

المحور 09

طرق التقييم الحديثة

يعتبر موضوع تقييم المؤسسة من أحد المسائل الهامة في مجال الإدارة المالية، فلم يعد القدرة على تحقيق الأرباح مؤشرا كافيا لتحديد قيمة المؤسسة، حيث وجه لهذا الهدف مجموعة من الانتقادات ليظهر فيما بعد الهدف الجديد للإدارة المالية الحديثة وهو تعظيم الثروة عن طريق تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وعليه قام من الباحثين والمحللين الماليين بعرض مجموعة من الطرق الحديثة للتقييم، استطاعت أن تعالج بعض نقاط الضعف المأخوذة عن الطرق الكلاسيكية منها على سبيل المثال أنها لا تراعي بعض المؤشرات كأخطار النمو إضافة إلى أنها تقوم على فرضية ديمومة واستمرارية النتائج المحققة ولا تأخذ بعين الاعتبار المعطيات المحاسبية التي لا تطابق الواقع.

عرفت مقاربات التقييم الكلاسيكية انتشار واستعمالا واسعا من قبل المقيمين والمحللين الماليين، إلا أن هذا لم يمنع ظهور بعض المقاربات الحديثة لعل أهمها مقارنة التقييم من منظور نظرية الخيارات التي تعتبر أحد الوسائل الهامة المستخدمة في مجال اجتناب نقل المخاطر المالية، وقام (choles & Black) بتطويرها بناء على مجموعة من الفرضيات إلى نموذج لتحديد قيمة الأموال الخاصة، الاستدانة ومن ثمة قيمة المؤسسة محل التقييم كما ظهرت مقارنة أخرى للتقييم انطلاقا من القدرة على خلق القيمة اعتمدت هذه المقاربة على الهدف

الحديث للمؤسسة وهو تعظيم قيمتها السوقية، واستعملت في ذلك طريقة تسمى بطريقة القيمة السوقية المضافة، وظهرت مقارنة أخرى حاولت الانطلاق من المعطيات التي توفرها القوائم المالية للوصول إلى القيمة السوقية للمؤسسة، حيث اعتمدت هذه الطريقة التي جاء بها (Feltham et Ohlson) على مرجعية محاسبية، تربط بين الأرباح، التوزيعات النقدية والقيمة المحاسبية لحقوق الملكية بالقيمة السوقية لحقوق المساهمين يعكس هذا النموذج بصورة مباشرة العلاقة الموجودة بين الأرباح المحاسبية وحقوق المساهمين ويربطها بالقيمة السوقية للمؤسسة.

أولاً: التقييم من منظور نظرية الخيارات.

تعتبر نظرية الخيارات إحدى أهم النظريات الحديثة المستعملة في مجال الهندسة المالية، لعبت دور هام في تنشيط البورصات العالمية وساهمت في تسهيل عملية التداول لغرض الاستثمار المضاربة والتحوط من تقلبات السوق، فضلا على الأثر الذي أحدثته في مجال التفكير الاستراتيجي للمؤسسات المالية فالخيارات تعطي للمستثمر فرصة مهمة في تقليل المخاطر التي يتعرض لها من خلال استبدال موجود معين بموجود آخر بسعر محدد في موعد محدد، ظهرت هذه النظرية في بداية السبعينات ولقيت استعمالا واسعا من قبل المتعاملين والمحللين الماليين ليطم تطويعها فيما بعد واستخدامها لتقييم المؤسسة.

أ- مفهوم الخيار ومحدداته:

يعرف الخيار على أنه عقد قابل للإلغاء يعطي لصاحبه الحق في الخيار بين الشراء (البيع) من عدمه لأصل معين بسعر محدد مسبقا بتاريخ لاحق، فخيار الشراء يتم لتغطية مخاطر الارتفاع وخيار البيع يتم لتغطية مخاطر الانخفاض في سعر الأصل محل التعاقد، وتتمثل قيمة الخيار في الفرق بين السعر السوقي للأصل وسعر الممارسة خلال فترة الاستحقاق، وعليه يمكن القول أن السعر السوقي للأصل محل التعاقد هو المحدد الرئيسي لقيمة الخيار، إلا أنه ليس سعر الوحيد بل توجد عدة عناصر تؤثر عليه نذكر منها:

- التنفيذ أو الممارسة Le prix d'exercice
- تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد La volatilité du sous-jacent
- مدة حياة الخيار La durée de vie de l'option
- معدل المردودية دون مخاطرة Le taux de rentabilité sans risque
- التوزيعات المتولدة عن الأصل Le dividende
- المخاطر النظامية Le risque systemique

يعتبر خيار الشراء بمثابة الوعد بالبيع، فعند بلوغ تاريخ التنفيذ فإن مالك خيار الشراء له الحرية تنفيذ هذا الخيار أما بائع هذا الخيار (من قدم الوعد) يكون مجبر على التنفيذ إذا ما طلب منه مشتري خيار الشراء ذلك،

وعليه فمالك خيار الشراء لا ينفذ خياره إلا إذا كان السعر الذي تم الاتفاق عليه أقل من السعر السوقي للأصل موضوع التعاقد يوم تنفيذ العقد، أما خيار البيع فهو وعد بالشراء يكون البائع محبر على شراء الأصل موضوع الاتفاق ولو كانت القيمة السوقية للأصل موضوع التعاقد يوم التنفيذ أقل من السعر المتفق عليه في خيار البيع، وبالمقابل تحفظ مشتري خيار البيع بميزة تنفيذ الخيار من عدمه.

يتم اللجوء إلى تقنية الخيارات نتيجة لتزايد مخاطر عدم التأكد من تحقق التنبؤات لعدم تطابق المعلومات، وعليه لا وجود للخيارات في عالم خالي من المخاطر يمكن فيه التنبؤ بالمستقبل بدقة، ومنه تعتبر الخيارات حل للمتعاملين في السوق المالية من أجل التقييم وتعويض الخطر، ويتضح مما سبق أن قيمة الخيار دالة متعددة الخيارات تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي يعتبر معلوم ومحدد في العقد وعليه يجب التنبؤ أو معرفة السعر المستقبلي، وقد ظهرت عدة طرق لتحديد قيمة الخيار أهمها نموذج (Black & Scholes)

ب- نموذج (Scholes & Black 1973):

ظهر هذا النموذج في بداية السبعينات من القرن الماضي من قبل العالميين (Myron Ficher و Scholes) ولقيت استعمالا واسعا من قبل المحللين الماليين، انطلق من فكرة بناء نموذج لتقييم سعر الشراء وبالتالي التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، ومنه تقدير تكلفة الفرصة البديلة التي تستخدم كأساس لخصم تلك التدفقات، وقام الباحثان بتطوير هذا النموذج الذي بني أساسا لتقدير خيارات الأسهم ليشمل الأدوات المالية الأخرى ويأخذ بعين الاعتبار التوزيعات ليعرف شكله النهائي الحالي.

ت- فرضيات النموذج.

يقوم النموذج على عدة فرضيات تتمثل فيما يلي:

الفرضية الأولى: الخيار محل التعاقد من النوع الأوروبي وليس الأمريكي؛

الفرضية الثانية: توجد إمكانية للبيع على المكشوف من دون قيود؛

الفرضية الثالثة: يأخذ السهم الصفقات على الأداة الأصلية، قيمة مستمرة وموزعة طبيعيا، أي لا توجد قفزات في الأسعار كذلك التي تحدث بعد الإعلان عن عملية استيلاء مثلا؛

الفرضية الرابعة: رشادة المتعاملين؛

الفرضية الخامسة: لا توجد تكلفة للمعاملات، كما يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية مهما صغر حجمها، إضافة إلى افتراض أن المعلومات عن السوق تتاح للجميع في ذات اللحظة؛

الفرضية السادسة: العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ثابت؛

الفرضية السابعة: سعر الفائدة ثابت

الفرضية الثامنة: لا توجد توزيعات على السهم المعني خلال فترة الخيار (أي حتى تاريخ الاستحقاق)؛

الفرضية التاسعة: ثبات تذبذب الأداة الأصلية خلال الفترة.

ث- الصيغة الرياضية للنموذج.

قام (Scholes & Black) بصياغة العلاقة للنموذج على النحو التالي:

$$C = S N(d_1) - E e^{-rT} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + \frac{(r + \delta^2)T}{2}}{\delta\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{T}$$

علما أن:

T: الفترة حتى تاريخ الاستحقاق (% سنوات)

In: اللوغريتم الطبيعي

δ^2 : تقلبات سعر الأصل محل التعاقد (التباين)

S: قيمة السوقية للأصل محل التعاقد بتاريخ $t = 0$

E : سعر الممارسة

e : Napier's Constant عدد ثابت = 2.7182818284

r : معدل المردودية دون مخاطر

$N(d_1)$: احتمال أن متغير وفق قانون (Gauss) له قيمة أقل من d (دالة كثافة القانون الطبيعي)

ج- تقييم المؤسسة وفق نظرية الخيارات:

يتم تقييم المؤسسة وفق نظرية الخيارات على خلفية أن الأموال الخاصة تعطي لصاحبها الحق في امتلاك الأصول التي تكون لديهم بعد تسديد الديون للدائنين، وعليه حسب هذه الطريقة الأموال الخاصة تمثل خيار الشراء على الأصول الصافية للمؤسسة، ولامتلاك الأصول يجب تسديد حقوق الدائنين وعليه الديون تمثل سعر التنفيذ أو الممارسة والذي يمكن حسابه انطلاقاً من العلاقة أعلاه.

لتطبيق هذه العلاقة على الأسهم لا بد من القيام ببعض التعديلات وهي:

- استبدال C سعر الممارسة بقيمة للأسهم؛
- استبدال S بالقيمة السوقية للأصول الاقتصادية؛
- استبدال E مبلغ الديون (والفائدة) المسددة في نهاية الفترة؛
- δ^2 يمثل تباين الأصول الاقتصادية.

تسمح طريقة التقييم وفق نظرية الخيارات بالأخذ بعين الاعتبار عند تطبيق العلاقة إستراتيجية الإدارة للمسيرين و تقلبات الأرباح، كما تجدر بنا الإشارة إلى أن هذا النموذج سيتم الاعتماد عليه كثير في عمليات التقييم مع انتشار معايير المحاسبة الدولية التي تتجه نحو التقييم وفق القيمة السوقية.