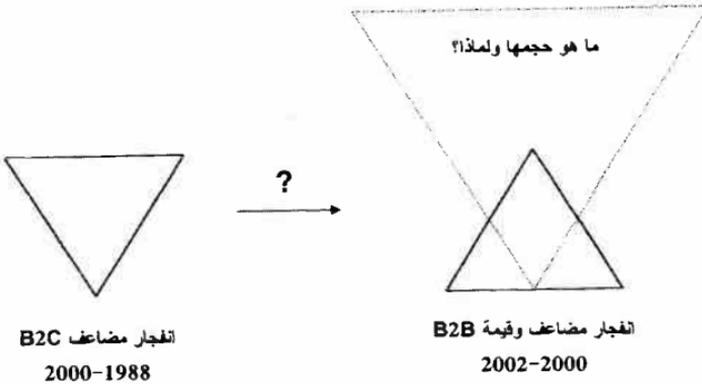


## الأنظمة الاقتصادية الجديدة لما وراء الرأسمالية وقياس الأداء

لقد قادت الشركات المشاركة في تحول العمل الإلكتروني B2C مضاعفات هائلة في عالم التجارة. وقد نمت بضعة شركات منها فقط بسرعة أكبر من الأدلة الكلية، وفشلت لذلك الأرباح النهائية للعديد منها بتجاوز كلفة الشركات من الرأسمال، ولم تولد العديد من شركات دوت كوم (.com). أرباحاً، على الرغم من مضاعفاتها العالية جداً. ومع ذلك يستمر السوق بمكافأتها.

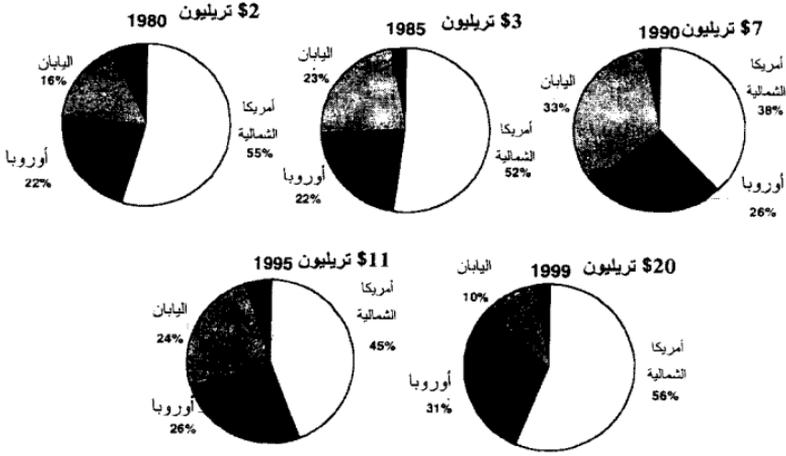
والسوق ليس على خطأ. إذ يتم ابتكار ثروة وقيمة اقتصادية حقيقية. ولا يتم تضخم «اقتصاد فقاعة الانترنت» إلى حد الانفجار. كما لا تقوم الأعمال بتفكيك أسواقها الخاصة أو جذب أسواق أخرى في لعبة نتیجتها الصفر (لعبة مبنية على مبدأ تعادل خسارة طرف مع مكاسب الآخر). وفي نفس الوقت، لا تزال المبادئ الرئيسية للعمل مطبقة. كما تحتاج الشركات لخلق تدفق معزز للأرباح لتكون قيمة، وليبقى النمو سنة بعد سنة

مستمراً، وهناك اختبارات موثوقة تحدد فيما إذا الشركات تطور قيمة اقتصادية حقيقية وتبتكر ثروة قابلة للاستمرارية أم لا. ولكن، ما هي إذاً الطريقة الأفضل لفهم الأنظمة المترية للاقتصاد الجديد؟ وكيف يمكن تحقيق تطبيق أفضل للأنظمة المترية الموثوقة بغية تقييم الفرص وتركيز الاستثمارات في مجالات ستطور الثروة والقيمة؟ وي طرح الشكل 6 - 1 سؤالاً استراتيجياً يجب، برأينا، أن يكون مركزاً للاستراتيجيات ما وراء الرأسمالية. فلو ولدت ثورة B2C في السنوات الحديثة قيمة هائلة ضمن جزء صغير جداً من الاقتصاد الكلي، فما هو مقدار القيمة التي ستتولد عند تحويل المشاريع الصناعية نفسها إلى شركات B2B مابعد رأسمالية؟ ربما علينا أن نتذكر أيضاً، توسع أسواق الرأسمال حول العالم في السنوات العشرين الماضية. وهذا ما هو واضح في الشكل 6 - 2.



الشكل 6-1 وعد القيمة لـ B2B

وكما يشير الشكل 6 - 2، فقد ازدادت قيمة سوق  
الرأسمال العالمي أربع مرات خلال فترة العشرين سنة، منتجة



الشكل 6-2 التغييرات في استغلال رأسمال السوق العالمي أثناء فترة الثمانينات وفترة التسعينات

نمواً سنوياً بحدود 13 - 14٪ ومن جهة أخرى، فقد تبدل توزيع  
ثروة وقيمة السوق بشكل مثير في نفس الفترة. وأثناء فترة  
التسعينات، كانت اليابان وبلدان أخرى آسيوية سريعة النمو،  
بالإضافة إلى ألمانيا الغربية قادرة على الاستفادة من الأسواق  
الصناعية والاستهلاكية العالمية المتنامية من خلال استراتيجيات  
تصدير عظيمة وضعت يدها على حصة السوق المتزايدة. كما  
تابع اللاعبون الرئيسيون من هذه الأقاليم بالقيام باستثمارات  
رأسمال عالمية تركزت عبر البحار للتصنيع وساعدت على  
تجاوز الرأي المحلي الناصر للحماية الجمركية.

ولكن الأمور اختلفت في فترة التسعينات. فعندما تم دمج وتحرير أسواق الأسهم العالمية، ومع بدء التكنولوجيا العمل الشبكي بالتأثير بشكل رئيسي على أداء العمل، خلقت الصلاوبات في نماذج الاقتصاد الآسيوية ونماذج أوروبية معينة انعكاس للثروة. وقد أثبت ذلك في اليابان. وبينما ازدادت الحصة الأوروبية من قيمة سوق الأسهم المجملية، بفضل التكامل المتزايد للأسواق الأوروبية، شهدت بعض الأسواق الأوروبية - وخصيصاً ألمانيا الموحدة مؤخراً - تراجعاً خلال تلك الفترة.

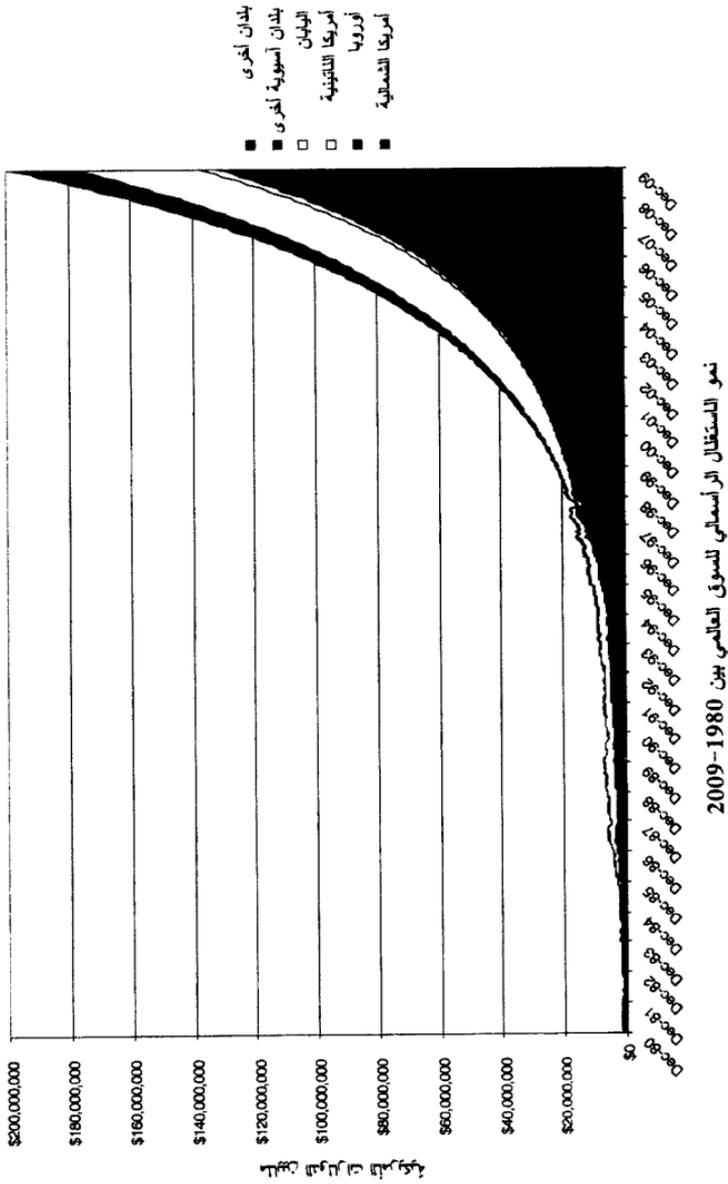
وعلى الرغم من الصعوبات الإقليمية، فقد شهد العالم ككل فترة مستمرة وثابتة بشكل مثير من النمو والتوسع، مع عواقب اقتصادية واجتماعية ايجابية بشكل عام. وربما تثبت هذه الفترة المثمرة بشكل سائد بأنها مجرد تمهيد للتوسع في الثروة والتوسع الاقتصادي المحتمل الذي تحمله ثورة العمل الالكتروني B2B. وفي كتابنا أثبتنا بأن B2B يستطيع تسريع النمو الاقتصادي وابتكار الثروة من عدة منظورات:

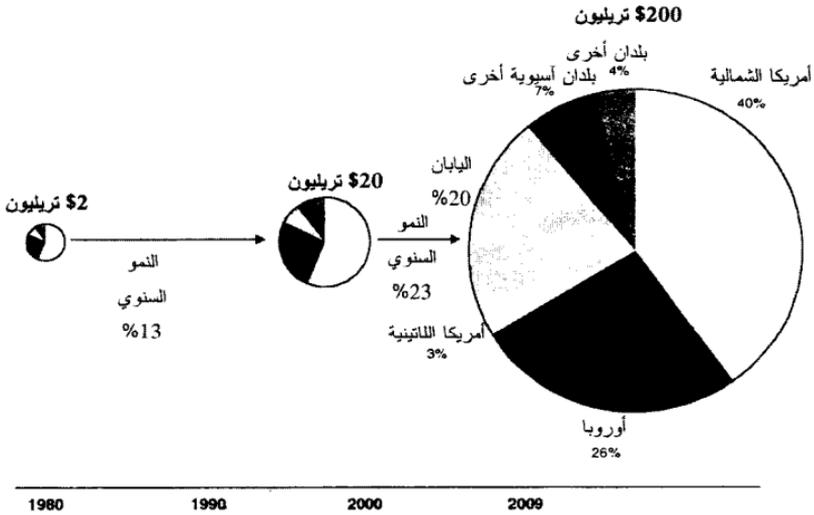
- توسع الدخل للسوق.
- تعزيز أفضل لنفوذ الأسهم المالي.
- تحسين هام في فعالية التشغيل.
- وتحسين مثير في فعالية أسواق الأسهم.
- العولمة وإنتاج أسهم بشري على مقياس لم يسبق له مثيل.

وبافتراض صحة الأسواق وأن تجاوب السوق الرأسمالي مع ثورة الانترنت B2C هي فقط بداية لنزعة طويلة الأمد. وإن كان ذلك صحيحاً، فبتقديرنا أن نمو السوق الرأسمالي السنوي المركب الذي تسببه العوامل الجديدة القائدة للقيمة لما وراء الرأسمالية يمكن أن يسرع بنسبة 13 - 23٪ خلال السنوات الثمان أو العشر التالية. ولذلك يبدو الرسم البياني لنسبة هذا النمو في الشكل 6 - 3 مذهلاً.

كما توضح هذه النتائج الرائعة في الشكل 6 - 4، والذي يضع يده على التحولات الهائلة في الأوضاع الاقتصادية العالمية التي تبعث برأينا الانطلاق الكامل لما وراء الرأسمالية. كما يمكن أن يزداد ابتكار الثروة وابتكار القيمة الاقتصادية عشر مرات خلال فترة 8 - 10 سنوات، من 20 تريليون دولار إلى 200 تريليون دولار. وقد يولد ذلك بشكل طبيعي أثراً مضاعفاً: فمن خلال الاستفادة من توسع الأسواق الصناعية والاستهلاكية، قد تمتلك المؤسسات العامة فرصة لتوجيه القضايا المجتمعية، والاقتصادية، والعالمية الرئيسية التي استعصى حلها في الماضي.

ولكن هل يعد هذا نموذجاً واقعياً للمستقبل؟ وكيف يمكن استيعابه من وجهة نظر علم الموارد المالية؟ تقترح التحليل التي وجدناها مقنعة بأنه بالفعل نموذج محافظ - على الرغم من أن التنبؤات التي أسسنا عليها نموذجنا تعد أكثر تفاؤلاً من معظم التقديرات المؤسسة حول تأثير ثورة B2B. وبشكل عام، في





الشكل 4-6 إطلاق القيمة العالمية من خلال ما وراء الأسهم

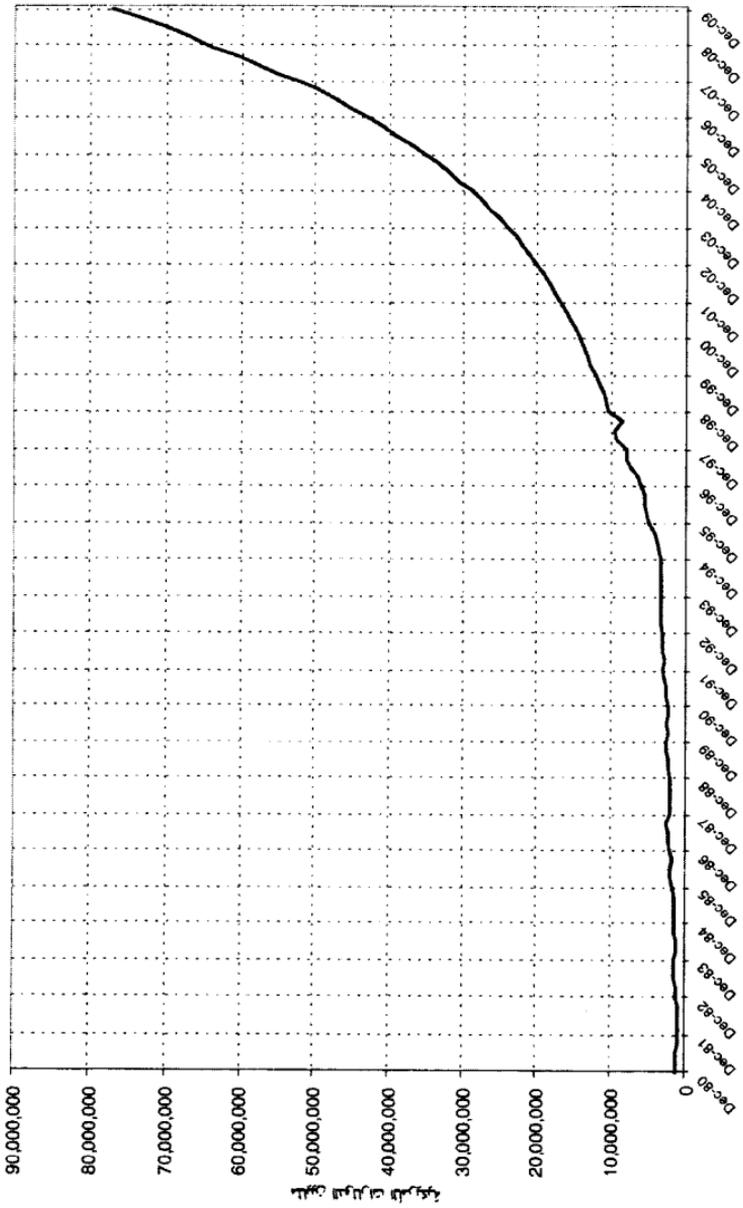
الوقت الذي يبدأ فيه بعض المحللين بالإشارة إلى إمكانية حدوث نمو أعظم، لا يرى معظمهم تماماً الأثر المضاعف الهائل الذي تخلقه ما وراء الأسهم.

قد تبدو تقديراتنا حول نمو سوق الأسهم حول العالم معقولة للبعض - ولكنها ستبدو للعديد بأنها عالية على نحو غير معقول. لذا مع الأخذ بعين الاعتبار الحق المقدس في الشك المنهجي، نود أن نقدم منظوراً تحليلياً بعض الشيء لهذه النسب من النمو. ولإعطاء الحدود الفاصلة والعملية للتحليل، فقد طبقناها فقط بالنسبة لسوق رأسمال واحد، وهو الولايات المتحدة. فلو سرّعت قيمة سوق الأسهم العالمي بالنسبة المقترحة لتصل إلى تقدير 200 تريليون دولار عام 2009، فإن

سوق الولايات المتحدة سيصل إلى حوالي 80 تريليون دولار من قيمة سوق الرأسمال العالمي في نفس السنة. ويقترح الشكل 6 - 5 لتحقيق هذا المستوى من غطاء السوق cap في الولايات المتحدة أن تركز الأسئلة الرئيسية على الافتراضات الضمنية التي قد تنتج ذلك المستوى من الاستغلال الرأسمالي للسوق ومدى معقولية تلك الافتراضات.

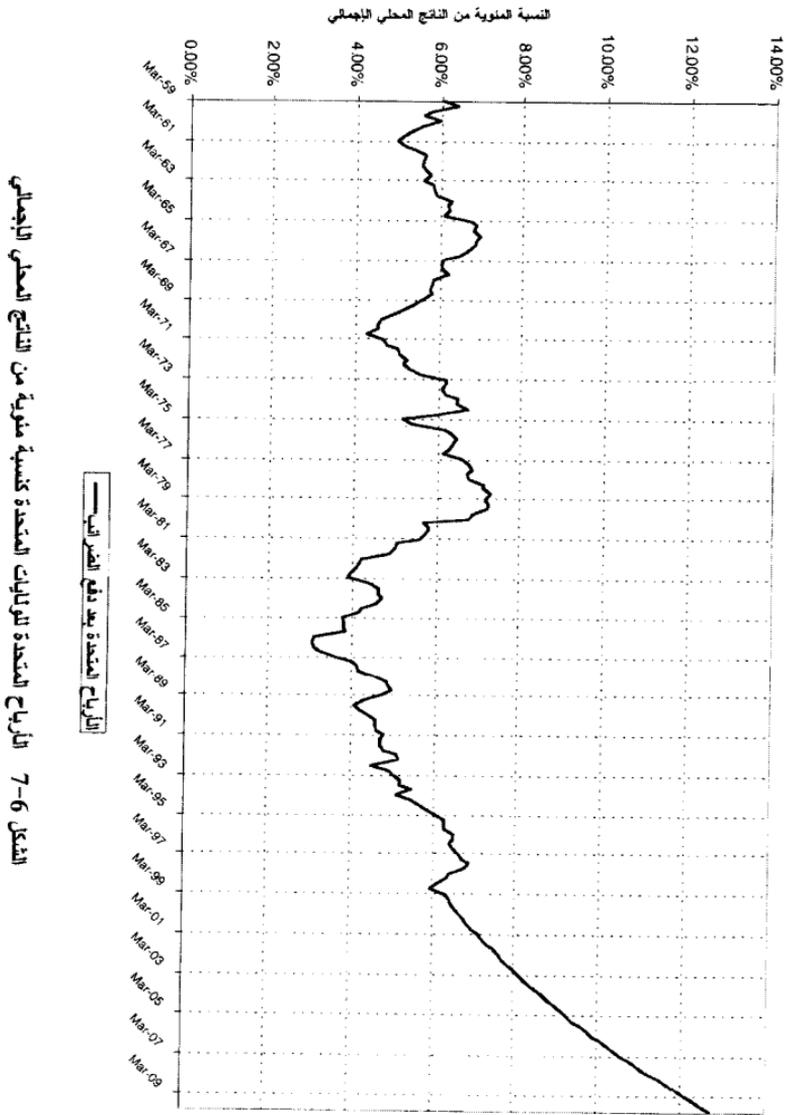
وتبدأ التحليلات بتقدير عالي لنمو الربح المتراكم خلال هذه الفترة. كما يقدم الشكل 6 - 6 افتراضات تتعلق بالنمو الاسمي الضمني للنتائج المحلي الإجمالي (GDP) خلال الفترة ما بين 2000 - 2009 وصور نسبة النمو الممكنة بحوالي 2.6٪. وهكذا فإن نسبة النمو هذه هي أسرع تقريباً بـ 10٪ من الفترة الواقعة ما بين 1986 - 1997 - وهو افتراض معقول في ضوء فعاليات السوق وإمكانية النمو من خلال ما وراء الرأسمالية. ولكن بعض المراقبين ابتعدوا في ذلك: فقد توقعوا أن تحد طاقة ما وراء الرأسمالية على الاستجابة بسرعة لأوضاع السوق المتغيرة من التذبذبات الاقتصادية، ورمي مقدار كبير من النقد لدعم الاستثمار والنمو بحيث تقود إلى نسب نمو اسمية مستمرة بحوالي 2.6٪. وقد أوضح الشكل 6 - 6 برسم بياني هذا النمو.

كما يمثل الشكل 6 - 7 رسماً بيانياً لنسبة نمو الفائدة المتحدة كنسبة مئوية من نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي بحدود 7.6٪ خلال السنوات التسعة التالية. ولقد كيفنا نسبة النمو



الشكل 5-6 استغلال رأسمال سوق الولايات المتحدة





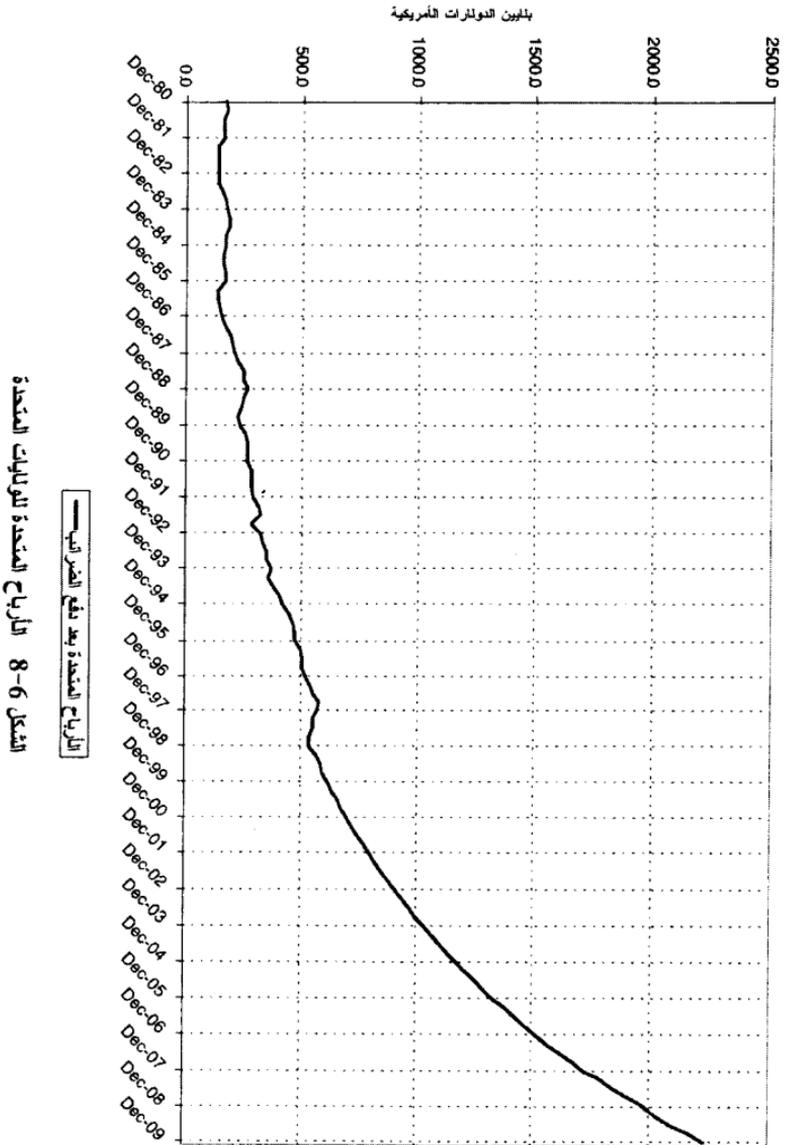
الشكل 6-7 الرياح المتخذة للولايات المتحدة كمناسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

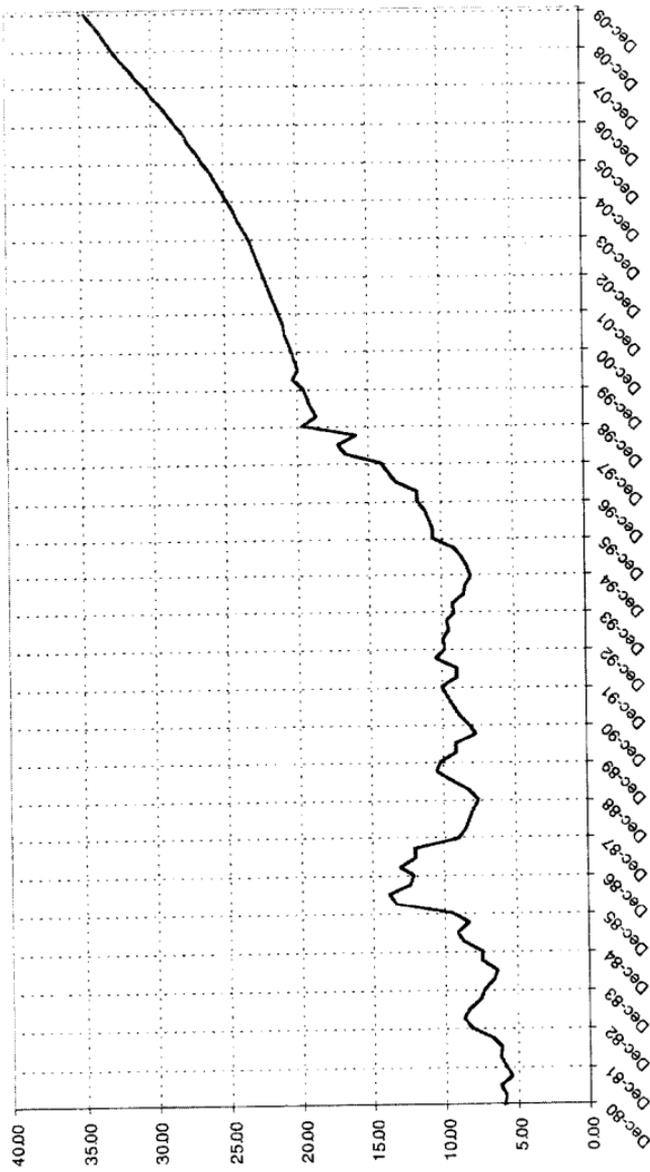
هذه إلى مستوى أدنى بقليل من نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي الكلي، مع الوعد بأن التحولات المطلوبة من الشركات أثناء هذه الفترة ستكون أكثر إثارة من مبادرات العولمة وإعادة هندسة العمل التي تمت في العقود السابقة. وكنتيجة ذلك، قد يتم إبطاء النمو في الفائدة المتحدة كنسبة من نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى حد ما.

ويجمع الشكل 6 - 8 هذه التحليلات لتقديم تقديرات كلية للفوائد المتحدة حتى عام 2009. وكما يقترح الشكل، تنمو الفوائد المتحدة بحوالي 1.13٪ سنة بعد سنة - أي تقريباً نفس نسبة النمو في الفترة ما بين 1986 - 1997.

ومن المحتمل أن تكون هذه الأرقام محافظة (تقليدية) استناداً إلى التحليلات المالية التقليدية بالإضافة إلى نماذج تدفق النقد الحر التي سنناقشها لاحقاً في هذا الفصل. ولكن سواء كانت دقيقة أم محافظة، يمكن استخدامها لقيادة تقييم نسب نمو P/E الموضحة برسم بياني في الشكل 6 - 9.

وتشير التحليلات إلى نسبة P/E بحدود 34 في المعدل في عام 2009. وبالمقارنة، فقد تضاعفت نسبة P/E بالنسبة لـ أس بي اكس 500 (SPX 500) خلال السنوات العشر الماضية من 14 - 27. فإذا كانت نسبة P/E ستتغير في السنوات العشر التالية كما حصل في السنوات العشر الماضية، فقد تصل إلى 54 - 56





استغلال رأسمال السوق/الأرباح المتعددة بعد دفع الضريبة

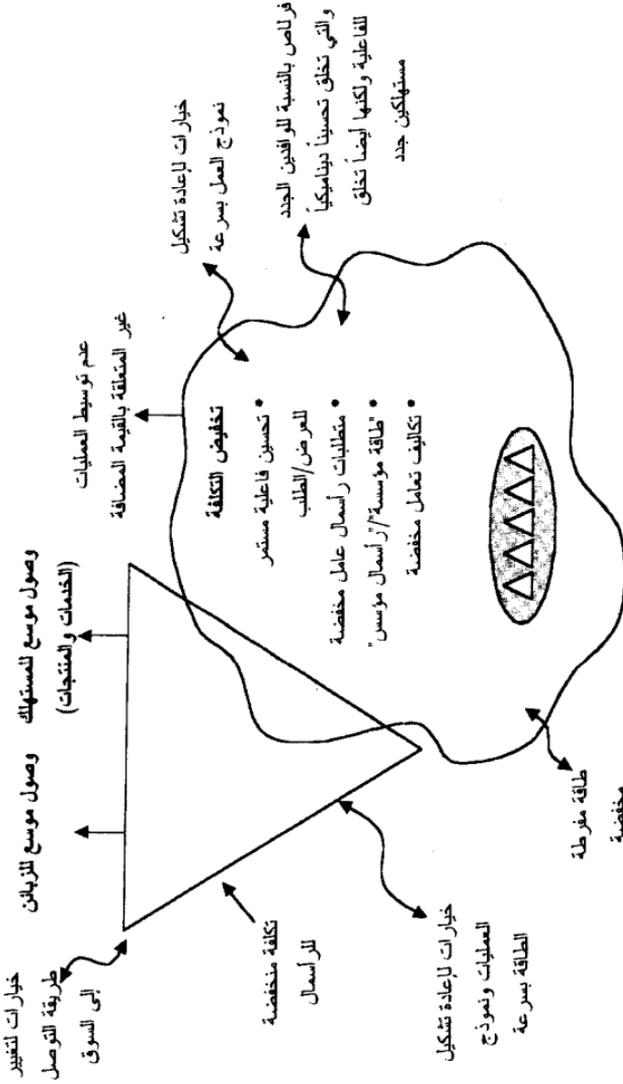
الشكل 6-9 سعر /نسبة مكاسب الولايات المتحدة

حتى سنة 2009. وإذا كانت ما وراء الأسهم قادرة حقاً على تسريع خلق القيمة، ربما يتوقع أحدهم بأن تكون نسبة P/E أعظم حتى من 56. وعلى أي حال، ينتج تحليلنا نسبة P/E بحدود 34، مقترحاً النمو في هذه النسبة بحدود 60٪ وهو أبطأ نوعاً ما من السنوات الثماني أو العشر الماضية. واستناداً لهذا التحليل، وحسب التحليلات التي قدمها طلاب آخرون في الاقتصاد الجديد، فإننا نشعر بالارتياح بشكل متزايد بتصور نسبة P/E بحدود 34. وهذا بالتالي يدعم توقعنا لتوسع سوق الأسهم العالمي إلى 200 تريليون دولار خلال السنوات العشر التالية. وهكذا فقد يغير تسريع النمو بهذه الدرجة معظم الافتراضات الرئيسية حول المال العام والرفاه الاقتصادي في المجتمعات حول العالم (وخاصة لو تبنت الحكومات نماذج ما وراء الأسهم وخفضت نسبة الصرف العام). ولو نجح تحليلنا في النهاية في اقترابه من الهدف، فربما يتطلب الأمر تفكيراً جديداً كلياً بشأن النمو الاقتصادي، الاستثمارات العامة والخاصة، وتوزيع الثروة.

وتقترح بعض المعادلات التي تشرح الاقتصاد الجديد، والمبتكرة من قبل معهد ميلكن Milken Institute، مسرّع قيمة عالي بفضل النفوذ الأعظم لرأس المال البشري والمالي. كما اقترحت كتب أخرى حديثة (مثل كتاب جيمس كلاسمان «داو 36,000، 36,000»، كتب التايمز Times Books, 1999 بأن

السوق لم يستجب بسرعة كافية للتغيرات العملية والبنوية في فترات الثمانينات والتسعينات، مؤدياً إلى مكافأة عدالة منخفضة القيمة. وتتصور هذه التنبؤات مؤشر داو بمعدل 30,000 أو 100,000. وكذلك قد تسرع ما وراء الأسهم هذه التنبؤات أو تجتازها حتى. وهكذا فإن هناك تحدٍ قيادي هائل. ولكن مواجهة التحدي قد تثمر عن نتائج لم يسبق لها مثيل. ويلخص الشكل 6 - 10 عوامل مختارة مسيرة لما وراء الأسهم. كما وضعت المفاهيم المجتمعة في هذا الشكل وفقاً لتسلسلها:

- تمتلك الشركات المالكة للشعار التي تستخدم القنوات الإلكترونية للتواصل مع الزبائن القدرة على اكتساب الزبائن والمستهلكين بسرعة أكبر على أساس عالمي.
- تسمح مرونة القنوات الإلكترونية، بالإضافة إلى الطبيعة غير المستغلة للشركات المالكة للشعار والقوى المحركة للميتاماركت وللشركات المالكة للشعار بتوسيع علاقاتها مع زبائنها من خلال التقديم السريع للمنتجات والخدمات الجديدة وألفة أعظم مع الزبائن. وتخول هذه المكاسب بالتالي للشركة فهم متطلبات الزبائن واحتياجاتهم بسرعة أكبر، ومن ثم تستجيب بشكل أفضل وأكثر إرضاء في الدورة التالية.
- يخفض عدم توسط العمليات غير المتعلقة بالقيمة المضافة التكاليف الإجمالية ويسمح أيضاً بإقامة سطح



الشكل 10-6 عوامل مسوقة مختارة للقيمة في الرأسمالية المنعرجة

بيني مشترك بين الزبائن وسلسلة العرض، وتؤدي بذلك إلى تحقيق عائدات إضافية.

■ تسمح الطبيعة غير المستغلة للشركات المالكة للشعار بتحويل اتجاهها بسرعة، ليس فقط إلى أسواق جديدة بل إلى قطاعات جديدة أيضاً. كما تخلق خيارات جديدة كلياً للشركة في عالم التجارة.

■ يتطلب نظام الميتماركت التحليل المالي وإعداد التقارير المستمر. كما تخفض الفعاليات القابلة للمقارنة عبر معظم العمليات الرئيسية كلفة الأسهم بالنسبة للمشاركين الأساسيين في الميتماركت.

■ يتم خفض التكاليف في الميتماركت تبعاً لما يلي:

■ التحسين المستمر لسلسلة العرض والطلب.

■ خفض متطلبات رأس المال العامل.

■ الأسهم المؤسس والمقدرة المؤسسة: إذ تخول الفعالية الأعظم لرأس المال العامل في الميتماركت والتحسين المستمر لسلسلة العرض للشركات بإعادة تكوين قدراتها بسرعة وإنجاز مستويات أعلى من الانتفاع بهذه المقدرة، وهكذا تخفض الحاجة لاستثمار أسهم إضافي.

■ وسائل الاتصال ذات السرعة العالية.

■ تخلق الطبيعة الديناميكية للميتماركت خيارات للاعبين

القادة لإعادة تشكيل نماذج أعمالهم بسرعة عندما تتغير أوضاع السوق.

■ تؤدي القوى المحركة للميتاماركت - إدخال وإخراج لاعبين لزيادة الفعالية - إلى حدوث تحسينات للفعالية والنشاط. كما تخلق أيضاً نطاقاً أوسع من المستهلكين الجدد (موظفي الوكالات الحرة الناجحة) الذين يستفيدون من الوافدين الجدد والناجحين إلى الميتاماركت.

لم نقصد بأن تكون المناقشة السابقة شاملة ولكنها تلقي الضوء مرة أخرى على المجال الواسع للفرص المتعلقة بالقيمة والتي تخلقها الميتاماركت.

وكما لاحظنا سابقاً، هناك مسرع للسوق في B2B. إذ يرتبط احتمال النمو وقيمة شبكة العمل بعدد اللاعبين. كما تخول الميتاماركت عدداً كبيراً من اللاعبين بالدخول والمغادرة بسهولة. ولذلك ينسب احتمال القيمة في ما وراء الرأسمالية إلى  $n^2$ ، حيث  $n$  هو عدد اللاعبين في شبكة العمل، ووفقاً لذلك فهو كبير جداً في معظم الأسواق. (وعلى العكس، فإن  $n$  هو عبارة فقط عن بضعة لاعبين في النموذج المتحد التقليدي). وهكذا فإن الهدف وراء قانون ميتكالف Metcalf هو الإشارة إلى انعدام قيمة شبكة عمل مؤلفة من آلة فاكس واحدة، بينما تخلق شبكة العمل المؤلفة من عدة آلات فاكس مضاعفاً كبيراً جداً للقيمة.

ولاشك أن الميتماركت من منظور تحليلي تقليدي، توفر فرصاً لزيادات عظيمة في تدفق النقد الحر والأداء الكلي للعمل. وهكذا، فقد تتوقع أن يولد المشاركون في الميتماركت مضاعفات أعلى في عالم التجارة. وعلاوة على ذلك، وكما لاحظنا سابقاً، فإن الاستخدام المكثف للقنوات الالكترونية وميلهم نحو التحسين المستمر يخولهم بإعادة التشكيل السريعة لتوجيه فرص السوق الجديدة، وهكذا يتم تحسين أداء العمل. ولا بد من أن يؤخذ في الحسبان هذه الخيارات تقييم المشاركين في الميتماركت، كما تخلق منظوراً ضرورياً لأن التنبؤات المستقرة والتحليل الأولي لأداء العمل، بغياب مثل هذه المصادر، سوف تفقد قوتها التنبؤية بتطور ما وراء الرأسمالية.

وهكذا فلا بد للتحليل المالي والتخطيط الاستراتيجي الصحيح من تبني المنظورين، القديم والجديد. فهي تحتاج إلى استيعاب تأثيرات ما وراء الرأسمالية من منظور تقييم تقليدي. كما لا بد لها من توجيه ديناميكية الميتماركت، قدرتها على تغيير الاستراتيجيات وأسس العمل بسرعة - غالباً في غضون أسابيع أو أشهر - وهكذا تولد قيمة جديدة بسرعة كبيرة. ولذلك يحاول ما تبقى من هذا الفصل إقامة توازن بين التقييم التقليدي للميتماركت وما يمكن أن نتبناه لبناء الطريقة الجديدة الأكثر فاعلية: أي المفهوم المرتكز على الخيارات.

### الاقتصاد الجديد من منظور تقليدي:

بينما تتنافس نظريات عديدة اليوم لمكافآت السوق الأكبر فيما يتعلق بالعمل الالكتروني تتضمن العديد منها في صميمها افتراضاً صريحاً أو ضمناً بأن قواعد التقييم موضوع نقاش إلى حد ما. وبرأينا فإن تأثير العمل الحقيقي والعميق والقابل للإثبات لنماذج العمل الجديدة لم يتم استيعابه تماماً بعد. وبسبب تحول قواعد (أحكام) الاشتراك بالفعل، تم التخلي عن نماذج تدفق النقد الحر الشائع - بشكل سابق لأوانه، حسب اعتقادنا. إذ كان من المتوقع الحفاظ عليها، لكن مع اتمامها بتكنولوجيات قادرة على تشكيل واستيعاب ديناميكية الميتماركت. ولكن ما غفلنا عن تقييمه جيداً حتى الآن هو أثر العوامل المؤسسة المسيّرة لقيمة المساهم على B2Cs و B2Bs. إذ يمكن إدراك هذه العوامل كالتالي:

- تيسير استراتيجيات عدم استغلال رأس المال الشديد لمستويات أعلى من تدفق النقد الحر.
- خلق مجتمعات وعمليات B2B الممكنة عبر الشبكة لاحتمال احتياطي أعلى من نماذج العمل التقليدية.
- في مستويات الأداء الاقتصادي الهامشية، تحدث التحسينات الداعمة الصغيرة حتى في احتياطات تشغيل النقد تأثيراً رئيسياً على التقييمات.

ولإيضاح هذه الملاحظات، تأمل في الافتراضات القابلة

للمقارنة حول نماذج العمل في الشكل 6 - 11. ومن ثم نتفحص هذه الفرضيات من خلال نموذج عام في الشكل 6 - 12. حيث تعتبر الشركات القديمة OLDCo رؤية أساسية للشركات الجديدة NEWCo التي تدار عبر العمل الإلكتروني. وكذلك نبدأ ببناء نموذج بسيط لتقييم تدفق النقد الحر، لخمس عشرة سنة، لكل من الشركات القديمة والجديدة. وافترضنا الرئيسي في حالة القاعدة هو أن 200 مليون دولار في الرأسمال تخصص لكل شركة، وكل منها لديه مفاهيم مماثلة حول السوق وتدفقات نقد متوقعة. كما يفترض أيضاً أن تشهد كل منها نمواً سريعاً خلال دورة تطوير العمل الأولية لديها (1 - 5 سنوات)، يتلاشى بعدها نمو العائدات إلى نسب نمو متكررة في 10 - 15 سنة. ولتقدير التقييم المحتمل للسوق في هذه الشركات، نستخدم مفهوماً تقليدياً لتدفق النقد الحر المحسوم لنستنتج القيمة المضمونة لخطط عمل هذه الشركات. والقيم الناتجة هي وكالة سوق بالنسبة للمساهم أو قيمة عدالة لهذه الشركات. كما يمكن أن نناقش إمكانية تفويض السوق هذا بأن تكون تقييماً للـ (post-IPO) بالنسبة للشركات. أما بالنسبة للقراء الذين يفكرون بعقلية مالية، فقد استخدمنا افتراضاً دائماً لعدم النمو لتقدير قيمة تدفق النقد الحر التي حدثت وراء 15 سنة، (وهو أحد أكثر المفاهيم المحافظة لتقدير القيمة المتبقية (المختلفة)).

أداء الاقتصاد الجديد نسبة إلى القديم	أداء الاقتصاد الجديد	أداء الاقتصاد القديم	عنصر تدفق التقد الحر
تدفق نقد تشغيل صافي أعلى	أداء احتياطي معزز مناسب لتكاليف التشغيل المخفضة لكل وحدة	أداء احتياطي النقد التقليدي (معدل 2 - 5٪ للدخل)	تدفق نقد التشغيل (احتياطي ابيتدا EBITDA أقل من ضرائب النقد)
استثمار شبكة أخفض في الرأسمال العامل (مصدر ممكن للموارد المالية)	متطلبات استثمار مخفضة مناسبة لتسريع دورة الطلب على النقد	متطلبات الاستثمار التقليدي (معدل 1 - 10٪ من الدخل)	استثمار الشبكة في الرأسمال العامل
استثمار رأسمال أدنى ومتطلبات صيانة مستمرة	متطلبات استثمار مخفضة مناسبة للبنية التحتية الموحدة للتجارة الالكترونية العالمية مقابل الموجودات الفيزيائية	متطلبات الاستثمار التقليدي (معدل 1 - 5٪ من الدخل)	استثمار الشبكة في الرأسمال الثابت

الشكل 6 - 11 مقارنة نماذج عمل

التغيير نسبة لأداء الشركة القديمة	أداء الشركة الجديدة (6 - 10 سنوات)	أداء الشركة القديمة (6 - 10 سنوات)	العامل الموجه الرئيسي للقيمة
٪5+	٪17 - ٪80 (المعدل ٪43)	٪12 - ٪75 (المعدل ٪38)	نسبة نمو الدخل
٪2+	٪7	٪5	احتياطي تشغيل النقد
٪2 -	٪0 - ٪2 (المعدل ٪1)	٪2 - ٪4 (المعدل ٪3)	استثمار الشبكة في رأس المال العامل
٪2 -	٪1 - ٪3 (المعدل ٪2)	٪3 - ٪5 (المعدل ٪4)	الاستثمار في الأسهم الثابت
850\$MM	(777\$MM)	(73\$MM)	تدفق النقد الحر الإجمالي

الشكل 6 - 12 افتراضات دراسة حالة

ولتقييم الاختلاف في القيمة بين أداء نموذج العمل للشركات القديمة والشركات الجديدة، نعرض أيضاً افتراضات العوامل المسيرة لقيمة الشركة الجديدة المرتكزة على فرضيات سابقة أخذت بعين الاعتبار أداء الاقتصاد القديم مقابل الاقتصاد الجديد. وكما يبين «سلم القيمة» في الشكل 6 - 13، فإن تأثيرات التقييم للتغيير المعتدل حتى في الأداء مثيرة حقاً.

كما يعرض الشكل 6 - 14 التحليل مطبقاً على مجموعة من الشركات القديمة والشركات الجديدة، ويعرض كيف يقيّمها السوق بالفعل. ولكننا اخترنا بعض الشركات البارزة في عالم

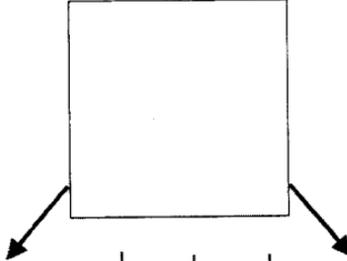


تحليل المجموعات المتقاربة لـ B2B

شركات الاختبار (الجهة) (25 في المجلد)	حاصل البيانات	مطلقة السوق الحالية	القيمة المسجلة للعدالة	القيمة المسجلة للدن	نسبة الأسهم الاجمالي والقيمة
Arriba, Healththeon, i2 Tech, Sterling Commerce, Commerce One, CISCO, OpenMrkt, VerticalNet, RoweCom, Exodus, DoubleClick, PCOrder, WW Grainger, Chemdex	جميع الشركات (25 شركة) تاريخ سنتين أو أقل (12 شركة) تاريخ خمس سنوات أو أكثر (8 شركات)	\$788.8	\$27.0	\$2.1	26.8 to 1
		\$67.2	\$1.1	\$0.1	55.6 to 1
		\$681.8	\$25.6	\$1.1	25.5 to 1

تحليل المجموعات المتقاربة للتأقتصاد القديم

شركات الاختبار (الجهة) (17 في المجلد)	حاصل البيانات	مطلقة السوق الحالية	القيمة المسجلة للعدالة	القيمة المسجلة للدن	نسبة الأسهم الاجمالي والقيمة
Enron, Cabletron Systems, Shared Medical Systems, RR Donnelley, Automated Data Processing, SBC Communications, Sungard Data	جميع الشركات (17 شركة) تاريخ خمس سنوات أو أكثر (17 شركة)	\$840.1	\$99.7	\$78.4	4.7 to 1



ملاحظة: عند الطلب بتأريخ البيانات الأمريكية، يستثناء نسب لأسهم الالهي والقيمة. وهذه المعلومات حول السوق تعود لـ 26 كانون الثاني 2000

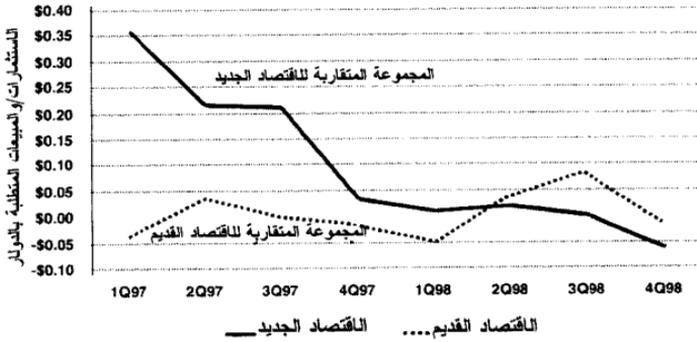
المصدر: StockSheet.com وتحليل PwC

الشكل 14-6 مقارنة المجموعات المتقاربة

التجارة B2B كأساس لمقارنتها بشركات الاقتصاد القديم التي تعمل في عالم تجارة مشابه. وبمقارنة نسب الرأسمالي الإجمالي للقيمة لكل من هذه المجموعات المتقاربة المستوى، وجدنا بأن السوق يقدم في الوقت الحاضر علاوة تقييم للشركات الجديدة أكبر بـ 5 - 10 مرات مما يقدمه للشركات الأساسية التقليدية. (ومن الجدير بالذكر، أن هذه النتيجة تجاوزت علاوة التقييم المقدر بـ 8.5 في تحليلنا للشركات القديمة والجديدة). وهكذا، فقد هبطت علاوات التقييم بالنسبة للشركات التي مضى على تاريخ وجودها في العمل خمس سنوات أو أكثر، إلى النهاية الدنيا من هذا النطاق. أما شركات B2B التي يبلغ تاريخها في العمل سنتين أو أقل، فإنها تميل لتلقي علاوات تقييم أعلى، وربما يعود هذا إلى ارتفاع وميل السوق لعروض الحصة الأولية لهذه الشركات.

ونستنتج من هذا بأن علاوات التقييم التي يمنحها السوق لشركات B2B هي داخل نطاق ما يمكن توقعه، إذا أخذنا بعين الاعتبار احتمال تفوق نموذج العمل التجاري B2B وقيمة تدفق النقد الناتجة لكل دولار من الرأسمال المستثمر.

وهناك دليل آخر يدعم علاوات تقييم السوق بالنسبة لشركات B2B وهو اتجاهات تدفق النقد الحديثة بين شركات B2C. حيث يبين الشكل 6 - 15 اتجاهات تدفق النقد الفعلية لمجموعة متقاربة من شركات الاقتصاد الجديد، مقارنة بشركات



Source: CS First Boston Research Paper "Cashflow.Com" and PwC Analysis

الشكل 6-15 متابعة المقارنة

القطاع القديم. وتمثل البيانات الاستثمار النهائي في الأسهم الثابت والعامل لكل دولار من المبيعات بالنسبة لكل من هذه المجموعات المتقاربة. وعلى سبيل المثال، في الربع الأول من عام 1997، استثمرت شركات الاقتصاد الجديد 35 دولار من المبيعات العائدة لذلك الربع. أما شركات الاقتصاد القديم فكان استثمارها سلبياً (مثل مصدر التمويلات) بحوالي 3 دولار تقريباً، بسبب اقتراب التكلفة الداعمة لخدمة الزبون النهائي من الصفر. وهكذا تجلب قابلية التسلق طاقة غير محدودة انعكست في نسبة تكلفة الموجودات للدولار الثاني من المبيعات.

وكما يقترح الشكل 6 - 15، تظهر شركات الاقتصاد الجديد اتجاهها منحدرًا في مقدار الأسهم المتطلب لدعم أحجام مبيعات أعلى وأعلى. وفي مجموعة البيانات المعينة هذه

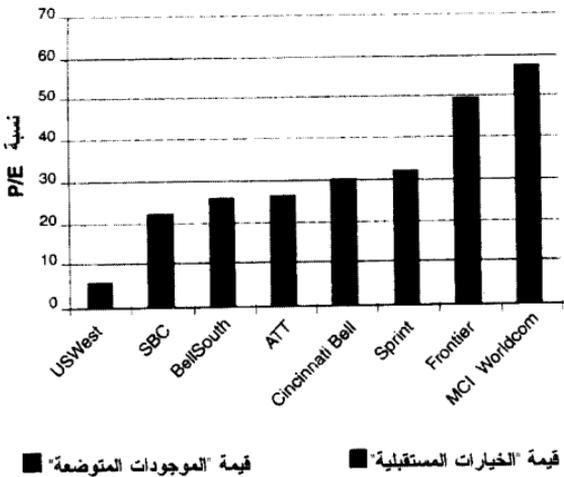
(والتي تتضمن Dell, Amazon, Barnesandnoble.com, and Yahoo!)، كانت نسبة نمو العائدات الملاحظة في الثمانية أرباع 24٪ ربع - ربع، مقابل 2٪ لمجموعة الاقتصاد القديم المتقاربة. وعلى الرغم من الزيادة في النمو بأكثر من عشر مرات، تظهر شركات الاقتصاد الجديد فعالية متزايدة لرأس المال. وفي الحقيقة، تظهر الأرباع الأحدث سلبية لاستثمار رأس المال الجديد نتيجة لذلك، مولد نقد صافي بالنسبة لهذه الشركات. وعلى أي حال، تظهر شركات الاقتصاد القديم دورة صرف رأسمال أكثر استقراراً دون وجود نزعة اتجاهية.

ومع أن مجموعة البيانات هذه محدودة وعلى الرغم من حاجة النزعات (الاتجاهات) لإثبات نفسها عبر فترات أطول من الزمن، فهناك على الأقل مؤشر اتجاهي إلى أن نموذج العمل للاقتصاد الجديد يملك مقدرات توليد تدفق نقدي أعلى.

### خيارات حقيقية في الميتماركت

لفهم قيمة شركات الاقتصاد الجديد بشكل كامل، لا بد أن يتم تدفق النقد الحر ومفاهيم أخرى تقليدية متصلة به (ولا تزال صحيحة) بتقنيات تصميم قادرة على استيعاب نفوذ رأس المال التجاري، والبشري، والمالي للميتماركت. ويقدم تحليل للخيارات الحقيقية إطار عمل لتقدير القيمة التي يخلقها تحسن الفاعلية، والسرعة، وخفة الحركة التي يتم إطلاقها في الميتماركت.

في الاقتصاد القديم، كانت الشركة قيمة نموذجية بسبب تدفق النقد الجاري الناتج عن رأسمال الاستثمار في بيئة مستقرة. أما في الاقتصاد الجديد. فلم تعد الشركة ذات قيمة بسبب العائدات المستقرة التي تقدمها اليوم بل لأنها تعمل كخطة عمل لإنتاج العائدات عن طريق استغلال مستقبل ديناميكي لم يسبق له مثيل. ويتم ذلك من خلال الاستثمارات المقدمة مع المرونة والقدرة على الاختيار. وفي الاقتصاد الجديد أيضاً، قد تمثل الخيارات أكثر من الموجودات والمكاسب القصيرة الأمد جزء من قيمة الشركة (انظر الشكل 6 - 16).



الشكل 6-16 مقارنة قيمة الخيارات

وهكذا ففي صنع قرارات الاستثمار، لا بد أن يدرك رؤساء التنفيذ وغيرهم من مديري التنفيذ بأن المسؤولية الأزلية للإدارة

لا تزال باختيار الاستثمارات التي تبتكر القيمة الأعظم للمساهمين. إذ أن المبادرة المرتكزة على العمل الإلكتروني لا تشكل ضمانة للنجاح، فإذا حددت استثمارات الإدارة بشكل محافظ كخيارات مغرية في مستقبل غير مؤكد، فإن قيمتها عندئذ لن تتضح مباشرة. وتقوم الشركات بشكل متزايد باختيار استثمارات ذات عائدات عالية ومجازفة عالية مع فكرة محدودة عما يحمله المستقبل. وكنتيجة لذلك، ينبغي أن تتغير طريقة تعريف، وتقييم، وإدارة الاستثمارات بغية تحقيق النجاح في الاقتصاد الجديد. ولا بد أن تكون الطريقة الجديدة مركزة على المستقبل ومبنية على قيم الزبائن الأساسية بالإضافة إلى أوضاع السوق المتغيرة بسرعة. كما لا بد أن تؤسس على الإمكانات بدلاً من الأمور اليقينية المفترضة. وبمعنى آخر، لا بد أن يدمج تفكير خيارات الاستثمار بالطريقة الجديدة.

وإذا أخذنا بعين الاعتبار الطبيعة الديناميكية للاقتصاد الجديد، تأتي فيما يلي بعض الأسئلة التي يجب أن يقوم المفهوم الجديد بالإجابة عليها حول ابتكار القيمة في بيئة العمل الإلكتروني:

- ماذا يقيّم الزبائن بشكل أساسي؟
- أي من مبادرات العمل الإلكتروني هي الأفضل لتقديم احتمال توجيه هذه القيم الأساسية في النطاق الكامل لمستقبل محتمل؟

- كيف يمكن للمصادر المحدودة الاتحاد لتطوير محفظة العمل الالكتروني أن تزيد العائدات على قيمة المساهم إلى أكبر حد؟
- كيف ينبغي أن تتم إدارة ومراقبة محفظة من مبادرات العمل الالكتروني عبر الوقت؟

ويجب تطبيق نموذجي لطريقة تقييم تدفق النقد المحسوم (DCF) على هذه الأسئلة ولكن بشكل تقريبي فقط. وتناقص جميع الإمكانيات المستقبلية إلى سيناريو واحد وحساب القيمة لاستثمار ما بتنبؤ ما ستحققه من فوائد، فإن تدفق النقد المحسوم لا يتكيف بالحد الأقصى مع بيئة تعمل بسرعة e-speed، حيث يساوي شهر في الاقتصاد القديم سنة انترنت. كما يحتاج قادة العمل إلى أداة تسمح بالتنقيح - ليس مرة واحدة فقط بل في كل نقطة بين الحلقات السنوية التقليدية للاستراتيجية الطقسية وتكوين الميزانية.

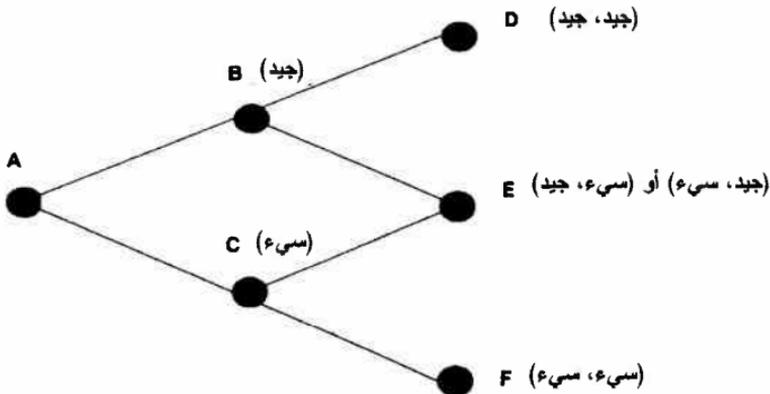
ويبعد تطبيق طريقة تدفق النقد المحسوم بشكل نموذجي، الشركات عن الاستثمارات في البيئات المتغيرة (سريعة التطاير). إذ تعني سرعة التطاير العالية نسب حسم أعلى وقيم حالية صافية أدنى (NPVs). وبسبب عدم قدرة أهداف الاستثمار الواعدة اليوم على ضمان مكاسب محتمة في المستقبل القريب، فإنها تطرح جانباً من قبل المدراء العاميين ومدراء التنفيذ بسبب مجازفتها العالية. وقد يقود نموذج تدفق النقد المحسوم غالباً إلى

الاستخفاف بقيمة ما لا يمكن تصوره ويقلل من تصور القيمة الممكنة للصناعات، مثل الانترنت. بالإضافة إلى ذلك، يواجه المدراء غالباً بموجب نموذج تدفق النقد المحسوم العواقب بالقيام باستثمارات NPV سلبية أو NPV محايدة، على الرغم أن مثل هذه الاستثمارات تستلزم غالباً البحث والتطوير المعزز. كما لا تقوم هذه الاستثمارات بزيادة الأرباح إلى أعلى حد بشكل واضح، بل عن طريق تدعيم مكاسب الحاضر والماضي، قد لا يتمكن المدراء المعتمدين على تدفق النقد المحسوم بالفعل من زيادة العائدات على قيمة المساهم إلى أعلى حد. وفي شركات عديدة تقودها التكنولوجيا، تعرّف عيوب نموذج تدفق النقد المحسوم بشكل شائع. فعلى سبيل المثال، أخبرنا مدير تنفيذي في شركة تيليكوم رئيسية ذات مرة «لو صدقت نتائج تدفق النقد المحسوم، فلن أستثمر أبداً في أي شيء يتعلق بهذا العمل». بالطبع، شركته تقوم حقاً بالاستثمار - ولديها تقييم سوق عالي كنتيجة لهذه الاستثمارات.

كما ظهرت نظرية الخيارات الحقيقية كطريقة للاستخدام بالاشتراك مع تدفق النقد المحسوم في تطور تقنيات التقييم. ولقد أصبحت الآن تقنية الخيار في الاقتصاد الجديد. وبموجبها، تجتمع نظرية الخيارات المالية مع تقنيات أخرى مثل نظرية صنع القرار مع بعضها البعض لمساعدة المدراء على استيعاب قيام قيمة غير مالية معينة بإضافة قيمة اقتصادية ايجابية. وتقدم

الخيارات المالية عناية مناسبة لهذه العملية: فكما يكون للخيارات المالية أسعار مختلفة استناداً على أوضاع السوق (مثلاً سرعة التطاير) وتعبير (مثل السعر الضارب، وقت الانتهاء)، هناك نظائر لهذه الأوضاع وتعبير السوق هذه في الخيارات الحقيقية. فعلى سبيل المثال، سعر الخيار الحقيقي هو الاستثمار اللازم لابتكاره.

ويوضح نموذج تسعير الخيار ذو الحدين في الشكل 6 - 17 كيفية عمل الخيارات في مستوى غير رياضي أساسي. ويبين



Source: Adapted from Credit Suisse First Boston Corporation.

الشكل 6-17 شجرة الخيارات

الرسم التخطيطي كيف يمكن أن يخفف استخدام خيار ما ويستغل الشك. في القطب A، تم الاستثمار الأولي في الخيار.

فإذا نجح الاستثمار، سيكون الربح الأولي (القطب B) عبارة عن الكمية الإجمالية للأرباح ناقص سعر الخيار. أما إذا لم ينجح الاستثمار، ستكون الخسارة الأولية عبارة فقط عن سعر الخيار لأن الخيار لم يمارس بعد (قد لا يتابع مدير التنفيذ إلى المرحلة الثانية من الاستثمار). وقد تكون المرحلة الثانية للاستثمار تكراراً للأولى. وهكذا حتى لو خسر الاستثمار أموالاً في المرحلتين، فإن الخسارة الإجمالية للمستثمر هي مجموع أسعار الخيار فقط. وهذا يسمح للمستثمر بالمجازفة أكثر في اختيار الاستثمارات ذات العائدات الأعلى المحتملة.

في عالم الموارد المالية، يمكن تسعير الخيارات باستخدام أدوات منسقة وفعالة جداً. والأداة الأفضل هي نموذج تسعير الخيار بلاك سكولز Black-Scholes، والذي يكون فيه للمدخلات المعروفة في الخيارات المالية نظائرها «الحقيقية». على سبيل المثال، في صنع القرار باكتساب موجودات بسيطة، تعتبر القيمة الحالية لتدفق النقد الحر لتلك الموجودات نظيراً حقيقياً للخيار المالي للقيمة الجارية لسهم ضمنى. وعلى نحو مشابه، تعد النفقة الضرورية لاكتساب تلك الموجودات المكافئ «الحقيقي» للسعر المضارب لخيار في الأسواق المالية. كما يعتبر هذا النموذج أيضاً طول الفترة الزمنية التي يمكن أن يؤجل فيها قرار الاكتساب، قيمة الزمن للمال، ومجازفة تدفق نقد الموجودات.

وفي الوقت الذي تمنح فيه نظرية الخيارات الحقيقية

للمدراء مهلة لاختيار مشاريعهم، فإنها لا تتجاهل مقررروا القيمة التقليديين. وفي نواح عدة، يمكن أن يكون العالم الحقيقي أكثر دقة وتعقيداً من العالم المالي. ولهذا السبب، يمكن أن تكون التحليلات وراء نظرية الخيارات الحقيقية معقدة تماماً. ولذا تطور العمليات والأدوات الفعالة للتحكم بهذه الأوضاع الأكثر تعقيداً.

وعلى الرغم من أصولها الأكاديمية الكبيرة، يمكن أن تطبق نظرية الخيارات الحقيقية بالممارسة في أية حالة في العمل في اقتصادنا اليوم. ففي مقال صدر لمارتا أرمان ونالين كولانتيلاكا في «هارفارد بيزنس ريفيو» Harvard Business Review (القرارات المنظمة: الاستراتيجية المحاذية للأسواق المالية، 1/1999)، هناك سبعة أنواع شائعة للخيارات الحقيقية: خيارات التوقيت، وخيارات النمو، وخيارات المراحل، وخيارات الخروج، وخيارات المرونة، وخيارات التشغيل، وخيارات التعلم. وسوف نستعرض هذا التفكير باختصار.

وهناك مثلاً افتراضياً عن خيارات التوقيت يتمثل في قرار أمازون دوت كوم Amazon.com حول بناء مستودع للكتب في الصين أم لا. فقد يتطلب إجراء التوسع استثماراً كبيراً، وليس من المؤكد فيما لو كان هناك طلب كاف على خدمات أمازون في اقتصاد آسيا الجنوبية المتعافي. وهكذا فإن هناك خيار في مواجهة أمازون بتأجيل الاستثمار حتى توجه جهوداً مستحقة أكبر

في الإقليم. كما أن تقدير سعر الخيار يعني التقدير فيما لو كان للمجازفة التي سيتم تجنبها بانتظار قيمة أكبر من تكاليف المبيعات / الشحن والتي قد تفقدها بتأجيل البناء.

أما المثال عن خيار الخروج فهو في شركة صناعة المواد الصيدلانية التي تستهل جهدها لاستغلال دواء حاصل على موافقة الحكومة الفيدرالية للكسب التجاري. فهنا أمامها خيار بالتخلي عن المشروع إذا لم يتجسد الطلب أو بدت المسؤولية القانونية كبيرة جداً.

وهكذا يعتبر التغيير في سلوك الاستثمار أثراً مباشراً للقبول المتزايد لنظرية الخيارات الحقيقية. فعن طريق زيادة قيمة الخيارات، تشجع نظرية الخيارات الحقيقية الشركات على اكتشاف طرق مختلفة بغية تجميع الخيارات. وتعد الشراكات، والاتحادات، والاكتمابات طرقاً مختلفة لدخول السوق. ويبدو المدراء على استعداد للقيام بتعهدات (التزامات) رئيسية للأعمال الممكنة عبر الانترنت لأن خطر عدم التكيف مع بيئة العمل الالكتروني أكبر من المجازفة المالية بالقيام بذلك التكيف. وعلاوة على ذلك، لم تعد قابلية التنبؤ في استثمار ما مرغوبة بالضرورة. وبسبب عدم قابلية التنبؤ بفرص العائدات العالية اليوم، فلا بد لمدراء التنفيذ من اكتشاف نطاق من الإمكانيات. إذ يمكن أن تلائم استراتيجيات الخيارات المختلفة مظاهر جانبية مختلفة لمجازفة الاستثمار. وهكذا فبقية الخيارات بالحد من

خساراتها على عدم نجاح الاستثمار، ينبغي على الشركات أن توسع محافظها الاستثمارية وسوف تقوم بذلك.

كما تقترح نظرية الخيارات الحقيقية عدم تركيز الشركات داخلياً في بيئة الميتماركت. وبينما يكون لبعض عناصر القرار بابتكار أو إدارة مجتمع قيمة مضافة أو التحول إلى صانع للميتماركت مظاهر واضحة لابتكار القيمة، فقد لا تكون مظاهر أخرى لهذا القرار ملموسة بشكل كبير. وربما تتضمن مثل هذه الأمور غير الملموسة مرونة وسرعة استجابة متزايدة في مواجهة أوضاع السوق المتغيرة، وخيارات على القدرة بالنسبة للخدمات والمنتجات التي لم يتم تصميمها بعد، وبناء قنوات الكترونية للزبائن عندما لا يكون تدفق المنتج وعائداته كافية لتبرير تكلفة القناة، أو اكتساب التكنولوجيا ذات النطاق الواسع - كشبكات عمل الكابل على سبيل المثال - بأسعار تفوق طاقتها الحالية لتوليد الأرباح والعائدات. وفي هذا الحال من المهم جداً امتلاك نظرة ديناميكية للمستقبل وفهم كيفية خلق القوى المحركة للميتماركت للفرص حول هذه الخيارات عندما تتم ممارستها. وعلى الرغم من التعقيد والشك، يمكن أن تعرف هذه الأمور المستقبلية البديلة وتصاغ إلى حد ما، كما يمكن أن تنسب القيم إلى الخيارات المبتكرة للاستفادة منها. وهكذا يخلق صف الخيارات الضمنية في الميتماركت الديناميكية صفاً عريضاً من الأمور المستقبلية والخيارات حتى أن صناع القرار الأكبر

المتحدين يواجهون القرارات في الحافة الخارجية لحد الخيارات، بنسب مجازفة / مكافأة عالية جداً. كما يمكن للعديد منهم التحكم بهذه المجازفات مبدئياً بتنظيم اتحادات مالية للشراء وتجربة الطرق المستندة على الشبكة لإدارة أعمالها. ولكن سيأتي وقت تطالب فيه جميع الشركات الرئيسية في الستين أو الثلاث سنوات التالية بصنع خيارات استراتيجية خطيرة جداً بغية الحفاظ على القيادة في العالم الجديد لما وراء الرأسمالية. وفي الوقت الذي تعد فيه تقنيات التقييم والتحليل الجديدة بالاجتماع مع الطرق التقليدية مفيدة، فلن يكون هناك بديل للقيادة المتحدة الشديدة و«الشجاعة × التغيير، change × courage».