

الخيارات الحقيقية: خلق القيمة والمرونة
real options: value creation and flexibility

د. سمية بن علي

جامعة باجي مختار - عنابة

benali.soumaya.dz@gmail.com

د. لمياء عماني

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

Lamitta.ame2001@yahoo.fr

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الخيارات الحقيقية في تقييم المؤسسات وخلق القيمة. يتم مناقشة الإشكالية في ظل التقارب بين النظرية المالية ونظرية المنظمات واستراتيجية المؤسسة. تم التركيز على دور المرونة الإدارية- التي تنشأ عند اتخاذ القرار من خلال مدخل الخيارات الحقيقية- على خلق القيمة في محفظة المشاريع الاستثمارية. والنتيجة هو أنه يمكن أن ينشأ توافق بين هدي تعظيم القيمة السوقية وتعظيم القيمة الاقتصادية إذا تم تجميع المرونة.

الكلمات المفتاحية: خلق القيمة، خيارات حقيقية، مرونة، مشروع استثماري، قرار

Abstract :

This study aims to clarify the role of real options in valuation and value creation. The problem is discussed within the framework of convergence between financial theory, organizations theory and the corporate strategy. We focused on the role of managerial flexibility, which arises when making decisions through the real options theory; in value creation in the portfolio of investment projects. A consensus can be created between the objectives of maximizing market value and maximizing economic value if managerial flexibility is appreciated.

Key words: value creation, real options, flexibility, investment project, decision.

JEL Classification: M1 – L25

مقدمة

تعد نظرية الخيارات الحقيقية بمثابة نقطة التلاقي بين المالية والإدارة الاستراتيجية، إنها من ناحية تفتح آفاقا جديدة أمام موضوع التقييم وتعطيه أبعادا استراتيجية تتعدى البعد المالي، ومن ناحية أخرى تغير من طبيعة اتخاذ القرار عندما تعطي قيمة إضافية للمرونة من خلال الاستفادة من عنصر الزمن، فلحالة عدم اليقين المرتبطة بالزمن "قيمة" يجب أن يستفيد منها المسيرون.

وإذا كانت القرارات المالية بحد ذاتها هي قرارات استراتيجية من حيث نتائجها وآثارها فإن ذلك يعني أن استخدام الخيارات الحقيقية كأداة مساعدة لاتخاذ القرار المالي هو توجه استراتيجي.

على صعيد آخر تلتقي المالية مع الإدارة الاستراتيجية في موضوع خلق القيمة سواء القيمة المالية التي تكون هدفا أساسيا للمستثمرين الماليين أو القيمة الاقتصادية ذات الطبيعة الاستراتيجية التي يستهدفها المستثمرون الصناعيون والمسирون الذين يسعون لإظهار كفاءتهم الإدارية.

وعلى هذا المستوى يمكن لنظرية الخيارات الحقيقية أن تدعم هذه الحلقة من الاتساق بين المنظورين المالي والاقتصادي -الاستراتيجي لخلق القيمة.

إشكالية الدراسة:

- إلى أي مدى يمكن أن تدعم الخيارات الحقيقية كنظرية لتقييم المشاريع الاستثمارية سيورة خلق القيمة داخل الشركات؟

نموذج الدراسة المقترح:

تقوم هذه الدراسة على منهج وصفي تحليلي لربط التطور ضمن النظرية المالية مع التطورات ضمن مجالات أخرى في علوم التسيير في إطار موضوع "القيمة" وتحديد كيف يمكن أن تتطافر الاستراتيجيات المالية مع قرارات التسيير لتسهم في تعظيم القيمة.

المدخل المعتمد في هذا التحليل هو الخيارات الحقيقية المبنية على منطق الخيارات المالية والتي تخلق نوعا من المرونة الإدارية التي قد تسهم بدورها في تعظيم قيمة المؤسسة.

لقد وضعنا تصورا لدراسنا هذه بناء على القراءات المرجعية في هذا المجال، إنها موضحة في الشكل رقم (1). ضمن النظرية المالية يمكن القول أنّ أهم الأطر النظرية التي تناولت موضوع خلق القيمة تمثلت بنظرية الإشارة، نظرية الوكالة، ونظرية تسعير الخيارات المالية التي اشتقت منها نظرية الخيارات الحقيقية.

لقد أثرت نظرية الخيارات الحقيقية تحديداً من جهة مناهج تقييم المؤسسات، ومن جهة أخرى فتحت مجالات أخرى لخلق القيمة، والقيمة التي يتم التطرق إليها في هذه الدراسة هي القيمة المالية -السوقية التي تعكس تطلعات المساهمين قصيرة المدى مقابل القيمة الاقتصادية-الاستراتيجية التي تستجيب للتطلعات طويلة المدى.

تهدف هذه الدراسة إلى مناقشة بعض محددات خلق القيمة وفق الرؤية السابقة، متمثلة في: اختيار الاستثمارات التي يمكن أن يفوق فيها العائد على رأس المال المستثمر تكلفته، قيمة وتكلفة المرونة الإدارية والمعلومات، والكفاءة الإدارية في اتخاذ القرار والاستفادة من المرونة.

أولاً - خلق القيمة بين البعدين المالي والاستراتيجي

موضوع "خلق القيمة" من المواضيع الاقتصادية الشائعة التي تحتاج إلى الإحاطة بعدة أطر نظرية لمناقشته. فالقيمة ذات جذور متأصلة في النظرية الاقتصادية، إنها موضوع أساسي في المحاسبة والمالية، تكاد النظرية المالية تضع هدفاً لها هو تعظيم القيمة، كما أن الإدارة الاستراتيجية ونظرية اتخاذ القرار تهدفان لأن تكون الاستراتيجية والقرارات الملائمة في مصلحة خلق القيمة واستدامتها.

1. الإطار النظري

لا توجد نظرية معلنة لخلق القيمة (المساهمية) ولكن توجد عدة أطر نظرية تحدثت ضمناً عن هذا النهج ويمكن اعتبارها ذات صلة قوية بالموضوع، منها نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، ونظرية تسعير الخيارات. إن مجموع الأفكار والنظريات المناقشة والمحللة عبر تطور الفكر المالي قد سمح بنشأة نظرية ضمنية للقيمة من خلال مناقشة أثر القرارات المالية على قيمة الشركة على سبيل المثال، ولموضوعات مرتبطة بها كالحفاظ على القيمة، إعادة توزيع القيمة (تحويل)، وخلق القيمة.

1.1 نظرية الإشارة

في نظرية الإشارة وفي مقال لـ *Myers and Majluf (1984)* تم دراسة أنواع الإشارات التي يمكن أن ينقلها المستثمرون إلى الأسواق المالية والمساهمين الخارجيين، ويكون لها تأثير على القيمة السوقية. تمثلت هذه الإشارات في الهيكل المالي وتوزيعات الأرباح، هذه الإشارات موجهة لإعلام المستثمرين عن الجودة الحقيقية للفرص الاستثمارية¹.

الشركات التي تكون لديها فرص استثمارية قوية تفوق التدفقات النقدية التشغيلية والتي تتمكن من الحصول على ديون بمخاطر منخفضة سوف تتخلى عن الاستثمارات الجديدة إذا كان تمويلها مخطرا، ويتم هذا لمصلحة المساهمين الحاليين².

يمكن لهذا الأمر أن يتسبب في خسارة القيمة مستقبلا، وتكون هذه الخسارة متزايدة حسب حجم الإصدارات الجديدة المطلوبة (حاجات التمويل)، وبالتالي ستؤدي زيادة حجم الاستثمارات المطلوبة وتقليل مشاكل التمويل إلى المزيد من فقدان القيمة.

1. 2 نظرية الوكالة:

ضمن نظرية الوكالة لـ *Jensen and Meckling (1976)*³ تم التطرق إلى موضوع القيمة، وتحديدًا مسألة تعظيم القيمة السوقية، من خلال التعرض لموضوع الوكالة بين الملاك والمسيّرين (الأعوان عموما) وما ينتج عنها من مشاكل وتكاليف.

ثمّ التطرق إلى نظام المكافآت القائم على التحفيز والذي يمكن أن يجمع بين مصالح الطرفين حول "خلق القيمة" عبر التسعير في الأسواق المالية: يمكن أن يعمل المسيّرون على تعظيم القيمة السوقية للأسهم التي يديرونها إذا كانت مكافآتهم مرتبطة بتقييم الأداء عبر التسعير.

ويمكن عرض نموذج لمخطط الخيارات المالية على الأسهم (*Stock-options*) كواحد من أهم أدوات التحفيز، وهي "خيارات شراء *CALL Options*" تُمنح للمسيّرين ولفئات أخرى من الموظفين، وتعطيهم الحق في شراء عدد من أسهم الشركة بسعر محدد مسبقا (وهو سعر التنفيذ) خلال فترة زمنية معينة.

لا توجد فائدة من هذه الخيارات إن لم ترتفع القيمة السوقية لتلك الأسهم، فإذا انخفضت الأسعار فلا جدوى من شراء الأسهم بسعر التنفيذ وتصبح قيمة الخيارات معدومة. أما إذا ارتفعت الأسعار فيمكن تحقيق نتائج رأسمالية على الأسهم كما يمكن التفاوض على الخيارات إذ تكون لها قيمة سوقية متزايدة حسب ارتفاع قيمة الأسهم.

خيارات الأسهم هي إذن أداة حوكمة ومكافأة تسبق الأداء لتحفيزه، إنها عديمة القيمة إن لم يتحسن هذا الأداء بمعيّار تعظيم القيمة السوقية، ولكنها في المقابل أداة استثمارية جيّدة بيد المسيّرين إذا تم تحقيق هدف تعظيم القيمة، كما أنها لا تتطلب أية تكلفة مسبقة (المقصود أنه لا توجد علاوة مشابهة لتلك التي يتم دفعها في حالة الخيارات المالية العادية)⁴.

تدعو إذن نظرية الوكالة إلى الاندماج بين "المالية" ونظرية المنظمات والاهتمام بميكمل الملكية وأنظمة المكافآت من أجل فهم جيّد للسياسة المالية⁵، أما الهدف الأساسي فهو تعظيم القيمة.

1. 3 نظرية الخيارات الحقيقية

الخيارات الحقيقية هي نظرية مشتقة مباشرة من نظرية تسعير الخيارات المالية من قبل *Stewart Myers* الذي قام بصياغة وتكييف هذا المفهوم مع عالم الاستثمار الحقيقي ليكون ملائماً للتقييم. كل مؤسسة مكونة من نوعين من الأصول:

- الأصول الحقيقية القائمة، والتي لها قيمة سوقية مستقلة عن الاستراتيجية الاستثمارية للمؤسسة.
- الخيارات الحقيقية وهي فرص ممكنة للاستثمار في هذه الأصول إذا كانت الظروف المستقبلية مواتية⁶.

لقد تجاوز استخدام الخيارات الحقيقية ما وضعه *Myers* حول تقييم المؤسسة. فهي مستخدمة في "المالية" لتحسين فهم تقييم المؤسسة الناتج عن تسعير أسهمها في السوق المالي (الاستخدام الأصلي)، وما بين "المالية" و"الاستراتيجية" من أجل تقييم أفضل للاستثمارات، وتستخدم أيضاً في مجال "التسويق" لأن المرونة تعطي قدرة أفضل على التفاوض (تكون المرونة متضمنة في العقود كالتفاوض على القرض الإيجاري، تسويق الكهرباء)، أيضاً يتم الاعتماد عليها في مراقبة التسيير لتفسير إعادة تخصيص الموارد بين الأقسام والنشاطات⁷.

2. القيمة الاقتصادية مقابل القيمة السوقية

تنمو الشركات عندما تخلق قيمة اقتصادية حقيقية لمساهميها، وتخلق الشركات هذه القيمة من خلال استثمار رأس المال بمعدلات تتجاوز تكلفة رأس المال. إن هذه القاعدة صلبة من حيث السند النظري والتطبيقي. وعليه فإن التعريف الاقتصادي لخلق القيمة يعني أن تتمكن الشركات من تحقيق فائض من استثمار رأس المال الذي تحصل عليه من المستثمرين وتوليد تدفقات نقدية مستقبلية تسمح بتحقيق معدلات عائد تتجاوز تكلفة رأس المال. ومن المبادئ الأساسية لخلق القيمة مبدأ "الحفاظة على القيمة"، حيث أن كل قرار استراتيجي لا يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية المستقبلية فهو قرار لا يؤدي إلى خلق القيمة.

فإذا كانت الركائز المالية لخلق القيمة (الرفع المالي، إعادة شراء الأسهم، إدارة المخاطر المالية) وتغيير المعالجة المحاسبية يؤديان إلى خلق فائض لصالح المساهمين، فيمكن اعتبار ذلك قيمة مالية، غير قابلة للاستدامة، وليست قيمة اقتصادية مستدامة، لأن تلك القرارات لن تؤدي إلى توليد تدفقات جديدة بل إلى تغيير شكل التدفقات النقدية. وفي هذا الإطار يمكن الحديث عن الحفاظ على القيمة (وعكسه هدر القيمة) بدل الحديث عن خلق القيمة.

من خلال ما سبق يمكن القول أنّ خلق القيمة هو سيرورة تكون نتائجها على المدى الطويل، فعلى المدى القصير هناك ضغوط من المنافسين وأخرى من المساهمين. وفي هذا الإطار يصطدم توجه الشركات نحو الاستدامة بتوجهات المساهمين قصيرة الأجل.

يمكن لنتائج المدى القصير أن تخدم تطلعات المدى الطويل والعكس صحيح. فالشركة التي يمكنها الحفاظ على القيمة في المدى القصير بحيث لا يؤدي قرار النمو - كاستراتيجية طويلة المدى - إلى هدر القيمة ترضي المساهمين وتدفعهم بشكل غير مباشر في سيرورة خلق القيمة. إذا نجحت على المدى الطويل في خلق قيمة اقتصادية من خلال ارتكازها على الميزة التنافسية تصبح لديها قدرة تفاوضية أكبر ومرونة عالية في اتخاذ القرار أمام المساهمين. نحاول تلخيص هذا التوجه من خلال الشكل رقم (2): على المدى القصير التوافق يحتاج إلى المرونة، هذه الأخيرة تظهر نتائجها أفضل على المدى الطويل في بيئة داخلية توافقية.

إذا أخذنا بعين الاعتبار "خماسي القيمة - *Pentagone*" أو "نموذج استراتيجية القيمة" المقترح من قبل *Mckinsey* والذي يشير إلى أن للمؤسسة قيمتين قيمتها الحالية وقيمتها بعد إعادة الهيكلة يمكننا اقتراح مجموعة من النقاط مثل:

* يمكن التركيز في المدى القصير على القيمة ذات الطبيعة المالية، من خلال التسعير في السوق المالي ومن خلال الاعتماد على الركائز المالية لخلق القيمة والتي غالبا لا تؤثر بشكل مباشر على عمليات الاستغلال. هذه الآليات تلتقطها الأسواق المالية وتتفاعل معها بشكل إيجابي، إنما نقطة قوة بالنسبة للشركات في سياسة الاتصال المالي عبر الأسواق (نظرية الإشارة).

إننا في المستوى الأول من القيمة التي يشير إليها الخماسي: القيمة السوقية أو المالية مقاسة بالتسعير.

* في المدى المتوسط والطويل يتم الاهتمام وتركيز الجهود على خلق القيمة ذات الطبيعة الاقتصادية والاستراتيجية ويتم الأخذ بعين الاعتبار للأصول غير المادية مادام السوق قد ثمن على المدى القصير الأصول المادية والمعنوية والمالية المسجلة محاسبيا. عند هذا المستوى تهتم الشركات بالنمو والتوسع وبالميزة التنافسية أي بالركائز الاستراتيجية لخلق القيمة (يمكن خلق توافق يقلل من تكاليف الوكالة).

على الشركات السعي باستمرار لاستغلال مصادر جديدة للميزة التنافسية، فالميزة التنافسية إذا كانت محددة بشكل جيد وديناميكية (تتجدد مع المحيط التنافسي) تسمح للشركات بالمحافظة على نمو قوي ضمن الصناعة أو القطاع وعائدات مرتفعة على رأس المال المستثمر وبالتالي تمكنها من خلق القيمة.

إذن الميزة التنافسية كمفهوم أساسي في إدارة الأعمال الاستراتيجية يمكن أن تكون محددا من محددات خلق القيمة الاقتصادية المستدامة.

إننا في المستوى الثاني من القيمة التي يشير إليها الخماسي: القيمة الاقتصادية مقاسة بالتدفقات النقدية المستقبلية المحيئة انطلاقا من مخطط الأعمال.

* يشير خماسي القيمة فيما بعد إلى القيمة الكامنة الداخلية والخارجية المرتبطة أساسا بالنمو والتوسع الداخلي والخارجي أو بالتنازل (عن الوحدات، عن بعض الأنشطة، عن الأصول) أو الدخول الجزئي إلى السوق المالي أو إعادة الشراء أو التصفية. إنها القيمة الإضافية المرتبطة بإعادة الهيكلة مقاسة بالتدفقات النقدية المستقبلية المعاد تقديرها والمحيئة، حيث يتم التقييم من خلال تحليل السيناريو عن كل الاستراتيجيات الممكنة⁸.

إن القيمتين المالية والاقتصادية تدعمان بعضهما البعض من خلال إيجاد تمفصل إيجابي بين أهداف المدى القصير والآفاق طويلة الأجل. تنشأ هذه الحالة الإيجابية من وجود "المرونة" عند اتخاذ القرار، فالمساهمون الذين يملكون أسهما ترتفع قيمتها السوقية بشكل مقبول لن يمانعوا أي توجه لدعم النمو على المدى الطويل. وربما تكون القيمة الاقتصادية مقياسا أفضل لفعالية وكفاءة الإدارة على المدى الطويل⁹، غير أن هذه الثقة المكتسبة والقائمة على نتائج المدى القصير يجب أن تدعم باتخاذ القرارات السليمة، أي القرارات المالية ذات البعد الاستراتيجي، التي تؤدي إلى خلق القيمة في الآجال الطويلة.

عند هذا المستوى من التحليل يتم السؤال عن الطريقة الملائمة لاتخاذ قرار الاستثمار أي الطريقة التي يتم من خلالها تقييم المشاريع الاستثمارية بشكل يتماشى مع الأهداف السابقة.

ثانيا- نظرية الخيارات الحقيقية

إن اتخاذ القرارات وتقييم المشاريع الاستثمارية لا يمكن أن يخضعا لمجرد المعايير المالية البحتة، فلا بد من مراعاة البعد الاستراتيجي لكل مشروع كما ينبغي احتساب تكلفة عدم الأخذ بعين الاعتبار لمشروع استثماري معين غير مقبول من الناحية المالية. فالسؤال هو هل أن رفض هذا المشروع الذي ليس له جدوى مالية على المدى المنظور سيؤثر على الشركة في الآجال المتوسطة والطويلة أم لا؟

1. مدخل إلى نظرية الخيارات الحقيقية

توجد مشاريع معينة تكون لها خصوصية في جانب ما، فهناك مشاريع تتميز بالإنفاق الرأسمالي الضخم كمشروعات الصناعة النفطية، وأخرى تمول برأس المال المخاطر أو قائمة على الابتكارية كشركات التكنولوجيا المالية

الحديثة، ومنها المشاريع التي لا تتوافق فيها التدفقات النقدية مع مستوى المخاطر على المدى القصير، أو التي لا تتقابل فيها الإيرادات والتكاليف لنفس الدورة.

غالباً لن يتم القبول بهذه المشاريع إذا أخضعت لدراسة جدوى مالية وتم الاعتماد على مؤشرات ذات طبيعة مالية مرتبطة بالأرباح والتدفقات في اتخاذ القرار. إلا أن التركيز على الأبعاد الاستراتيجية للمشاريع والمرونة الممكنة في اتخاذ القرارات الملائمة وفي الأوقات المناسبة، قد تعطي لتلك المشاريع فرصة ليتم تقييمها بشكل أفضل.

تطبق نظرية الخيارات الحقيقية في التسيير، تحديداً التسيير الاستراتيجي، على اعتبار أن عملية اتخاذ القرار هي سيرورة تهدف إلى التقليل من التعرض إلى المخاطرة و**زيادة التقارب مع الفرص** المواتية.

1.1 تعريف الخيارات الحقيقية

إن نظرية الخيارات الحقيقية تمثل تموقعاً بين "المالية" وبقية الميادين الخاصة باتخاذ القرار في ظروف عدم اليقين والمخاطرة، كتقييم المشاريع، الدخول والخروج إلى السوق، إعادة الهيكلة، تبني تكنولوجيات جديدة، والهندسة التنظيمية وغيرها، والنقد الأساسي الذي تقدمه هذه النظرية إلى مدخل التدفقات النقدية هو صياغته لكل المتغيرات المستقبلية في سيناريو واحد.

مرجعية نظرية الخيارات الحقيقية تعود إلى إشارة *Myers* بأن امتلاك مشروع استثماري حقيقي كإقامة مصنع (أو اعتماد تكنولوجيا جديدة، إعادة هيكلة الخطّة، استكشاف سوق أو منتج جديد، وتطوير برنامج للبحث والتطوير...) هي عملية تشبه الحصول على خيار مالي.

حسب مقارنة الخيارات الحقيقية فإن القيام بمشروع استثماري شبيه بالحصول على خيار مالي، فكل مشروع حقيقي (أو مادي) هو خيار وليس إلزام، لإنفاق الموارد مستقبلاً للحصول على أصول ما، إن قيمة تلك الأصول هي متغير عشوائي. فإذا كان المتوقع هو أن سعر المنتج لا يتطور بالشكل المطلوب، وأن التكاليف جدّ مرتفعة فلا داعي لتبني هذا المشروع بمعنى عدم تنفيذ الخيار¹⁰.

الخيارات الحقيقية ليس لها وجود مادي أو قانوني (هي بمثابة دراسة جدوى قائمة على المحاكاة)، تعرّف على أنها خيارات متعلقة باستثمارات مادية. تعطي الحق، وليس الالتزام، بتعديل مشروع استثماري بفضل المعلومة الإضافية المحصل عليها حول التوقعات بشأن المردودية (التدفقات)، وعلى المستثمر الصناعي الاستفادة منها من خلال معرفة الخيارات المخفية داخل الاستثمار¹¹.

يمكننا من خلال الجدول رقم (1) عرض العوامل المؤثرة على قيمة الخيار المالي وما يقابها في صياغة الخيار الحقيقي، إن الفكرة الأساسية هي في نقل محددات القيمة لأصل مالي إلى ما يقابلها في أصول مادية هي مشاريع استثمارية قائمة بذاتها.

1.3 خصائص وأسس نظرية الخيارات الحقيقية

من الطبيعي أن تقوم نظرية الخيارات الحقيقية على نقد القيمة الحالية الصافية VAN كمعيار مالي للتقييم واسع الاستخدام، لأن معيار القيمة الحالية كان مناسباً لبيئة أعمال مختلفة تتميز بالاستقرار النسبي، حيث من المقبول اتخاذ القرار من خلال مقارنة ساكنة والتقييم واتخاذ القرار مرة واحدة.

1.3.1 نقد القيمة الحالية الصافية:

هناك جملة من الانتقادات الموضوعية الموجهة لمعيار القيمة الحالية الصافية والتي تشكل نقطة التحول نحو ابني معايير أخرى ذات أبعاد تتجاوز البعد المالي، منها:

- تفترض القيمة الحالية الصافية أن محددات القرار الاستثماري مستقرة وذات طابع ساكن، ولذلك فهو منهج لا يتمتع بالمرونة؛
 - لا تأخذ بعين الاعتبار تدفق المعلومات، لأنها تفترض أن القرار الاستثماري غير قابل للرجعة حتى لو كانت التدفقات النقدية غير كافية¹²؛
 - لا تدمج أثر تدفق المعلومات ضمن عملية التقييم، وهي المعلومات التي تضيف طابع "عدم اليقين" على التدفقات النقدية؛
 - لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الإضافية نتيجة وجود فرص للتعديل أو التوقف؛
 - لا تدمج البعد الاستراتيجي، الذي تكون له نتائج مؤثرة على القيمة المضافة للمشاريع¹³.
- في حين لن يكون ذلك مقبولا في ظل بيئة أعمال مختلفة، فالصناعات أصبحت أقل ضبطاً، ودورة حياة المنتجات صارت قصيرة في ظل تطور تكنولوجي مستمر أدى إلى تعقد البيئة التنافسية. من المجدي في هذه الحالة التفكير وفق منهج يسمح بتعديل الاستراتيجية الاستثمارية¹⁴ حسب الظروف الراهنة أي التي تستجد في كل مرحلة، وهو ما أصبح ممكناً في ظل التقييم من خلال الخيارات الحقيقية.

1.3.2 عناصر الجذب في نظرية الخيارات الحقيقية

إن المكانة التي اكتسبتها نظرية الخيارات الحقيقية، حسب Myers، قائمة على عناصر جذب عديدة، منها :

- المزاوجة بين نظرية القرار والنظرية المالية: توفر نظرية الخيارات الحقيقية "المرونة"، وهي مفتاح حاسم في اتخاذ القرار، القدرة على التعديل، البعد الاستراتيجي، تبيين الاختيارات الضمنية المتاحة بعد الاستثمار المبدئي، فرص النمو يمكن تحليلها كخيار نمو¹⁵؛
- وجود أشكال للتقييم غير مألوفة في النظرية المالية: كتحسين قيمة الحصة السوقية المتوقعة بدل التدفقات النقدية.
- نقد "القيمة الحالية الصافية": بحيث لا يمكن لكل المشاريع أن تقيّم بمنطق مالي بحت يدمج كل احتمالات المستقبل في سيناريو واحد.

تعكس فكرة التقييم باستخدام الخيارات الحقيقية إدماج الطابع الديناميكي لقرارات الاستثمار من خلال الأخذ بعين الاعتبار المرونة التي يمكن أن تتاح أمام المؤسسة عند اتخاذ مثل هذه القرارات، لأن الاستثمار في مشروع جديد يحمل في طياته إمكانية زيادة الفرص أمام المؤسسة. إنّ تأثير هذه الفرص يعتبر بمثابة خيارات لأنها تمنح الحق دون الالتزام باتخاذ أي إجراء في المستقبل، كما أن تحديد قيمة هذه الفرص قد لا يكون مجديا بتقييم القيمة الحالية الصافية (VAN) التقليدية، وإنما يجب أخذ قيمة الخيار في الحسبان مستقبلا.

إذن تسمح نظرية الخيارات الحقيقية بالتقييم، عندما يمتلك المديرون المرونة الكافية لتحقيق اختياراتهم الاستثمارية، وفي ظل حالة عدم اليقين الذي يعتبر كمصدر للقيمة فإن وجود مثل هذه المرونة يعتبر كمصدر قوة للمؤسسة مما يسمح لها بتعظيم قيمتها، يمكن ترجمة هذه المرونة من خلال ثلاث إمكانيات حسب أنواع الخيارات:

- زيادة مدة الاستثمار إذا كان ناجحا (خيار التوسع).
- التخلي عن الاستثمار إذا كان غير مجدٍ (خيار التخلي).
- تأجيل الاستثمار للتخفيف من عدم اليقين (خيار التأجيل).

إن وجود مثل هذه المرونة يعتبر بمثابة عامل مخفض (جذب) للمؤسسة، حيث يسمح لها بتأمين قيمتها مقارنة بالوضعية التي لا تمتلك فيها مثل هذه الخيارات. من جهة أخرى فإن قيمة الاستثمار المرن مساوية لقيمة الاستثمار غير المرن مضافا إليها قيمة الخيار الحقيقي أي:

$$\text{قيمة الاستثمار المرن} = \text{قيمة الاستثمار غير المرن} + \text{قيمة الخيار الحقيقي}$$

حيث أن قيمة الاستثمار غير المرن يمكن الحصول عليها من خلال تجميع التدفقات النقدية المتاحة¹⁶.

الجدول رقم (2) يوضح أهم أنواع الخيارات من أكثرها شيوعاً إلى تلك التي تمثل حالات خاصة، ويظهر من خلال الجدول أن مجال استخدام الخيارات في التقييم واسع ويمكن تطوير آفاقه أكثر.

2. محددات خلق القيمة في ظل الخيارات الحقيقية

بناء على ما سبق فإن السؤال الأساسي في هذا المجال يتمحور حول الإضافة التي تقدمها نظرية الخيارات الحقيقية في عملية التقييم، وعليه يمكن رصد أهم ما يميّز هذا النهج في التقييم، وفي سيرة خلق القيمة.

2. 1 تقييم الاستثمارات من خلال الخيارات الحقيقية

وضع *Goffin (1999)* أربعة شروط لإمكانية أن يخضع الاستثمار للتقييم من خلال الخيارات الحقيقية¹⁷:

- "عدم القدرة على الرجوع عن الاستثمار المبدئي - *Irréversibilité*" فإذا كان من الممكن استرداد قيمة ما تم إنفاقه على الأصول المادية وغير المادية في المرحلة الأولى فلن تكون هناك قيمة إضافية للخيار.

- الخطر: حالة عدم اليقين المحيطة بالمشروع وتغير العوامل البيئية الداخلية والخارجية طيلة المدة، مما يؤثر على التدفقات المتوقعة.

- انخفاض التكاليف الوحودية عند التعديل مع وجود أرباح وحدودية منتظرة.

- المرونة: القدرة على الاستفادة من الفرص الممكنة وتجنب المخاطر المحتملة بسبب تعدد الخيارات المستقبلية، وهو الأمر الذي يفسر وجود قيمة "كامنة".

وقسمت سيروورة التحليل وفق نظرية الخيارات الحقيقية حسب *Artikarov and Copland (2003)* إلى أربع مراحل أساسية¹⁸:

(1) يقيم المشروع بصورة عادية من خلال تجميع التدفقات النقدية المتاحة باستخدام معدل تكلفة رأسمال المستثمر، تقدير التدفقات يكون خارج خيارات المرونة الموجودة.

(2) بناء شجرة الأحداث، حيث توضح هذه الشجرة مختلف الأحداث التي من الممكن أن تؤثر على قيمة المشروع محل التقييم في كل مرحلة من مراحل تنفيذه، دون اتخاذ أي نوع من القرارات في هذه المرحلة. إن الأحداث التي من الممكن أن تؤثر على قيمة المشروع عديدة لذا يصعب جمعها ووصفها على شكل شجرة للأحداث،

- في هذه الحالة يتم محاكاتها بتطبيق ما يعرف بمحاكاة (Monte-carlo)، تسمح هذه الأخيرة بمعرفة مختلف مصادر عدم اليقين في عامل واحد، تغير قيمة المشروع عبر الزمن، كما تمكن من تشكيل شجرة ثنائية.
- (3) يتم تشكيل شجرة القرارات حيث يظهر مفهوم المرونة في مختلف عقد شجرة الأحداث، أين تتاح للمسيرين الإمكانية لاتخاذ القرارات، هذه الشجرة تمكن من إظهار الربح المثالي في كل عقدة انطلاقا من مبدأ أن المسيرين سيتخذون القرارات التي تساهم في خلق قيمة أكبر في المستقبل.
- (4) يتم تقييم الخيار أو الخيارات الحقيقية، على أساس المشروع المرن.
- إن خلق القيمة على المدى الطويل يبقى مقرونا بوجود معدل عائد على رأس المال المستثمر موجبا ومستداما، فهذا المعدل ضروري لكل استراتيجية ولكل قرار استثماري¹⁹. لذلك فإن تقييم الاستثمارات بهدف اتخاذ القرار بشأنها من خلال الاعتماد على الخيارات الحقيقية يتطلب أن يكون التقييم المرحلي مبنيا على مقارنة العائد والتكلفة على رأس المال المستثمر.

2.2 المرونة الإدارية: التكلفة والقيمة

المرونة التي تتميز بها الخيارات نابعة من جوهرها، باعتبار أن الخيار يعطي الحق وليس الالتزام. على هذا الأساس يمكن لقيمة المرونة أن تكون موجبة وذات تأثير إيجابي على التدفقات النقدية في حالة التنفيذ أو معدومة في حالة عدم التنفيذ²⁰.

1.2.2 تكلفة المرونة:

في الخيارات المالية تكون تكلفة المرونة متمثلة في العلاوة وهي التعويض عن الحق في اتخاذ القرار بشأن التنفيذ أو عدم التنفيذ، يدفعها صاحب الخيار إلى المحرر، بينما في حالة الخيارات الحقيقية، ومع غياب السوق فإن مفهوم التكلفة يختلف، وقد تأخذ عدة أشكال (طبيعة المشروع، جودة الإدارة، الفرص،...)، كما يمكن أن تأخذ شكل الإنفاق كافتناء معدات إضافية لاستخدامها لاحقا عند اتخاذ قرار زيادة الإنتاج، وقد تكون تكلفة الفرصة البديلة مثلا للسيولة المعطلة.

إن توفير الخيارات الحقيقية للمرونة في اتخاذ القرار، من شأنه توفير الاستفادة من الفرص المتاحة في الحالة الاقتصادية المواتية، بينما في الحالة العكسية حيث لا يكون المشروع مربحا، يمكن اتخاذ القرار بتقليل حجم المشروع أو التخلي عنه: المرونة تزيد من فرص الربح وتحد من الخسائر.

للمرونة تكلفة، فإن لم يكن لقرار تعديل المشروع الاستثماري من تكلفة، فلن تكون للخيار المتاح من قيمة، إن المرونة تخلق القيمة من خلال إظهارها لخيارات جديدة، أو تسمح بزيادة القيمة من خلال الخيارات الموجودة²¹.

2.2.2 قيمة المرونة: إن معرفة محددات قيمة المرونة أساسي وضروري لتعظيم الاستفادة، الشكل رقم (3) يبين الارتباط بين قيمة المرونة التي تعكس قيمة الخيار الحقيقي الذي تمتلكه المؤسسة ومختلف المعلمات المميّزة لتلك الخيارات. مع إشارة إلى الأهمية التي لا تزال تكتسبها التدفقات النقدية المتوقعة (بمعنى أن التقييم يتأثر في جانب منه بجودة التوقعات لتلك التدفقات)، من ناحية التدفقات المتوقعة للمشروع قبل وبعد المعلومة الإضافية عن المستقبل؛ ومن ناحية أخرى أهمية التدفقات النقدية الضائعة، والمقصود بها تلك التي تفقدها المؤسسة لصالح منافسيها بسبب التأجيل، هذه الأخيرة يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار. كما يجب أن تراعي المؤسسة الزمن الذي ينقضي قبل نفاذ الفرصة أو استهلاكها.

يجب وضع محددات القيمة في الخيارات الحقيقية تحت السيطرة للاستفادة القصوى من المرونة، وهذا الأمر ليس متاحا دائما، كما أنه ليس سهلا، يتطلب من ناحية مهارات ومؤهلات خاصة لدى الإدارة لشمين تلك المرونة والاستجابة السريعة والفعالة للمعلومات الواردة؛ من ناحية أخرى يتم التساؤل عن مدى إمكانية الحصول على المعلومات الجديدة ذات الفائدة.

2. 3 الكفاءة في الأداء

التقاطع بين هذين المدخلين: المعلومات الجديدة وإمكانية التفاعل معها، من شأنه تقييم المرونة التي تميز الخيارات الحقيقية كما هو موضح في الشكل رقم (4). وإذا نظرنا إلى العوامل المؤثرة على الخيارات الحقيقية في الجدول رقم (3)، وهي متقاربة مع تلك المؤثرة على الخيارات المالية، مع مراعاة أن المسألة هنا متعلقة بتقييم مشروع استثماري حقيقي كامل، نلاحظ أهمية الزمن في اتخاذ القرار، القيمة في البداية (الاستثمار المبدئي) والقيمة عند اتخاذ القرار (النتائج)، أهمية تدفق المعلومات الإضافية، وجود البدائل الاستراتيجية. كل هذه العوامل تدعم مرونة الخيارات الحقيقية.

* ما هي المصادر الرئيسية لعدم اليقين؟ ما هي الأحداث التي تجلب معلومات جديدة ومتى؟ إن "عدم اليقين" هو مصدر لخلق القيمة، فقط إذا كان من المرجح أن تؤدي المعلومات الجديدة ذات الصلة إلى إحداث تغيير في القرار.

- * ما هي القرارات التي يمكن للإدارة اتخاذها استجابة للأحداث؟ تمتع المسيّرين بالسلطة التقديرية للاستجابة للتغيرات، هل يملكون مرونة حقيقية أم لا؟
 - * ما هي المكاسب المرتبطة بهذه القرارات؟ من الناحية العملية يحدث أن يجد المسيّرون مشاريع ذات قيمة حالية صافية ايجابية، ولكن ينبغي أن تستمد القيمة الحالية الصافية من المزايا التنافسية المستدامة. يجب أن تكون هناك تدفقات نقدية ولكن يجب اختبار الميزة التنافسية وخلق القيمة²².
- إن إظهار كفاءة الإدارة يجب أن ينعكس على الأداء، وغالبا سيتم تقييم نجاح استراتيجية الإدارة وسياساتها من خلال تعظيم القيمة. المسيّرون واعون بهذه الحالة وعليهم الاستفادة من النقاط التالية:
- "عدم اليقين" يخلق فرصا وقيمة؛
 - تسمين هذه القيمة يتطلب قرارات مناسبة؛
 - تحديد مصادر عدم اليقين وتجميع المعلومات في الوقت المناسب وبأفضل الأدوات؛
 - تحديد القرارات أو الاختيارات التي تعزز الاستفادة من الفرص المواتية والقرارات التي تؤدي إلى التعرض لمخاطر التدهور.

خاتمة

تعد الخيارات الحقيقية المشتقة من الخيارات المالية نقطة تحول أساسية ضمن نظرية اتخاذ القرار وتقييم المشاريع الاستثمارية والمؤسسات وتضمن الاستراتيجيات التي من شأنها أن تؤدي إلى خلق القيمة. وضمن هذا السياق أصبح لحالة عدم اليقين "قيمة" يجب إدارتها بشكل جيد، وهو مجال آخر للمسيرين يمكنهم من خلاله إظهار كفاءتهم ومهاراتهم الإدارية.

النتائج والتوصيات:

إن الموضوع المعروض في هذه الدراسة موضوع أكاديمي بحت، ولكن يمكنه أن يكون موضوعاً عملياً ومهنيًا لارتباطه مباشرة بعملية التقييم وبالتالي بعمليات التفاوض على القيمة والسعر، وعليه توصي هذه الدراسة -ربطاً للموضوع ببيئة الأعمال الجزائرية- بما يلي:

1. إعطاء مزيد من الاهتمام لنظرية الخيارات الحقيقية على مستوى المناهج الأكاديمية الجامعية في موضوعات المحاسبة والمالية والإدارة الاستراتيجية، وبالتالي محاولة تبسيط المفاهيم ذات الصلة ووضع أطر مناسبة للتطبيق ومنهجية عمل متقاربة لجعل النتائج أكثر موثوقية.
2. إعطاء مزيد من الاهتمام أيضاً لموضوع خلق القيمة على مستوى المؤسسة، خاصة في ظل تزايد الحديث عن استدامة المؤسسات. إن موضوع خلق القيمة يعني البحث في الإمكانيات الحقيقية للاستثمار من خلال استهداف فائض قيمة ناتج عن الفرق بين مردودية وتكلفة رأس المال المستثمر والحفاظ على الميزة التنافسية، والقرار الجيد هو القرار الذي يفضي إلى خلق القيمة.
3. ربط موضوع الخيارات الحقيقية وخلق القيمة واستغلال المرونة بالصناعة النفطية، لأن أكثر المجالات التي تعد فيها الخيارات الحقيقية معياراً ملائماً لاتخاذ القرار هي الصناعة النفطية. بسبب ما تتميز به هذه الأخيرة من إنفاق ضخم، عدم اليقين، عدم توافق الإنفاق مع العائدات على المدى القصير وارتفاع درجة المخاطر.

ملحق الجداول والأشكال البيانية:

جدول رقم (1): العوامل المؤثرة على قيمة الخيارات الحقيقية والخيارات المالية

الخيارات الحقيقية	الخيارات المالية
القيمة الحالية الإجمالية للتدفقات النقدية المتوقعة	القيمة الحالية للأصل المالي

سعر التنفيذ	معدل تكلفة الاستثمار
الزمن المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق	الزمن حتى استنفاد الفرصة
عدم اليقين حول سعر الأصل المالي	عدم اليقين حول قيمة المشروع
معدل العائد الخالي من المخاطر	معدل العائد الخالي من المخاطر / معدل العائد المعدل بالمخاطر

المصدر:

Boyer, M. (2003, Mars). Création de valeur, gestion de risque et options réelles : CIRANO
Rapport, Bourgogne, p 9

جدول رقم (2): أهم الخيارات الحقيقية

خيار التأجيل (الانتظار)	تأجيل اتخاذ القرار إلى حين الحصول على معلومات أكثر. خيار تأجيل الاستثمار يعادل خيار الشراء على الأسهم. للتأجيل تكلفة تتمثل في الفرصة البديلة.
خيار التوسع (النمو)	تحقيق المؤسسة للمشروع الأول يسمح لها باختبار قدرتها على البقاء وامتلاك الخبرة، في هذه الحالة يمكن للخيار الأول أن يكون خالفا للقيمة عند قبوله بقيمة حالية صافية سالبة إذا كانت القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني موجبة.
خيار التخلي (الإلغاء)	يمكن للمؤسسة أن توقف أي مشروع حالي بهدف تقليل الخسائر، عندما تكون التكاليف المتعلقة بتصفية المشروع أقل من القيمة الحالية للمشروع في تاريخ التصفية إذا تمت المحافظة عليه. فإذا كانت هذه الإمكانية موجودة يجب أن تدمج في سيورة القرار بإضافة قيمة هذا الخيار إلى القيمة الحالية الصافية.
خيار التقصير وخيار التمديد	المؤسسات التي يمكن أن تمتد أو تقصر حياة الأصل أو العقد عن طريق دفع مبلغ ثابت (سعر التنفيذ) تملك خيارا قيما، فمن الممكن تمديد أو تقصير عمر الأصل أو العقد.
الخيار المتتابع (مجمع الخيارات)	خيارات مركبة استثمار على مراحل، الشروع في كل مرحلة يتوقف على مدى النجاح والتقدم في المرحلة التي سبقتها. الاستثمار أو التخلي مبني على التدفقات. مثل القيام بسلسلة من عمليات الاستحواذ على المؤسسات باستخدام آثار الرافعة
خيار التبديل	المشروع الذي يمكن تشغيله وإيقافه (أو التبديل بين موقعين مختلفين) يستحق أكثر من مشروع مماثل دون هذه المرونة.
خيار التعلم	الحصول على المعلومات والاستفادة منها.

المصدر: من إعداد الباحثين*

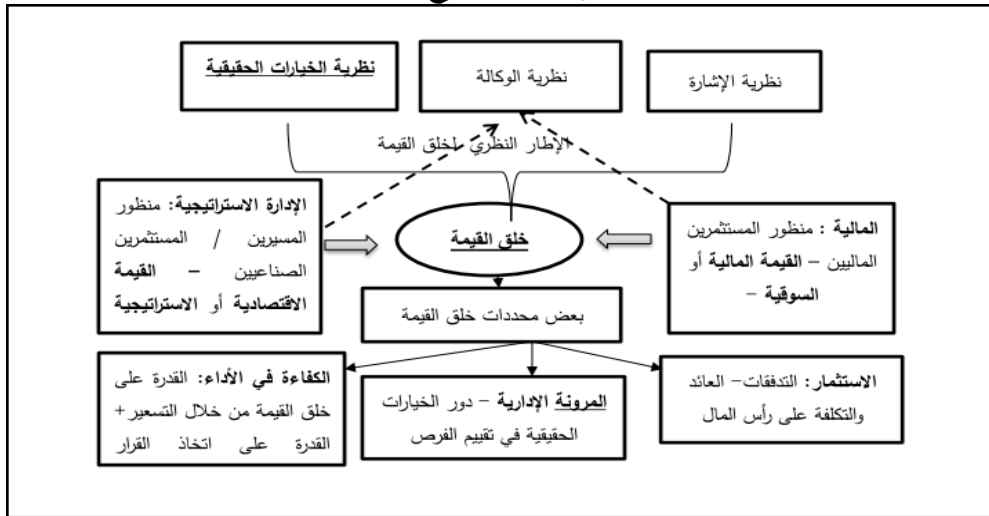
جدول رقم (3): المتغيرات المؤثرة على الخيارات الحقيقية

المتغير	تأثيراته
الزمن (الاستحقاق)	يرتبط مفهوم الخيارات بوجود فاصل زمني يسمح باتخاذ القرار بشأن التنفيذ أو عدم التنفيذ، إنها مدة استحقاق الخيار.
القيمة عند الاستحقاق	يتم اتخاذ القرار بشكل مستقل ولكن مترابط عبر الزمن. هذا يفترض أن المؤسسة بإمكانها توقيف الاستثمار في مرحلة ما بحيث تقرر تنفيذ أو عدم تنفيذ الخيار الاستثماري.
القيمة عند التنفيذ	لا يمكن معرفة الشكل الذي تتغير إليه البيئة، ولكن يمكن معرفة المؤثرات. كيفية الحصول على المعلومات بالنسبة للمسيّرين وطريقة التعلم حاسمة في تحديد الاستراتيجية باستخدام الخيارات.
عدم اليقين المعلوماتي حول بيئة الأعمال المستقبلية	اتخاذ القرار يكون في ظل وجود بديل استراتيجي لتلك الخيارات.
وجود بديل استراتيجي للخيار	

المصدر:

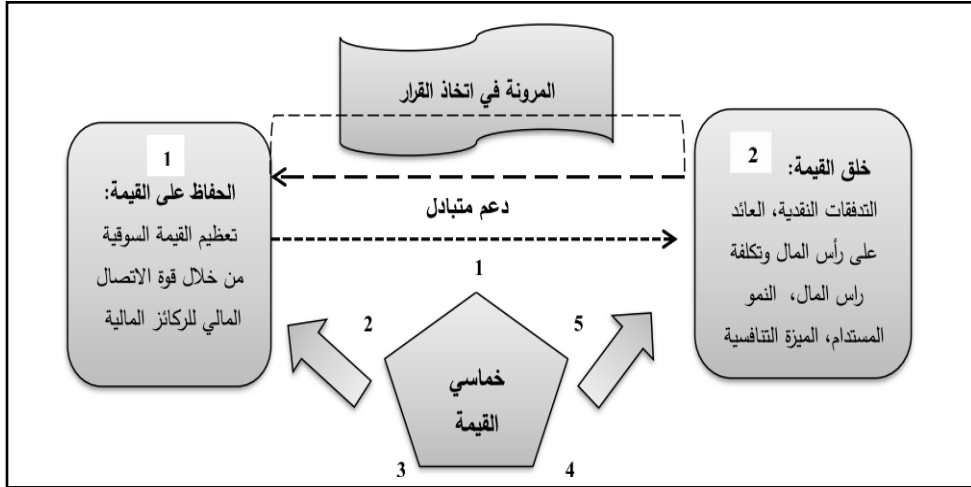
Durand, R. Gomez, P-Y. et Monin, P. (2006, Jan). Le management stratégique face à la théorie des options : Revue française de gestion, N° 160, p 166.

الشكل 01: " نموذج الدراسة "



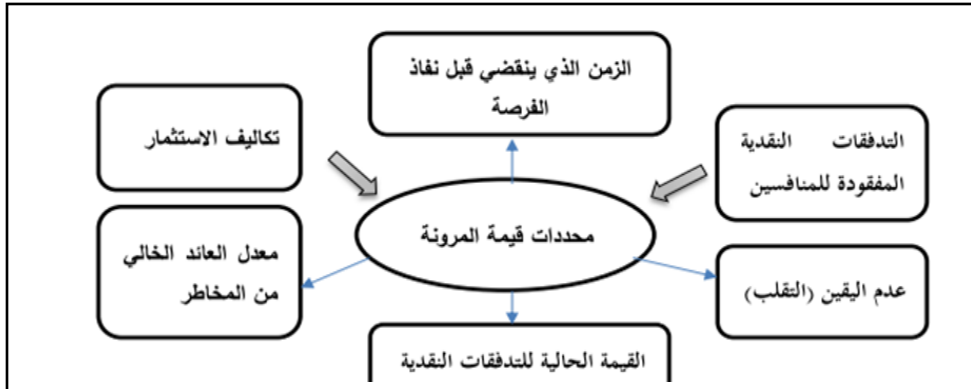
المصدر: من إعداد الباحثين

الشكل 02: " تصور توافقي للقيمة السوقية والاقتصادية ضمن النموذج الخماسي للقيمة "



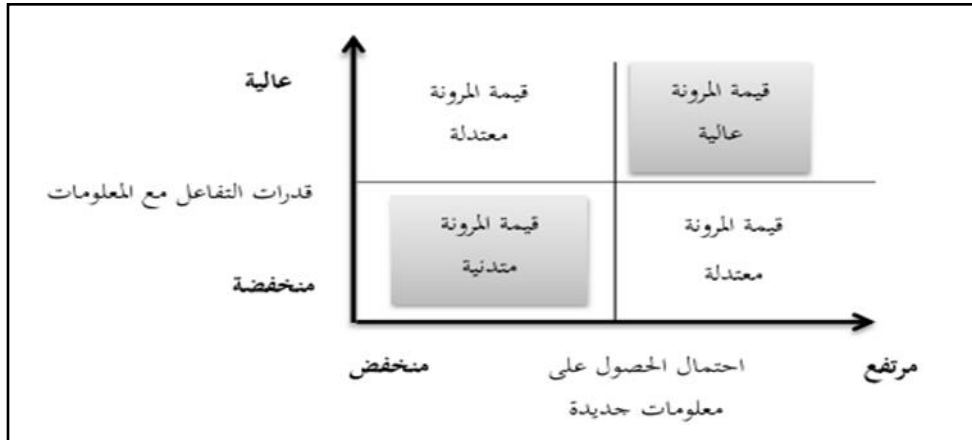
المصدر: من إعداد الباحثين

الشكل 03: " محددات قيمة المرونة (قيمة الخيار) "



المصدر: Koller, T. Goedhart, M. Wessels, D (2010). Valuation, measuring and managing value of companies: fifth edition, Mckinsey and company, p 685

الشكل 04: "تقييم المرونة الإدارية في الخيارات الحقيقية"



المصدر: Ibid, p 683

الهوامش والمراجع المستخدمة:

¹ Charreaux, G. Théorie financière et stratégie financière : **revue française de gestion**, Paris. N 160, 2006/1, PP 109-137.

² Myers, S.C. And Majluf, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have: **journal of financial economics** 13, North Holland, 1984. P 219.

³ Jensen, M.C. And Meckling, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure: **Journal of financial economics**, vol 3, n 4, 1976. PP 305-360.

⁴ Maillard, D. **Que valent les stock-options ?** Conservatoire national des Arts et Métiers, Chaire de banque, : document de recherche n° 14, 2005. <http://ww2.cnam.fr/banque/DR14.pdf>

⁵ Jensen, M.C. And Meckling, W.H. Op cit.

⁶ Franklin, A. and Raghram, R. The contribution of Stewart Myers to the theory of corporate finance: **journal of applied corporate finance**, Vol 20, N 4, Morgan Stanley publication, 2008. PP 9-10.

⁷ Krychowski, C. **Apport et limites des options réelles à la décision d'investissement stratégique** : Thèse de Doctorat, HEC Paris, 2007. PP 42.

⁸ Van Caillie, D. Techniques modernes d'évaluation des entreprises : **séminaire de perfectionnement des formations postuniversitaires**, HEC, Liège. 1998.

⁹ Idem.

¹⁰ Boyer, M. Christoffersen, P. Lasserre, P. et Pavlov, A. **Création de valeur, gestion de risque et options réelles** : CIRANO rapport, N°2003RB-01, Bourgogne, 2003, Sep. P 9.

¹¹ Vernimmen, P. **Finance d'entreprise** : Dalloz, Paris, 2011. P 729.

¹² IDEM, P 728.

¹³ Dhiab, E. **Les options réelles : options de croissance et de contraction pour l'évaluation d'un projet d'investissement** : mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en administration des affaires, Québec, Canada, 2008. P 2.

¹⁴ Krychowski, C. Op cit. P 9.

¹⁵ Dhiab, E. Loc cit.

¹⁶ Thauvron, A. **Evaluation d'entreprise**: Economica, Paris, 2013. P 234.

¹⁷ Krychowski, C. Op cit, PP 70-71.

¹⁸ Thauvron, A. Op cit, PP 234- 235.

¹⁹ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. **Valuation, measuring and managing value of companies**: fifth edition, Mckinsey and company, 2010. PP 59-62.

²⁰ Dhiab, E. Op cit. PP 7-9.

²¹ Vernimmen, P. Op cit. P 729.

²² Koller, T. Goedhart, M. Wessels, D. Op cit. PP 686, 687.

*ملخص عن المراجع التالية:

Thauvron, A. (2013), Koller, T. Goedhart, M. Wessels, D (2010), Krychowski, C. (2007).