افزایش قیمت جان سالم به‌دربرند، احتمال این کم است در سال بعد هم این طالع نیک به آن‌ها رخ نماید. به علاوه، اولین افزایش قیمت به‌سرعت ممکن است از بین برود. اگر این چنین نبود، باید شاهد آن بودیم که شرکت‌ها سال به سال حاشیه سود خود را بالا برند، در حالی که در واقع کمتر شاهد افزایش بلندمدت حاشیه سود هستیم. در دهه ۱۹۹۰،

---

1. Huggies (<http://www.huggies.com>)

2. Pampers (<http://www.pampers.com>)

شرکت‌های فعال در زمینه بسته‌بندی مواد غذایی در این زمینه در این زمینه استثنا بودند: آن‌ها افزایش هزینه کالاهای اساسی را به مشتریان خود انتقال دادند، ولی وقتی متعاقباً هزینه کالاهای اساسی کاهش یافت، آن‌ها قیمت‌های خود را اصلاح نکردند. البته از آن زمان تا امروز، حتی این شرکت‌ها هم دیگر نتوانسته‌اند چنین کاری را تکرار کنند.

دو رویکرد اصلی برای رشد از طریق تملک وجود دارد. رشد از طریق تملک‌های پیوندی<sup>۱</sup> می‌تواند خلق ارزش کند به شرطی که صرف پرداخت‌شده برای شرکت هدف بی‌حساب نباشد. تملک‌های پیوندی در مدل کسب‌وکار شرکت تغییرات زیادی ایجاد می‌کنند؛ به عنوان مثال، عرضه محصولات شرکت را کامل می‌کند یا بسط می‌دهد و یا خلأ نظام توزیع شرکت را پر می‌کند. شرکت آی‌بی‌ام در پیوند دادن شرکت‌های نرم‌افزاری کوچک‌تر با آی‌بی‌ام و متعاقباً بازاریابی محصولات آن‌ها از طریق شبکه توزیع و فروش جهانی خود بسیار موفق بوده است؛ بدین ترتیب می‌تواند بدون سرمایه‌گذاری اضافی، فروش زیادی انجام می‌شود. هرچند این تملک‌ها نسبتاً کوچک‌اند، اما موجب افزایش رشد شرکت آی‌بی‌ام می‌شوند بدون این‌که هزینه یا پیچیدگی زیادی برای آن شرکت به همراه داشته باشند.

برعکس، ایجاد رشد از طریق تملک‌های بزرگ (مثلاً تملک‌هایی که به اندازه نصف شرکت خریدار یا بزرگ‌ترند) معمولاً ارزشی کم‌تر خلق می‌کند. تملک‌های بزرگ معمولاً زمانی رخ می‌دهد که بازار در آستانه بلوغ قرار گرفته و صنعت ظرفیت مازاد دارد. گرچه شرکت خریدار رشد درآمد نشان می‌دهد، ولی مجموع درآمد دو شرکت معمولاً افزایش نمی‌یابد و حتی گاهی کاهش می‌یابد، زیرا مشتریان ترجیح می‌دهند به یک عرضه‌کننده وابسته نباشند. در این مورد ارزش اضافی از کاهش هزینه‌ها نشئت می‌گیرد و نه از رشد درآمد. از این گذشته، یکپارچه کردن دو شرکت به سرمایه‌گذاری قابل‌توجهی نیاز دارد و پیچیدگی و ریسک این تملک به مراتب از تملک‌های کوچک پیوندی فراتر می‌رود.

توضیح این مطلب که چرا رشد حاصل از گسترش بازار محصولات در مقایسه با تملک ارزشی بیش‌تر و پایدارتر خلق می‌کند از پشتوانه منطقی محکمی برخوردار است. با این وجود، شاید مرز روشنی بین این دو نوع رشد وجود نداشته باشد. به عنوان نمونه، برخی نوآوری‌ها رقبای موجود را به تلافی‌جویی ترغیب نمی‌کند، حتی اگر محصولات و خدمات شرکت مبتکر چندان هم جدید نباشد. رویکرد مبتکرانه شرکت وال‌مارت در خرده‌فروشی طی دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ تجربه‌ای کاملاً تازه پیش روی مشتریانی گذاشت که

---

1. bolt-on acquisition

در فروشگاه‌های شرکت از سر و کول هم بالا می‌رفتند. شاید استدلال کنید که شرکت وال مارت صرفاً سهم فروشگاه‌های کوچک محلی را تصاحب می‌کرد. ولی این که رقبای وال مارت قادر به تلافی جویی نبودند، نشان می‌دهد رویکرد شرکت وال مارت به‌راستی مبتکرانه بود. اما اگر قرار بود رشد شرکت وال مارت با جذب مشتریان شرکت تارگت واقعیت یابد، در آن صورت این کار گرفتن سهم بازار به حساب می‌آمد، زیرا شرکت‌های تارگت و وال مارت خرده‌فروشی خود را به سبکی مشابه انجام می‌دهند.

از آن جا که رشد بازار محصولات معمولاً بیش‌ترین ارزش را خلق می‌کند، شرکت‌ها باید بازار محصولاتی را هدف بگیرند که سریع‌ترین رشد را دارد، تا بدین ترتیب بتوانند به رشدی دست یابند که دائماً ارزش خلق می‌کند. اگر شرکت در بازاری نامناسب قرار گرفته و نمی‌تواند به‌سادگی وارد بازاری مناسب شود، شاید بهتر باشد نرخ رشد خود را در سطح رقبا حفظ کرده و هم‌زمان برای حفظ و ارتقای نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده خود تلاش کند. بی‌شک گفتن این مطلب به مراتب آسان‌تر از عملی کردن آن است.

## مشکلات حفظ نرخ رشد

حفظ نرخ رشد بالا به‌ویژه در مورد شرکت‌های بزرگ‌تر به مراتب سخت‌تر از حفظ نرخ بازده روی وجوه سرمایه‌گذاری‌شده است. ریاضیات این مطلب ساده است. فرض کنید بازار محصول اصلی شما با نرخ تولید ناخالص ملی (مثلاً ۵ درصد نرخ اسمی) رشد می‌کند و در حال حاضر درآمد شما ۱۰ میلیارد دلار باشد. با فرض رشد سالانه ۵ درصد، ده سال بعد درآمد شما باید ۱۶/۳ میلیارد دلار باشد. اگر به دنبال رشد طبیعی سالانه ۸ درصد باشید، بعد از ۱۰ سال درآمد شما باید به ۲۱/۶ میلیارد دلار برسد. در نتیجه، شما باید منابع درآمدی جدیدی یافت که تا سال دهم ۵/۳ میلیارد دلار رشد اضافی را پاسخ‌گو باشد. با تعدیل ۲ درصد در سال برای نرخ تورم، به ارزش واقعی سالانه می‌باید ۴/۳ میلیارد دلار اضافی فروش داشته باشید. برای دستیابی به چنین درآمدی، باید شرکتی بسازیم که در فهرست ۵۰۰ شرکت فورچون قرار بگیرد.<sup>۱</sup> اگر بازارهای محصولات شما فقط ۵ درصد رشد کند، چه‌طور ممکن است به چنان سطحی از رشد درآمد دست پیدا کنید؟

با توجه به دشواری‌های یادشده، اهداف رشد برخی شرکت‌ها واقع‌بینانه نیست. شرکتی را می‌شناسیم که با فروش فعلی بیش از ۵ میلیارد دلار، هدف رشد ۲۰ سال آتی خود را سالانه بیش از ۲۰ درصد تعیین کرده

۱. حداقل درآمد شرکت‌های فورچون ۵۰۰ در سال ۲۰۱۱، حدود ۴ میلیارد دلار بود.

است. از آنجا که رشد اقتصادی جهان (به نرخ واقعی) معمولاً سالانه زیر ۴ درصد است<sup>۱</sup> [۵]، و بسیاری از شرکت‌ها برای سهمی از این نرخ رشد در حال رقابت‌اند، هدف‌های رشد شرکت باید واقع‌بینانه‌تر تنظیم شود. حفظ نرخ رشد دشوار است، زیرا بیش‌تر بازارهای محصول چرخه حیات طبیعی دارند. منظور از بازار محصول، بازار طبقه محدودی از محصولات است که به بخش خاصی از مشتریان در منطقه جغرافیایی به‌خصوص فروخته می‌شود. همان‌طور که در سمت چپ شکل ۴-۵ نمایش داده شده، چرخه حیات بازار محصولات معمولاً در طول عمر خود تا بلوغ از یک منحنی S شکل تبعیت می‌کند. سمت راست این شکل منحنی رشد چند محصول واقعی را نشان می‌دهد که با توجه به نفوذ نسبی آن‌ها در خانوارهای آمریکایی مقیاس‌بندی شده‌اند. ابتدا، محصول باید به تأیید مصرف‌کنندگان اولیه برسد. سپس، افراد بیش‌تری به خرید محصول متمایل می‌شوند و لذا نرخ رشد محصول تسریع می‌شود تا به بالاترین نقطه نفوذ خود می‌رسد. بعد از این مقطع بلوغ و با توجه به طبیعت محصول، نرخ رشد فروش تا سطح نرخ رشد جمعیت یا اقتصاد کاهش می‌یابد و حتی شاید فروش شروع به افت کند. مثلاً، شرکت‌های خودروساز و تولیدکننده تنقلات بسته‌بندی‌شده بیش از نیم قرن است که هم‌گام با نرخ رشد اقتصاد فعالیت کرده‌اند، در حالی که تولید ویدئو کم‌تر از ۲۰ سال دوام آورد، سپس افت کرده و ناپدید شد.

گرچه معمولاً الگوی رشد تمام محصولات و خدمات یکسان است، اما میزان و سرعت رشد هر محصول متغیر است. شکل ۵-۵ شرکت‌های وال‌مارت و ای‌بی (eBay) را مقایسه می‌کند. گرچه هر دو شرکت فعالیت‌هایی خارج از کسب‌وکار اصلی خود دارند، ولی به‌طور کلی هر دو شرکت تک‌محصول‌اند. نرخ رشد شرکت وال‌مارت تا پایان دهه ۱۹۹۰ یعنی طی ۳۵ سال پس از تأسیس آن هرگز کم‌تر از ۱۰ درصد نبوده است. برعکس، شرکت ای‌بی با چنان سرعتی رشد کرد که تنها پس از ۱۲ سال به بلوغ زودرس خود رسید و شاهد نزول نرخ رشد خود به کم‌تر از ۱۰ درصد بود. از آنجا که شرکت ای‌بی مرکز حراج اینترنتی است، برای رشد به افزودن پرسنل زیادی نیاز ندارد. برعکس، شرکت وال‌مارت به‌عنوان خرده‌فروش فیزیکی باید هم‌گام با افزایش فروشگاه و فروش، پرسنل خود را نیز افزایش دهد. سرعت استخدام و آموزش افراد در شرکت وال‌مارت نرخ رشد این شرکت را در مقایسه با شرکت ای‌بی محدود می‌کند. ولی بازار اصلی شرکت وال‌مارت بسیار بزرگ‌تر از شرکت ای‌بی است. شرکت وال‌مارت در سال ۲۰۱۱ درآمدی معادل ۴۲۲ میلیارد دلار

---

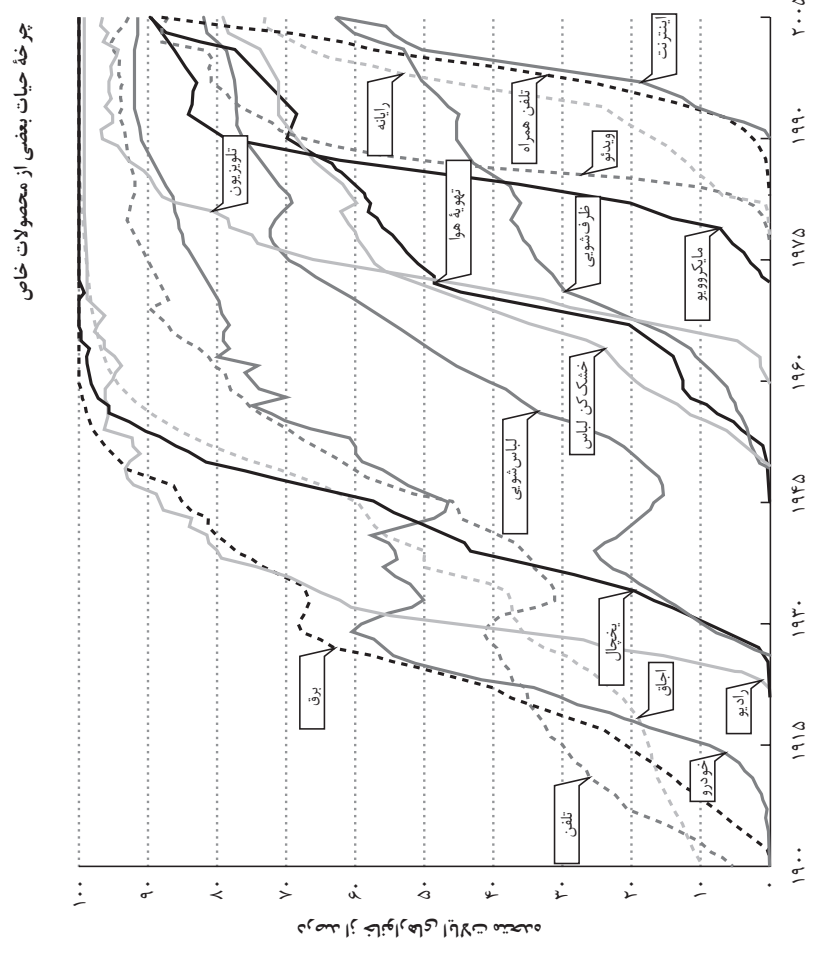
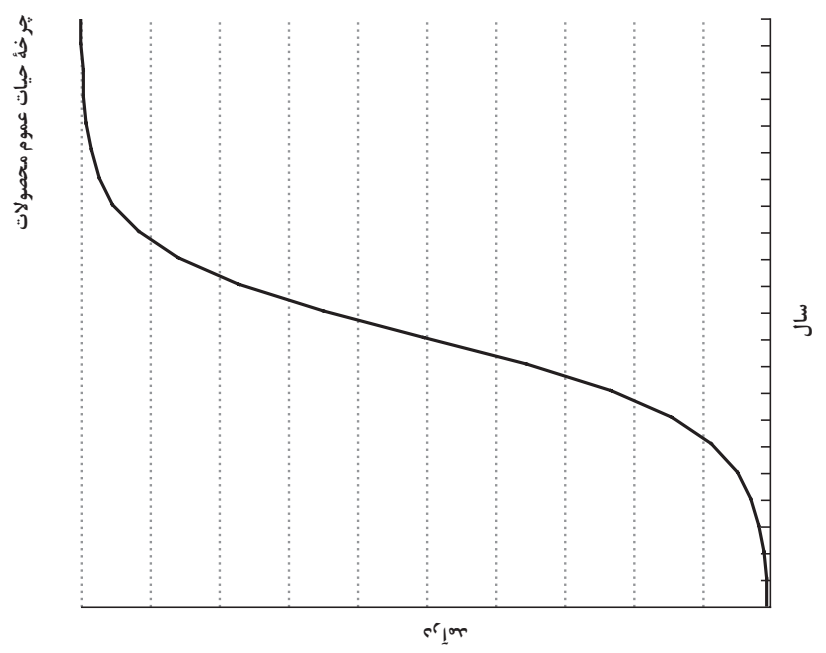
۱. رشد تولید ناخالص داخلی جهان بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۱ حداکثر سالانه ۴ درصد بوده است. در عین حال نرخ‌های رشد سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۷ از بالاترین نرخ‌های رشد اقتصادی طی دهه‌های گذشته به حساب می‌آید.

داشت که عمدتاً به فروش سوپرمارکت‌های آن تعلق داشت و از اعطای تخفیف به اجناس نشئت می‌گرفت؛ در حالی که درآمد شرکت ای‌بی تنها حدود ۹/۱ میلیارد دلار بود، زیرا بازار مخاطبان محصولات این شرکت بسیار کم‌تر بودند.

حفظ نرخ رشد بالا یکی از چالش‌های اصلی شرکت‌هاست. با توجه به چرخه حیات طبیعی محصولات، تنها راه دستیابی به رشد دائمی بالا، کشف دائمی بازارهای محصولات جدید و ورود موفق و به‌موقع به آن بازارهاست تا شرکت بتواند از فرصت پررشد و سودآور آن‌ها بهره‌مند شود. شکل ۶-۵ با نمایش فروش تجمعی شرکتی که همه ساله محصولی جدید را در بازاری (از نظر جغرافیایی یا از نظر مشتری) جدید عرضه می‌کند، این مطلب را توضیح می‌دهد. حجم فروش و نرخ رشد تمام محصولات یکسان است؛ نرخ رشد آن‌ها در ابتدا بسیار بالاست و نهایتاً با نفوذ کامل در بازار به ۳ درصد می‌رسد. گرچه شرکت هنوز محصولات جدیدی را راه‌اندازی می‌کند که به اندازه محصولات قبلی موفق است، اما با بزرگ‌تر شدن شرکت، رشد تجمعی فروش به سرعت آرام می‌شود. در بلندمدت، نرخ رشد به ۳ درصد میل می‌کند که معادل نرخ رشد بلندمدت بازارهای محصولات شرکت است. نهایتاً نرخ رشد و اندازه هر شرکت در گرو نرخ رشد و اندازه بازارهای محصولات شرکت و تعداد بازارهای محصولاتی است که در آن رقابت می‌کند.

برای حفظ نرخ رشد بالا، شرکت‌ها باید بر تأثیر "نوارگردان سبد کسب‌وکار" چیره شوند: برای هر محصولی که به بلوغ می‌رسد و درآمد آن کاهش می‌یابد باید جایگزینی هم‌اندازه پیدا کنند تا سطح درآمد شرکت ثابت بماند (و حتی جانشینی بزرگ‌تر تا به رشد خود ادامه دهد). صنایع داروسازی مثال جالبی هستند که از اواسط دهه ۱۹۹۰ به کمک داروهای فوق‌پرفروش<sup>۱</sup> مثل لپیپتور<sup>۲</sup> و سلسبرکس<sup>۳</sup> رشد بی‌نظیری از خود نشان دادند. وقتی بین سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ حقوق انحصاری این داروها منقضی شود، درآمد آن‌ها افت خواهد کرد. شرکت‌های داروسازی باید داروهایی با همان مقیاس و نفوذ تولید و عرضه کنند تا فقط بتوانند در سطح فعلی باقی بمانند، چه رسد به این که بخواهند رشد کنند. ولی یافتن حوزه‌های جدید و بزرگ رشد مستلزم اقدام به تجربیات آزمایشگاهی متعدد و افق زمانی بلندمدتی است که بسیاری از شرکت‌های دارویی تمایل به سرمایه‌گذاری در آن مقیاس را ندارند. در صنعتی دیگر، می‌توانیم به شرکت جنرال الکتریک اشاره کنیم

1. blockbuster drugs
2. Lipitor
3. Celebrex

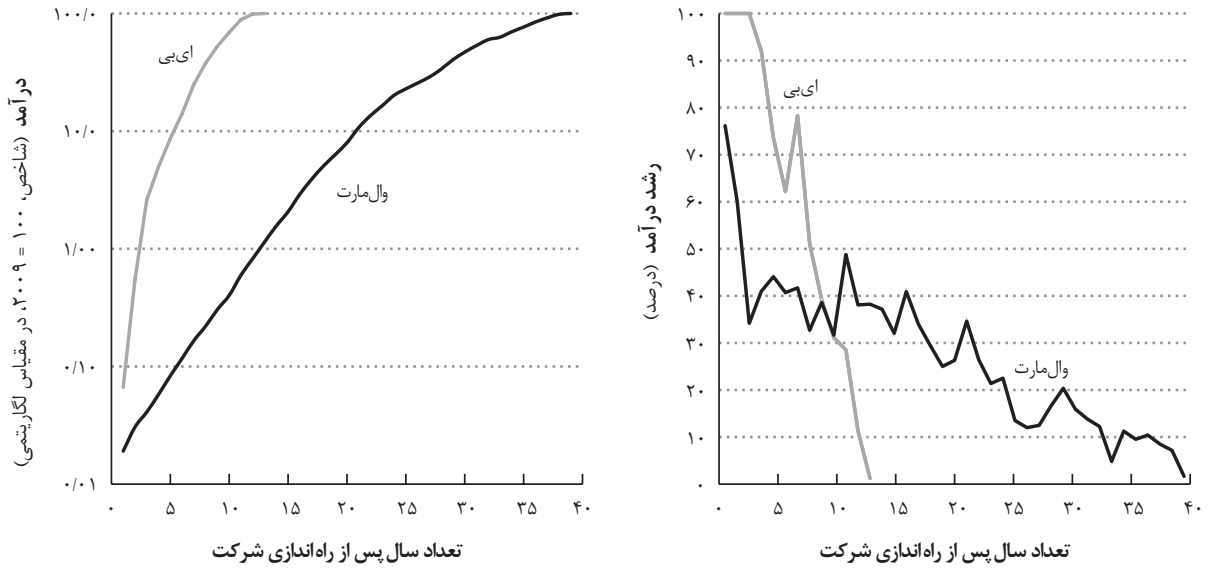


ساخت. W. Cox and R. Alm, "You Are What You Spend," *New York Times*, February 10, 2008.

شکل ۴-۵ تغییرات نرخ رشد با توجه به چرخه حیات محصولات مختلف

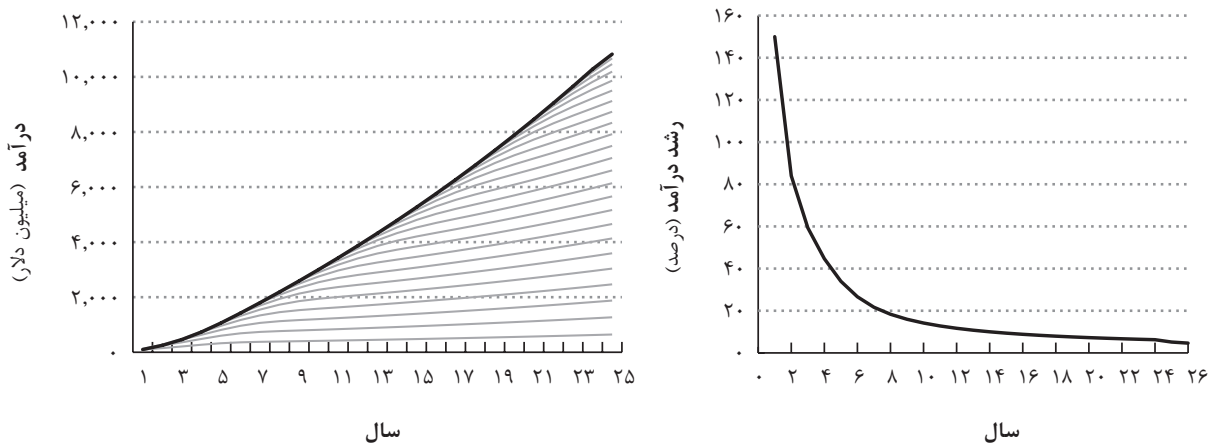


شکل ۵-۵ شرکت‌های وال مارت و ای بی: خط سیر نرخ رشد



مأخذ: تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک کینزی.

شکل ۵-۶ چالش پایداری نرخ رشد بالا



مأخذ: تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک کینزی.

که در سال ۱۹۸۱ کسب‌وکار جانبی دیگری در حوزه مالی راه‌اندازی کرد. شرکت جی‌ای کپیتال<sup>۱</sup> در آن زمان حدود ۸ درصد سود جنرال الکتریک را ایجاد می‌کرد. ۲۶ سال طول کشید تا سرمایه‌گذاری مداوم در این کسب‌وکار در سال ۲۰۰۵ به جایی برسد که حدود ۵۰ درصد سود شرکت جنرال الکتریک را ایجاد کند.

## تحلیل تجربی رشد شرکت‌ها

در این قسمت یافته‌های خود را در مورد سطح و پایداری نرخ رشد بیش از ۵,۰۰۰ شرکت غیرمالی ایالات متحده طی ۴۵ سال گذشته ارائه می‌دهیم. تحلیل ما در مورد نرخ رشد درآمد این شرکت‌ها مشابه تحلیل ارائه‌شده در فصل ۴ در مورد داده‌های نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده است، با این استثنا که در این جا برای تعدیل انحرافات ناشی از نوسانات ارز و فعالیت‌های ادغام و تملک از میانگین متحرک سه‌ساله استفاده می‌کنیم.<sup>۲</sup> همین‌طور در تحلیل نتایج رشد تمام شرکت‌ها به جای داده‌های اسمی از داده‌های واقعی استفاده می‌کنیم، زیرا در دهه ۱۹۷۰ که تورم موجب افزایش قیمت‌ها شد، حتی شرکت‌های بالغ هم شاهد افزایش درآمدی چشم‌گیر بودند. (ایده‌آل بود که آمار رشد طبیعی درآمد را گزارش می‌کردیم ولی استانداردهای جاری گزارش‌دهی شرکت‌ها را به افشای تأثیر نرخ ارز و فعالیت‌های ادغام و تملک بر درآمد ملزم نمی‌کند). یافته‌های کلی ما درباره نرخ‌های رشد درآمد به صورت زیر است:

- رقم میانه نرخ‌های رشد درآمد بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۷ به صورت واقعی ۵/۴ درصد بوده است. نرخ‌های واقعی رشد درآمد بیش‌تر از نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده نوسان کرده و دامنه آن از سال ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۶ بین ۰/۹ درصد تا ۹/۴ درصد بوده است.
- نرخ‌های بالای رشد به سرعت نزول می‌کنند. شرکت‌هایی که سرعت رشد آن‌ها بیش‌تر از ۲۰ درصد است (به صورت واقعی) معمولاً بعد از پنج سال تنها ۸ درصد و بعد از ۱۰ سال فقط ۵ درصد رشد می‌کنند.
- شرکت‌های فوق‌العاده بزرگ برای رشد تقلا می‌کنند. شرکت‌هایی که وارد فورچون ۵۰<sup>۳</sup> می‌شوند، به جز سال اول، طی ۱۵ سال بعد تنها با میانگین ۱ درصد (بالای تورم) رشد می‌کنند.

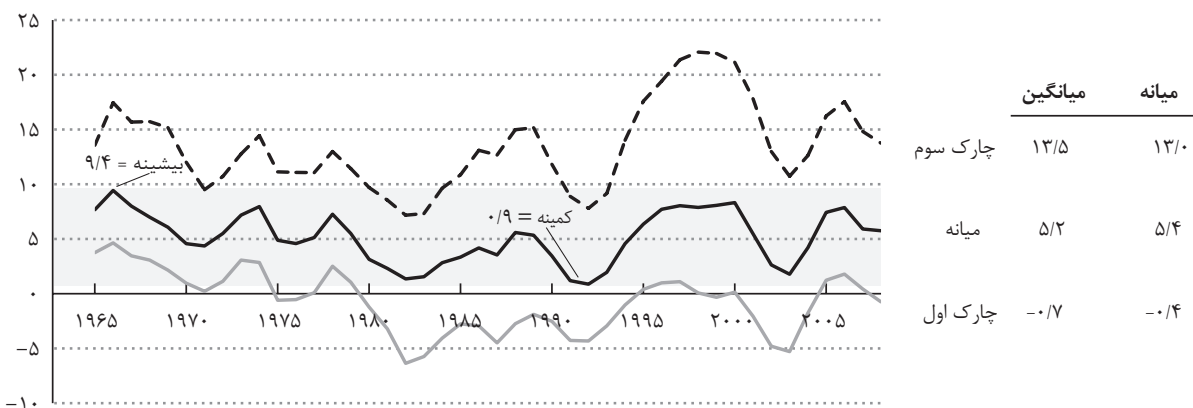
---

1. GE Capital (<http://www.gecapital.com>)

۲. برای کسب اطلاعات بیش‌تر در مورد تعریف و نحوه‌ی جداسازی رشد درآمد طبیعی، رشد درآمد ناشی از ادغام و تملک و رشد درآمد ناشی از ارز به فصل ۲۱ رجوع کنید.

3. Fortune 50

نرخ رشد درآمد سه ساله، تعدیل شده برای تورم (درصد)



<sup>۱</sup> نرخ رشد مرکب سالانه.

مأخذ: کامیوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

## روندهای رشد

ابتدا، سطوح و روندهای تجمعی نرخ رشد شرکت‌ها را بررسی می‌کنیم. شکل ۷-۵ رقم میانۀ نرخ‌های رشد درآمد (واقعی) را بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۷ نمایش می‌دهد. میانگین ارقام میانۀ نرخ‌های رشد درآمد بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۷ سالانه معادل ۵/۴ درصد است و بین ۱ درصد (به سختی) تا ۹ درصد نوسان می‌کند. ارقام میانۀ نرخ‌های رشد درآمد طی زمان هیچ روندی از خود نشان نمی‌دهند.

نرخ رشد درآمد واقعی ۵/۴ درصدی در مقایسه با نرخ واقعی رشد تولید ناخالص داخلی ایالات متحده (۳/۲ درصد) خیلی بالاست. این تفاوت از کجا نشئت می‌گیرد؟ این تفاوت را به چند طریق می‌توان توجیه کرد. اول نحوه محاسبه ما و اطلاعاتی که ارائه می‌دهیم؛ شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد خوبی دارند، برای رشد به سرمایه نیاز دارند. از آن‌جا که بازارهای عام بزرگ و نقدشونده‌اند، شرکت‌های پررشد معمولاً سهامی عام‌اند و کم‌تر مالکیت خصوصی دارند. ما فقط شرکت‌هایی را اندازه‌گیری می‌کنیم که سهامی عام‌اند، لذا احتمالاً نتایج نرخ رشد گزارش‌شده ما بالاتر از نرخ رشد همه شرکت‌هاست. دوم، با تخصیص شدن فزاینده شرکت‌ها و برون‌سپاری بیشتر خدمات، شرکت‌هایی که کالاهای خدماتی عرضه می‌کنند، به سرعت رشد می‌کنند. بدون این‌که ارقام رشد آن‌ها در تولید ناخالص داخلی لحاظ شود. مثال بزنیم. شرکت الکترونیک دیتا

سیستمز<sup>۱</sup> خدمات فن‌آوری اطلاعات و داده‌پردازی عرضه می‌کند. وقتی سایر شرکت‌ها مدیریت فن‌آوری اطلاعات خود را به این شرکت برون‌سپاری کنند، رشد ناخالص داخلی تغییر نمی‌کند، زیرا این سنجه خروجی تجمعی را اندازه‌گیری می‌کند. ولی رشد بالای شرکت الکترونیک دیتا سیستمز بر نمونه انتخابی ما تأثیر می‌گذارد.

سوم، می‌توان به گسترش جهانی اشاره کرد. بسیاری از شرکت‌های موجود در نمونه ما، محصولات و درآمد خود را خارج از ایالات متحده تولید و کسب می‌کنند که باز بر تولید ناخالص داخلی ایالات متحده تأثیر نمی‌گذارد. چهارم، موضوع تمرکز ما بر سنجه‌های میانه است. بخش معناداری از تولید ناخالص داخلی ایالات متحده از شرکت‌های بزرگی حاصل می‌شود که معمولاً آرام‌تر رشد می‌کنند. ولی ما نرخ رشد شرکت میانه را اندازه‌گیری می‌کنیم؛ شرکت میانه معمولاً کوچک است و شرکت‌های کوچک سهامی عام سریع‌تر رشد می‌کنند. و بالأخره پنجم، گرچه ما از میانگین متحرک و ارقام میانه استفاده می‌کنیم، ولی این نمی‌تواند تأثیر ادغام و تملک و نوسانات ارز (که رشد طبیعی را منعکس نمی‌کنند) را حذف کند، بلکه فقط این تأثیرات را تعدیل می‌کند.

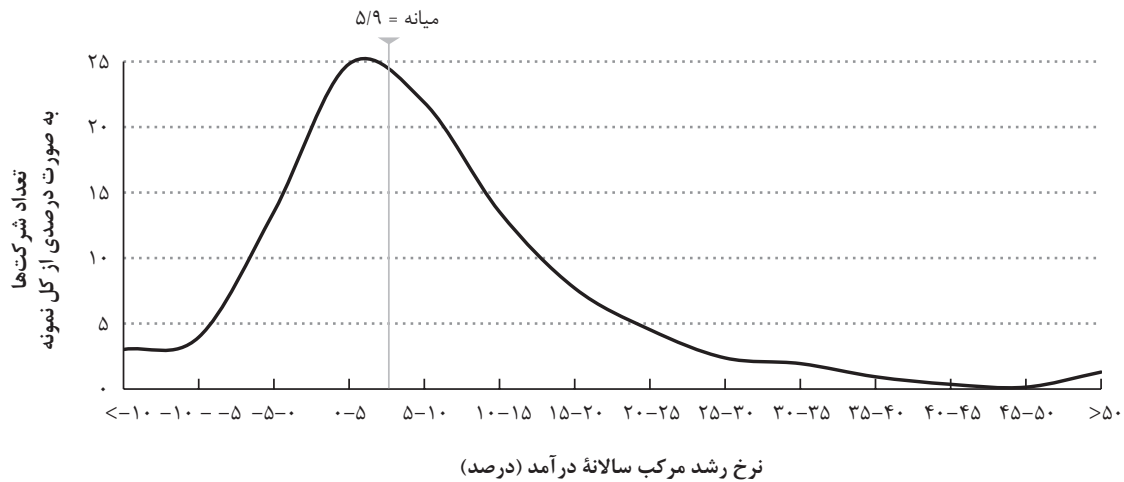
شکل ۷-۵ علاوه بر ترسیم ارقام میانه نرخ‌های رشد شرکت‌ها، نشان می‌دهد از سال ۱۹۷۳ تا ۲۰۰۵، هر ساله حداقل یک‌چهارم شرکت‌ها (به صورت واقعی) کوچک شده‌اند. بنابراین، گرچه برآورد رشد پنج سال آتی بیش‌تر شرکت‌ها در ظاهر بسیار عالی است، اما در واقع بسیاری از شرکت‌های بالغ هم کوچک می‌شوند. این مطلب نشان می‌دهد در استفاده از برآورد نرخ‌های رشد بالا در ارزشیابی به‌ویژه در صنایع بالغ باید بسیار احتیاط کرد.

شکل ۸-۵ توزیع رشد درآمد واقعی را بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۷ نشان می‌دهد. رقم میانه نرخ‌های رشد درآمد ۵/۹ درصد بوده و سرعت رشد درآمد حدود یک‌سوم شرکت‌ها بیش‌تر از ۱۰ درصد بوده است. (در این ارقام تملک‌ها نیز لحاظ شده، لذا اگر فقط رشد طبیعی در نظر گرفته شود، شرکت‌های کم‌تری با سرعت بالای ۱۰ درصد رشد می‌کنند).

---

1. Electronic Data Systems (<http://www8.hp.com/us/en/business-services>)

توزیع نرخ‌های رشد درآمد<sup>۱</sup> تعدیل‌شده برای تورم بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۷ (درصد)



<sup>۱</sup>نرخ رشد مرکب سالانه.  
مأخذ: کامپیوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

## رشد در صنایع مختلف

دامنه نوسان نرخ‌های رشد نیز صنعت به صنعت متفاوت است، مانند دامنه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده که در فصل گذشته مورد بحث قرار گرفت. شکل ۵-۱ نشان داد نرخ رشد سالانه در برخی از حوزه‌ها (مثل تجهیزات پزشکی، نرم‌افزار، فیلم و سرگرمی و شرکت‌های مخابراتی و وابسته به آن) بیش‌تر از ۹ درصد بوده است که خیلی بیش از صنایع دیگر با نرخ رشد ۳ درصد یا کم‌تر (مثل مواد غذایی، فروشگاه‌های زنجیره‌ای، کاغذ و محصولات جنگلی و صنایع خدمات عمومی برق) رشد کرده‌اند.

همان‌طور که در شکل ۵-۹ نشان داده شده، برعکس رتبه‌بندی صنایع از نظر نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده، رتبه‌بندی آن‌ها از نظر نرخ رشد طی زمان به طرز معناداری تغییر می‌کند. عوامل ساختاری از جمله تغییر الگوی تقاضای مشتریان یا رقابت محصولات جایگزین بخشی از این تفاوت را توضیح می‌دهد. صنایعی که بین سال‌های ۱۹۶۷ تا ۱۹۷۷ با رشد ۹ درصد یا بیش‌تر در زمره پُررشدترین صنایع بوده‌اند (مثل صنعت رستوران و نوشیدنی)، با بلوغ بازارهای خود طی دهه‌های اخیر به سطح رشد متوسط تنزل یافته‌اند. صنعت رسانه بین سال‌های ۱۹۷۷ تا ۱۹۹۷ رشد بسیار زیادی داشت، ولی در ۱۰ سال گذشته با دسترسی به خدمات جایگزین اینترنتی، رشد آن به ۴ درصد (معادل رشد این صنعت در دهه ۱۹۶۰) تنزل یافت. در سایر موارد، تفاوت نرخ‌های رشد از چرخه کسب‌وکار است متأثر که برخی صنایع را بیش از سایر

صنایع تحت تأثیر قرار می‌دهد. به عنوان مثال، حوزه‌های مصالح ساختمانی، حمل‌ونقل، شرکت‌های هواپیمایی و ماشین‌آلات ساختمانی که نسبت به چرخه حساس‌اند، خیلی بیش از حوزه‌های تجهیزات پزشکی که تقاضای باثبات‌تری دارند، در رتبه‌بندی نرخ‌های رشد بالا و پایین می‌شوند. و رونق قیمت کالاهای اساسی در دهه گذشته، نرخ‌های رشد صنایع نفت و گاز، تجهیزات و خدمات انرژی و معادن و فلزات را به بالاترین سطح خود طی ۴۵ سال گذشته رانده است.

به‌رغم این تفاوت‌های زیاد، برخی حوزه‌ها دائماً پررشد باقی مانده‌اند؛ این صنایع شامل نرم‌افزار، خدمات فن‌آوری اطلاعات و تجهیزات پزشکی است که تقاضای آن‌ها طی چهار دهه به قوت خود باقی مانده است. صنایع دیگر از قبیل قطعات خودرو، مواد غذایی و فروشگاه‌های زنجیره‌ای دائماً پایین‌ترین نرخ رشد را داشته‌اند، زیرا در دهه ۱۹۷۰ (اولین دهه نمایش داده‌شده در نمودار ۹-۵) بازار این صنایع به بلوغ رسیده بود.

## حفظ نرخ رشد

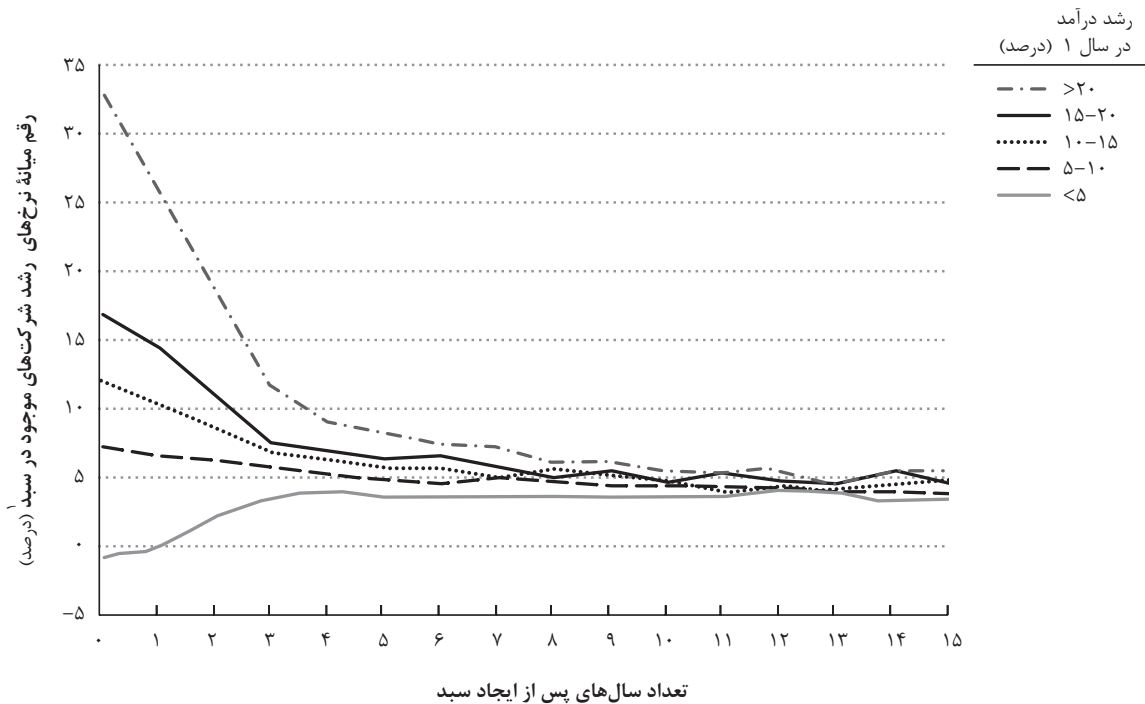
در ارزشیابی و ارزیابی راهبرد هر شرکت، درک ظرفیت آتی رشد درآمدی آن ضروری است. در عین حال، تخمین برآوردهای معقول هم خود چالشی است، چراکه تحلیلگران و رسانه‌ها همواره به انتظارات رشد بیش از حد بالا دامن می‌زنند. تحقیقات نشان می‌دهد پیش‌بینی تحلیلگران از رشد عایدی جمعی یک سال آتی ۵۰۰ سهم استاندارد و پور به طرز نظام‌مندی خوش‌بینانه است و از رشد واقعی عایدی ۱۰ درصد یا حتی بیش‌تر فاصله دارد [۶].

برای این که دیدگاه درستی در مورد نرخ‌های رشد بلندمدت شرکت‌ها داشته باشیم، نزول تاریخی نرخ رشد را طی ۴۵ سال گذشته ارائه می‌دهیم. شرکت‌ها را (بر اساس نرخ رشد آن‌ها در سال ایجاد سبد) به پنج سبد تقسیم کردیم. شکل ۱۰-۵ نحوه رشد شرکت میانه هر سبد را طی زمان ترسیم کرده است. همان‌طور که شکل نشان می‌دهد، نرخ رشد به سرعت نزول می‌کند؛ رشد بالا در هر شرکت نمونه پایدار نیست. طی سه سال، تفاوت میان سبدها به طرز قابل‌توجهی کاهش پیدا می‌کند و پس از سال ۵، سبد دارای بالاترین نرخ رشد فقط ۵ درصد با سبد دارای پایین‌ترین نرخ رشد فاصله عملکرد دارد. این تفاوت پس از ۱۰ سال حتی به کم‌تر از ۲ درصد کاهش می‌یابد. با مقایسه الگوی کاهش نرخ رشد و نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده که در فصل پیش نشان داده شد، درمی‌یابیم گرچه نرخ‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌ها طی زمان ثابت می‌ماند (بعد از ۱۵ سال شرکت‌های برتر در مقایسه با شرکت‌های پایین جدول کماکان فاصله ۱۰ درصد عملکرد دارند)، ولی در مورد نرخ رشد این طور نیست.

رقم میانه نرخ‌های رشد مرکب سالانه درآمد طی ۱۰ سال، تعدیل‌شده برای تورم (درصد)



مأخذ: کامپوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.



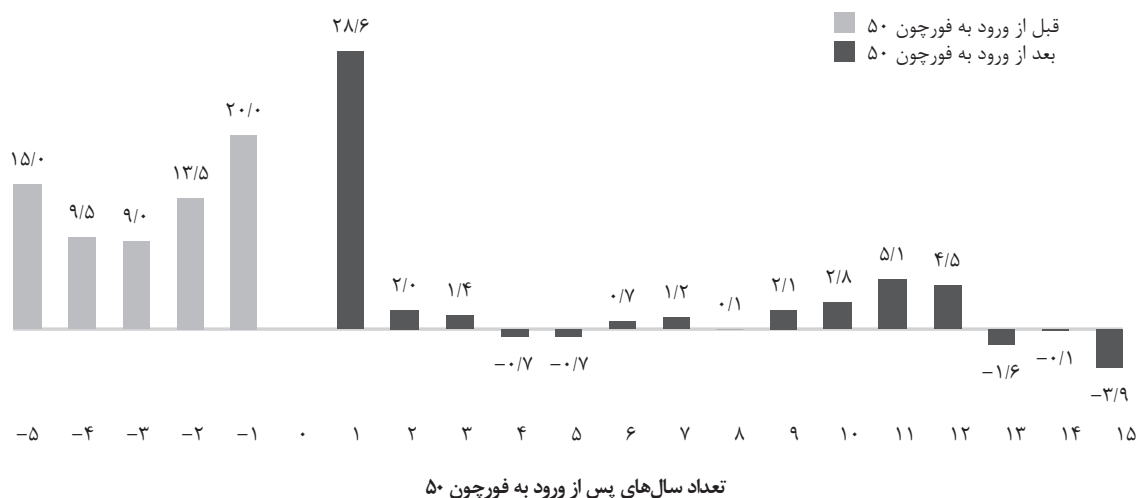
<sup>۱</sup> در سال صفر، شرکت‌ها بر اساس نرخ رشد درآمد در پنج سید تقسیم شدند. مأخذ: کامپوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

همان‌طور که پیش‌تر در این فصل مطرح شد، شرکت‌ها برای حفظ نرخ رشد بالا با مشکل مواجه‌اند، زیرا چرخه حیات محصولات با محدودیت همراه است و هرچه شرکت‌ها بزرگ‌تر می‌شوند، دستیابی به رشد سخت‌تر می‌گردد. شکل ۱۱-۵ نتایج گردآوری‌شده توسط شرکت کورپوریت اگزکتیو بورد<sup>۱</sup> را خلاصه کرده و نشان می‌دهد وقتی شرکت‌ها وارد فورچون ۵۰ می‌شوند، چه اتفاقی برای رشد درآمد واقعی آن‌ها می‌افتد [۷]. گرچه پیش از ورود به فورچون ۵۰، آن‌ها رشد بالایی تجربه می‌کنند (معمولاً به خاطر تملک‌ها)، اما پس از آن، نرخ رشد آن‌ها به شدت نزول می‌کند. پنج سال پیش از ورود آن‌ها به این فهرست، رشد درآمد واقعی آن‌ها بین ۹ تا ۲۰ درصد متغیر است، و گرچه میانگین نرخ رشد در اولین سال پس از ورود بالاست (۲۸/۶ درصد)، اما در سال‌های بعد، رشد بسیار کم‌تر می‌شود. در واقع، در پنج سال از ۱۵ سال پس از ورود، شرکت‌های تازه‌وارد کوچک‌تر هم می‌شوند.

1. Corporate Executive Board (<http://www.executiveboard.com>)



میانگین سالانه نرخ رشد درآمد واقعی (درصد)



مأخذ: Corporate Executive Board, "Stall Points: Barriers to Growth for the Large Corporate Enterprise" (1998).

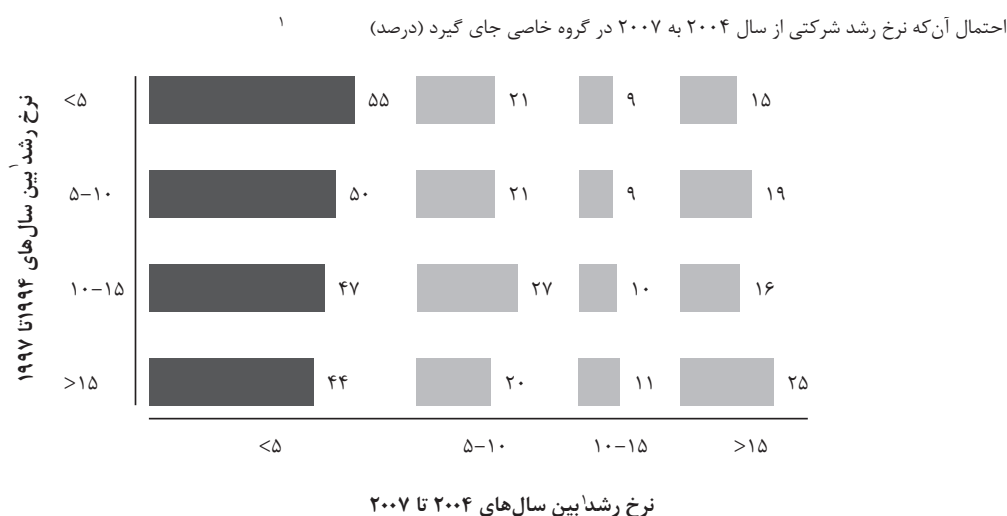
آیا هیچ شرکتی از این قاعده مستثنی است؟ اگر بخواهیم پاسخ کوتاهی به این یثوال بدهیم، جواب منفی است. شکل ۱۲-۵ شرکت‌ها را بر اساس نرخ رشد آن‌ها در چند گروه تقسیم کرده و احتمال انتقال شرکت‌ها از هر گروه به گروه دیگر را طی زمان نمایش می‌دهد. می‌بینیم که حفظ نرخ بالای رشد ممکن نیست. در میان شرکت‌هایی که از سال ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۷ رشد درآمد کم‌تر از ۵ درصد گزارش کرده‌اند، ۵۵ درصد آن‌ها پس از گذشت ۱۰ سال هم‌چنان گزارش نرخ رشد کم‌تر از ۵ درصد داده‌اند. وضعیت شرکت‌های پررشد نیز چندان بهتر نبوده است: در میان شرکت‌هایی که از سال ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۷ سریع‌تر از ۱۵ درصد رشد کرده‌اند، ۴۴ درصد آن‌ها پس از ۱۰ سال با نرخ واقعی کم‌تر از ۵ درصد رشد کرده‌اند. تنها ۲۵ درصد شرکت‌های پررشد پس از ۱۰ سال نرخ رشد واقعی بهتر از ۱۵ درصد را حفظ کرده‌اند که احتمالاً عمده آن از تملک نشئت می‌گیرد. حفظ نرخ بالای رشد بسیار دشوار و خیلی سخت‌تر از حفظ نرخ بالای بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده است.

## خلاصه

برای پیشینه‌کردن ارزش سهامداران، شرکت‌ها باید محرک‌های رشد را بشناسند و دریابند چه نوع رشدی به خلق ارزش می‌انجامد. رشد درآمد بلندمدت شرکت‌های بزرگ تقریباً دو محرک اصلی دارد: نرخ رشد بازارهایی که در آن‌ها فعالیت می‌کنند و تملک‌هایی که صورت می‌دهند (و البته بازارهایی که شرکت‌های تحت

تملك

در



نرخ رشد مرکب سالانه.

مأخذ: کامیوستات، تحلیل مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک‌کینزی.

آن‌ها فعالیت دارند). گرچه گرفتن سهم بازار در کوتاه‌مدت درآمدزاست، اما در رشد بلندمدت اهمیت بسیار کم‌تری دارد.

آن‌چه در خلق ارزش حائز اهمیت است فقط رشد درآمد نیست؛ نکته اصلی ارزش خلق‌شده به ازای هر دلار درآمد بیش‌تر است. این امر به قدرت پاسخ‌گویی رقبا در قبال راهبردهای رشد شرکت بستگی دارد. راهبردی که بیش‌ترین ظرفیت رشد را دارد، نوآوری واقعی در حوزه محصولات است، زیرا طبق تعریف، طبقات محصولی کاملاً جدید با هیچ رقابت جاافتاده‌ای مواجه نیست. جذب مشتریان جدید به یکی از محصولات موجود یا متقاعدکردن مشتریان فعلی به خرید بیش‌تر نیز می‌تواند ارزش کلانی خلق کند، زیرا رقبای مستقیم فعال در بازار نیز از این اقدامات منفعت می‌برد. رشد حاصل از تملک‌های پیوندی نیز می‌تواند خلق ارزش کند، زیرا هزینه و پیچیدگی این تملک‌ها اندک است و موجب بهبود رشد درآمد می‌شود. رشد درآمد حاصل از گرفتن سهم بازار معمولاً کم‌تر جذاب است، زیرا بهای این کار را رقبای مستقیم شرکت می‌پردازند که در بازار موقعیت تثبیت‌شده‌ای دارند و احتمالاً تلافی‌جویی خواهند کرد (به‌ویژه در بازارهای بالغ).

چالش حفظ نرخ بالای رشد کم‌تر از دستیابی به آن نیست. از آن‌جا که بیش‌تر محصولات چرخه حیات طبیعی دارند، تنها راه دستیابی به نرخ رشد بالا و ماندگار آن است که شرکت دائماً و با نرخ فزاینده محصولات جدید را روانه بازار کند؛ کاری که تقریباً ناممکن است. طبعاً نرخ رشد شرکت‌های بزرگ بسیار سریع‌تر از نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها نزول می‌کند؛ حتی شرکت‌هایی که سریع‌ترین رشد را دارند، پس از ۱۰ سال معمولاً نرخ رشد آن‌ها به کم‌تر از ۵ درصد نزول می‌کند.

## پرسش‌های پایان فصل

۱. در مورد سه حوزه اصلی رشد شرکت و اهمیت نسبی هر حوزه در رشد شرکت بحث کنید. هر یک از این حوزه‌ها چه تأثیری بر راهبرد شرکت دارد؟
۲. در کدام شرکت، رشد بیش‌تر احتمالاً موجب خلق ارزش بیش‌تر می‌شود: شرکتی که در بازاری بالغ بازده بالایی روی وجوه سرمایه‌گذاری شده می‌گیرد یا شرکتی که در بازاری پررشد بازده پایینی بر وجوه سرمایه‌گذاری شده می‌گیرد؟ پاسخ‌های خود را با دلیل مستند کنید.
۳. چرا رشد از طریق چند تملک پیوندی ارزش بیش‌تری از رشد از طریق یک تملک بزرگ خلق می‌کند؟ (در هر مورد صرف پرداخت‌شده و هم‌افزایی ایجادشده را مد نظر قرار دهید).
۴. شرکتی واقعی را نام ببرید و وضعیت آن را تحلیل کنید که از طریق جنگ قیمت، سهم بازار گرفته باشد و این کار در بلندمدت برای شرکت خلق ارزش کرده باشد.
۵. چرا شرکت‌های پررشد معمولاً در حفظ نرخ رشد بالای خود موفق نیستند؟
۶. چرا معمولاً نرخ رشد شرکت‌ها به‌مراتب سریع‌تر از نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها به سمت نرخ میانگین شرکت‌ها میل می‌کند؟ (با توجه به این‌که هر دو نرخ نهایتاً به چرخه حیات محصولات بستگی دارند).
۷. بحث کنید که چرا طی زمان رتبه‌بندی صنایع بر اساس نرخ رشد بیش از رتبه‌بندی آن‌ها بر اساس نرخ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده تغییر می‌کند.
۸. اگر ارزش خلق‌شده ناشی از رشد حاصل از گرفتن سهم بازار (از طریق تبلیغات و قیمت‌گذاری) معمولاً بالا نیست، چرا بیش‌تر شرکت‌های فعال در صنعت کالاهای مصرفی برای تحقق چنین رشدی تلاش می‌کنند؟



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :