

## الاستثمار في المشاريع الناشئة

# المحتويات

التصنيف الاستثماري  
للمشاريع

معايير تقييم  
الشركات

مقدمة

أنواع المستثمرين

تقييم الشركات  
الناشئة

## مقدمة

يسعى المؤسسون ورؤاد الأعمال لتقييم شركاتهم في عدة مراحل من حياة الشركة، حيث يحاول صاحب العمل التعرف على قيمة الالتزامات والديون للشركة لمعرفة القيمة الصافية للشركة وتحديد سعر السهم الواحد لمعرفة القيمة السوقية الحالية للشركة ومدى قدرتها بالمنافسة مع الشركات الأخرى بالقطاع، حيث يتم تقييم الشركة لعدة أسباب ومن أبرزها التالي:

1 تحديد القيمة الصافية لحقوق الملكية الخاصة بالشركة.

2 تحديد قيمة الالتزامات والمصروفات والديون المترتبة على عملها.

3 المساعدة على تحديد قيمة أسهم الشركة قبل طرحها للتداول.

4 تعتبر وسيلةً مساندة لعملية دمج الشركات.

5 تقديم قيمًا حقيقيةً لحصص الشركاء في الشركات المساهمة، وخاصةً في حال أراد أحد الشركاء بيع حصته.

6 المساعدة في عملية تصفية الشركات بهدف بيعها أو إغلاقها إغلاقًا تامًا.

## معايير تقييم الشركات

لتحقيق أعلى نتائج في عملية التقييم يجب الإعداد الجيد لعملية التقييم بدءًا باختيار المقيم المعتمد ذو الخبرة وتجهيز المستندات اللازمة من قوائم مالية وتقارير متطلبة لإتمام عمليات الجرد الخاصة بموجودات وأصول الشركة داخليًا وخارجيًا وغيرها بإتباع المعايير الدولية الصادرة من [مجلس معايير التقييم الدولية \(IVSC\)](#)

للتقييم بشكل عام ثلاثة جوانب رئيسية وهي:

**تقييم جانب السوق** ويشتمل على طريقة المعاملات المقارنة وتُعنى بالبحث عن معلومات الشركات المشابهة والمقارنة معها بالاعتماد على المكررات المالية أو الربحية للوصول إلى معايير مناسبة للمقارنة، كما تشمل على طريقة الصفقات المنفذة كعميات استحواذ أو بيع لشركات مشابهة بالقطاع وتتم المقارنة للوصول إلى القيمة السوقية.

**تقييم جانب الدخل** يعتمد على التدفقات النقدية المخضومة (DCF) وتكمن بخصم مبالغ التدفقات النقدية المستقبلية للوصول للقيمة الحالية لأصول الشركة باستخدام معدل خصم يلائم القطاع والنشاط والمخاطر المرتبطة بها وتعتمد التقديرات على المتوقع لا الفعلي لذا يجب توخي الحذر عند استخدامها.

**تقييم جانب التكلفة** ويعتمد على تكاليف تأسيس المنشأة منذ البداية بناءً على تكاليف شراء الأصول والتأسيس وإنتاج المنتجات أو الخدمات. وفي حال عدم القدرة على حساب التكاليف يتم الاعتماد على حساب القيمة بناءً على تكاليف تأسيس شركة مشابهة وحساب جميع التكاليف المترتبة عليها.

ومن باب تنظيم مهنة التقييم ووضع المعايير والتشريعات اللازمة وتأهيل واعتماد المقيمين لمزاولة مهنة التقييم والرقابة على أدائهم أنشئت الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين "تقييم" وتعنى بتقييم الأصول الملموسة والأصول غير الملموسة بالاعتماد على مجلس معايير التقييم الدولية (IVSC) المتبعة في تقييم المنشآت.

# التصنيف الاستثماري للمشاريع

لفهم موضوع الاستثمار في كلٍّ من الملكية الخاصة ورأس المال الجريء بشكل أفضل يجب أن نعرف كيف بدأت المشاركة في الملكية الخاصة تاريخيًا، فقد كانت بدايات الملكية الخاصة في أواخر سنوات الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان الهدف منها هو توفير أداة للربط بين أصحاب الأموال والجنود العائدين من الحرب والراغبين في بدء حياتهم من جديد، ولأن تأسيس المشاريع عملية تحمل المخاطر، فإن آلية الاستثمار تلك كانت متوافقة مع احتياجات السوق في تلك الحقبة الزمنية.

ومع تطور المنطقة عمليًا وصناعيًا وعندما بدأت الثورة الصناعية الثالثة أصبح الاستثمار فيها يحتوي على مخاطرة أعلى من التي تقبل بها صناديق الملكية الخاصة، وبالتالي أصبحت عملية تقييمها وإدارتها أصعب، وهنا جاء رأس المال الجريء كنوعٍ خاصٍّ من الملكية الخاصة لسد تلك الثغرة.

أبرز الفروقات بين صناديق مشاركة الملكية الخاصة ورأس المال الجريء:

## شركات الاستثمار الجريء



- تقبل بالاستثمار في المشاريع المبتكرة والاختراعات
- المراقبة من بعيد والتدخل حسب الحاجة
- استهداف عدد كبير من المشاريع
- تراهن على تحقيق عدد قليل من شركاتها نجاح مميز لها

## صناديق المشاركة في الملكية



- متخصصة في نوع من الشركات
- لديها كفاءات قادرة لمباشرة العمل
- لا تفضل الدخول في عدد كبير من الشركات
- تهتم بنجاح المشاريع التي تستثمر فيها

## يمكن تصنيف المشاريع إلى أربعة أقسام وهي:

### 01 شركات رأس مالها التأسيسي عالي، ونموذج عملها ناضج

تعتمد هذه الشركات بشكل جوهري على الأصول الثابتة ولديها نماذج عمل واضحة، وعليه يستطيع المستثمر والمؤسس الوصول إلى المعلومات التي يحتاجها في بناء هذه الشركة والمخاطر المتعلقة بها، وفي أسوأ الأحوال يمكن إعادة المبلغ المستثمر أو جزء منه من خلال بيع الأصول. يميل المستثمر الجريء لتجنب هذا النوع وذلك لكون حجم التكلفة عالي وقد يأخذ حصة كبيرة من المحفظة الاستثمارية. بالتالي يفقد المستثمر الجريء قدرته على تنويع الاستثمارات، حتى وإن حقق هذا النوع من الاستثمارات النجاح فإن العائد لا يصل لطموح رأس المال الجريء.

### 02 مشاريع رأس مالها التأسيسي عالي، ونموذج عملها غير ناضج

تحتاج هذه المشاريع لوقت طويل واستثمارات عالية لحين بلوغ هدفها، خطورة هذا النوع من المشاريع هي الأعلى. في الغالب يتولى موضوع الاستثمار في هذا النوع من المشاريع الصناديق البحثية للجامعات، أو الحكومات الباحثة كونها تمتلك أهدافًا ليست بالضرورة مالية بحتة. تدخل الصناديق الجريئة في هذه الاستثمارات لو كان حجم الصندوق الاستثماري يسمح، فهذه المشاريع في النهاية لديها فرص للنجاح وعوائدها ستكون عالية.

# التصنيف الاستثماري للمشاريع

## 03 مشاريع رأس مالها التأسيسي منخفض، نموذج عملها ناضج

تعتمد على مهارات المؤسس الشخصية وقد تكون تخصصية أو مهن حرة، يمكن ممارستها من المنزل أو في وقت الفراغ. ولكونها لا تتطلب رأس مال عالي فإن خطورتها منخفضة ويستطيع صاحب المشروع تمويل المشروع ذاتياً أو من خلال قرض. ومع الوقت والممارسة يكتشف صاحب الفكرة طريقة لتوسيعها على نطاق أكبر مما قد يجعلها تنتقل لتكون مشروع جديد يمكن أن يصنف تحت أحد الأصناف الأخرى من المشاريع.

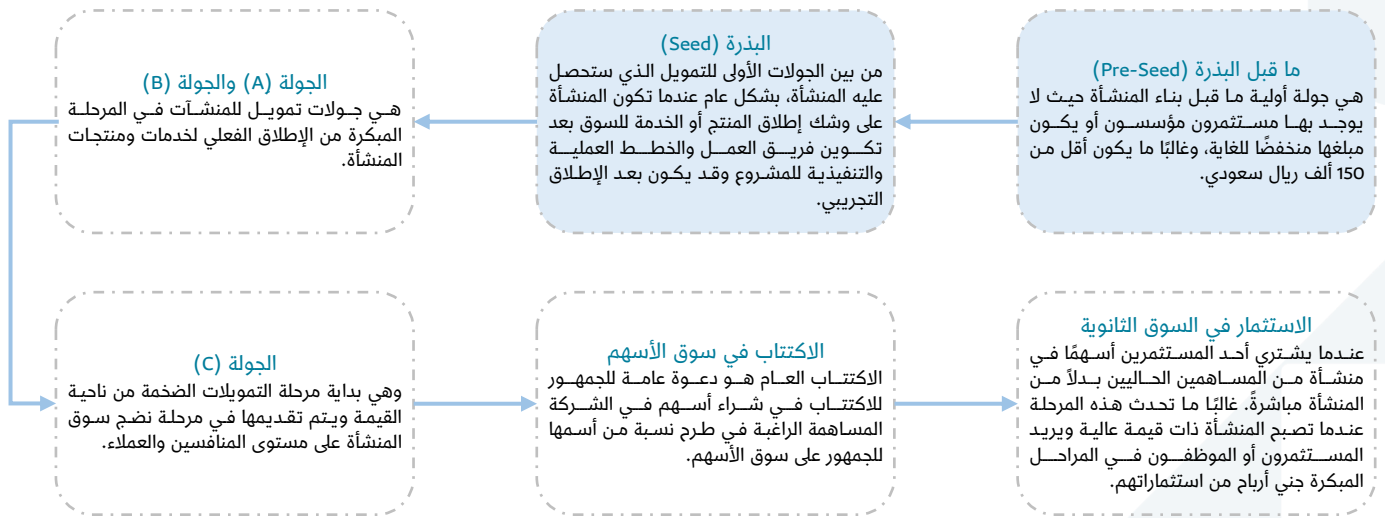
## 04 مشاريع رأس مالها التأسيسي منخفض، نموذج عملها غير ناضج

تمثل فكرةً أو آلية عمل جديدة لا تتطلب رأس مال عالٍ، و يمكن تنفيذها واختبارها بشكل أساسي بمجهودات المؤسسين. لذلك المراهنة تكون على مهارات المؤسسين ومدى قدرتهم على التكيف مع احتياجات السوق. حيث يشكل النموذج الأمثل لرأس المال الجريء خطورتها العالية وبالتالي يفترض عند نجاحها تحقيق عوائد عالية.

## تقييم الشركات الناشئة

تعبّر الأساليب غير التقليدية عن محاولة لوضع آلية لشرح أو تبرير تسعير الشركة في مراحلها المبكرة، ويمكن استخدام هذه الأساليب بعد البدء بإضافة قيمة على الفكرة، ويُفضل استخدام أكثر من أسلوب لوضع عدة تقديرات لسعر الشركة متى ما كان ذلك ممكناً. كما وسبق التنويه فإن هذه الأساليب تعتبر نقطة بداية جيدة للتفاوض بين المستثمر والمؤسسين، وتستخدم هذه الأساليب في مرحلة قبل البذرة ويستمر إلى نهاية مرحلة البذرة كما هو موضح بالشكل التالي.

### تسلسل مراحل الجولات الاستثمارية



في العادة تكون هذه الأساليب فعّالة في حالة عدم وجود متخصّص ماليّ في عملية الاستثمار، أو عند عدم توفر معلومات يستطيع معها المستثمر بناء دراسة للتقييم، ولذلك تفضل هذه الأساليب الجهات الداعمة والمانحة، والمستثمر الملائكي.

# تقييم الشركات الناشئة

## أولاً: الطريقة السريعة لرأس المال الجريء

في هذه الطريقة يتم الوصول للتقييم من خلال الإجابة على سؤالين هما:

• كم المبلغ الذي تحتاجه خلال 12 - 18 شهر؟

• كم النسبة التي يرغب المستثمر بالحصول عليها؟

بتطبيق معادلات القواعد العامة لتقييم الشركات الناشئة، يمكنك الوصول إلى تقييم الشركة قبل وبعد الاستثمار، ولمعرفة التقييم قبل التمويل استخدم المعادلة التالية:

تحديد قيمة الشركة بمعلومية مبلغ الاستثمار والنسبة الممنوحة:

مبلغ الاستثمار ÷ النسبة الممنوحة = التقييم بعد التمويل

1 مليون ريال ÷ 25% = 4 مليون ريال

احتساب تقييم الشركة قبل التمويل:

التقييم بعد التمويل - مبلغ الاستثمار = التقييم الصافي

4 مليون ريال - 1 مليون ريال = 3 مليون ريال

## ثانياً: أسلوب بيركس

ديفيد بيركس هو كاتب ومستثمر ملائكي وضع آلية لتبسيط التقييم يفترض فيها أنّ المشروع لو كان من المتوقع تخارجه بمبلغ 25 مليون بعد خمس سنوات، وأنه لا يزال في مرحلة قبل البذرة فإن العائد على الاستثمار المتوقع بنظر المستثمر هو 10 أضعاف الاستثمار أي أنّ الشركة قيمتها اليوم 2.5 مليون (25 مليون ÷ 10).

ولتسهيل توزيع قيمة الشركة اليوم، وضع خمسة عناصر تشكل القيمة الجوهرية للشركة، والتي من خلالها تزداد فرص نجاح الشركة ووصولها للتقييم المفترض خلال الخمس سنوات، وهي:



في نموذج بيركس، تم تخصيص وزن متساوي للبنود الخمسة، أي أنّ كلاً منها يمثل 20% من قيمة الشركة، ويتم قياس مستوى التنفيذ ويمنح كل بندٍ تقديرًا لنسبة الإنجاز.

الجدول التالي يلخص مثالاً لتقييم شركة وفق هذا الأسلوب، يحتوي على النتيجة التقديرية التي وضعها المقيّم. لاحظ أنّ الجدول مقسومٌ إلى جزئين، حيث بالإمكان التعديل على النموذج السابق سواء بتعديل السقف (2.5 مليون)، إذا وجد المقيّم أن قيمة التخارج يتوقع أن تكون أعلى أو أقل من الـ 25 مليون التي وضعت في افتراض بيركس، كما يمكن التعديل على توزيع الحصص المخصصة لكل بندٍ من بنود التقييم. فبعض المشاريع مثلاً، يكون الفريق المكتمل هو العنصر الأساسي في نجاحها، أو وجود المنتج الأولي. فيعطى أحد هذين العنصرين نسبة أعلى من 20% ويوزع الباقي بالتساوي أو حسب ما يراه المقيّم.

## تقييم الشركات الناشئة

القيمة المستحقة	الوزن المستحق	القيمة المعادلة	الوزن	البند
ألف 250	% 10	ألف 500	% 20	الفكرة الجيدة (القيمة الأساسية)
ألف 125	% 5	ألف 500	% 20	المنتج الأولي (تقليل مخاطر التقنية)
ألف 375	% 15	ألف 500	% 20	فريق مكتمل (تقليل مخاطر التنفيذ)
ألف 500	% 20	ألف 500	% 20	علاقات استراتيجية (تقليل مخاطر السوق)
0	% 0	ألف 500	% 20	البدء بالإنتاج أو البيع (تقليل مخاطر الإنتاج)
1,25 مليون	% 50	2,5 مليون	% 100	الإجمالي

### ثالثاً: أسلوب الشركات الشبيهة

في هذا الأسلوب يُستخدم تقييم شركة شبيهة للوصول للقيمة التقديرية للشركة الواقعة تحت الدراسة، ويتم تطبيق هذا الأسلوب على ثلاثة مراحل:

« أولاً: تحديد خصائص الشركة الواقعة تحت الدراسة

« ثانياً: قياس مدى التوافق والاختلاف مع الشركة المقارن بها

« ثالثاً: تعديل التقييم بما يتناسب مع الفروقات

(يفضل إيجاد أكثر من شركة للمقارنة)

التعديل	الشركة المقارنة بها	شركتك	الخصائص
-	لوجستيك	لوجستيك	القطاع
-	توصيل مطاعم	توصيل مطاعم	السوق
5- %	تأسيس وتخرج سابق	أول شركة	خبرة المؤسسين
3- %	دبي	الرياض	مقر الشركة
5- %	الخليج	الرياض، الدمام	تغطية الشركة
1 / 3	300 طلب في الأسبوع	100 طلب في الأسبوع	المستخدمين
-	B2B	B2B	نوع المستخدمين
5- %	مبكرة - النسخة 1.5	مبكرة- نموذج أولي	مرحلة التطوير
7- %	مرحلة البذرة - 350 ألف	تمويل شخصي 100 ألف	التمويل
15- %	الفريق الأساسي كامل	تحت التوظيف	الفريق
-	6 مليون	؟	التقييم

لاحظ أن المحصلة النهائية كانت -40% وعدد الطلبات هو الثلث، بالتالي فإن التقييم يصبح 1.2 مليون (تقييم الشركة المقارن بها \* (1 - إجمالي نسبة التعديل) \* نسبة الطلبات) = (6,000,000 \* 60% \* 1/3)

وفي معظم الحالات إذا كانت الشركات متقاربة في القطاع والسوق ونوعية المستخدمين، فإن باقي العناصر قد لا يصعب إنجازها مع الوقت وتوفير النقد، بالتالي يتم التركيز على العنصر الأساسي والذي يمثل المؤشر الأساسي لأداء الشركة، في مثالنا السابق عدد الطلبات، وقد يكون في حالات أخرى عدد الزوار أو حجم المبيعات أو الأرباح. واستخدامه لتعديل تقييم الشركة المقارن بها، أي في مثالنا السابق: (تقييم الشركة \* نسبة الطلبات) = (6,000,000 \* 1/3) = 2 مليون.

# تقييم الشركات الناشئة

## رابعًا: أسلوب المفاوضات

وهو الأسلوب الأهم، ويستمد أهميته من كونه الأسلوب الأمثل في المراحل الأولى للمشروع، والذي يجب أن تبقى في ذهنك عند استخدامك للأساليب الأخرى مستقبلاً. فكما أن المستثمرين ينظرون للمشاريع كفرص لتحقيق عوائد، ويحتسبون معدلات العوائد المتوقعة، سيكون هذا الأسلوب لمراقبة حصتك في شركتك وضمان أن دخول أي مستثمر لن يكون على حساب تقليص عمر الشركة عما تخطط له. حصتك (والتي تبدأ شركتك وأنت تمتلك 100% منها) تتقلص بدخول المستثمرين، هذا التقلص سيستمر طالما أنك تطلب المستثمرين أموالاً إضافية، هدفك يجب أن يكون الإبقاء على نسبة مرضية ومجزية تتناسب مع مجهوداتك وتضحياتك.

يقوم أسلوب المفاوضات على محاولة تسويق نسبة معينة من الشركة وطرحها للاستثمار. هذه النسبة يتم تحديدها بناءً على دراسة لاحتياجات الشركة المستقبلية للتمويل، لضمان الإبقاء على حصص مجزية للمؤسسين تحفزهم على البقاء في الشركة والمساهمة في بنائها وتحقيق أهدافها.

والجدول التالي يوضح ملخص متابعة الجولات الإستثمارية وتأثير إنخفاض القيمة على المؤسسين والشركاء:

المرحلة ج	المرحلة ب	المرحلة أ	البذرة	قبل البذرة	
ريال 6,000,000	ريال 2,000,000	ريال 1,500,000	ريال 400,000	75,000 ريال	المبلغ المطلوب
%40	%25	%25	%20	%5	النسبة الممنوحة للمستثمرين الجدد
ريال 15,000,000	ريال 8,000,000	ريال 6,000,000	ريال 2,000,000	ريال 1,500,000	التسعير التقديري للشركة بعد الاستثمار
ريال 9,000,000	ريال 6,000,000	ريال 4,500,000	ريال 1,600,000	ريال 1,425,000	التسعير التقديري للشركة قبل الاستثمار
%25,7	%42,8	%57	%76	%95	نسبة المؤسسين
%34,4	%32,3	%18	%4	%0	نسبة بقية المستثمرين
%1,4	%2,3	%3	%4	%5	نسبة المستثمر الأول (قبل البذرة)
%6,8	%11,3	%15	-	-	نسبة المستثمر الثاني (البذرة)
%11,3	%18,8	-	-	-	نسبة المستثمر الثالث (الجولة أ)
%15	-	-	-	-	نسبة المستثمر الرابع (الجولة ب)

يجب أن لا تتجاوز النسبة الممنوحة للمستثمرين غير المتفرغين في المشروع أكثر من 25% لكل جولة رئيسية. مع مراعاة أنه كلما انخفضت النسبة الممنوحة في المراحل كلما كان هناك مساحة لتدارك الأخطاء (لو وقعت)، أو تجاوز عقبات غير متوقعة، دون أن يكون ذلك على حساب حصة المؤسسين وقت التخارج. بمعنى لو تم منح 25% في مرحلة قبل البذرة، واكتشف الفريق أن المنتج يحتاج إعادة بناء، فإنهم لن ينتقلون للمرحلة التالية وبالتالي أي جولة جديدة، ستقل من قدرة الشركة للوصول إلى مراحل أبعد، أو ربما منعت الشركة من عمل جولة أخيرة تضاعف قيمة الشركة. تذكر أن 25% من الشركة في مرحلة قبل البذرة ستعطيك 200,000 ريال، ونفس الـ 25% في الجولة ج ستعطيك 20,000,000 ريال.



# أنواع المستثمرين

إن العلاقة بين المؤسسين والمستثمرين علاقةً معقدةً بعض الشيء، فبمجرد أن يتم الاتفاق تصبح علاقة شراكةٍ وعملٍ لتحقيق مصالحٍ مشتركةٍ. ومن ثمَّ فإنَّ التفاهم والإتفاق من البداية يحقق مصلحةً للطرفين. يستوجب النظر إلى صفقة الاستثمار كبداية للشراكة ويحرص الطرفان على الحصول على فائدةٍ أكبر ولو كان ذلك على حساب مصلحة الطرف الآخر أو العوائد المستقبلية.

يختلف المؤسسون في درجة تفاؤلهم، وكذلك المستثمرون في درجة تشاؤمهم، ويوضح الشكل التالي المنطقتين التي تنطلق منهما المفاوضات.



دور صاحب المشروع (لكونه البائع في هذه الحالة) محاولة استيعاب تحفظات وتخوفات الطرف الآخر المستثمر (المشتري) ليجيب عليها أو ربما يقتنع بها. هذه العملية تساعد على إضافة بعض العقلانية على الوضع غير الواقعي من أحلام المؤسس. ونتيجةً لذلك، يحصل تجاذب بين صاحب المشروع والمستثمر، فكلاهما يرغب بسحب الآخر إلى منطقتهم. المستثمر إلى منطقة (+) وصاحب المشروع للمنطقة (-). حينها وإن كان الطرفين محظوظين فإنهما سيصلان لمنطقة المنتصف ويحدث الاتفاق. وإن لم يحدث ذلك، فهذه إشارةٌ أنّ توجه المستثمر غير مناسب للمشروع أو للجولة الاستثمارية، أو أنّ أحلام المؤسس غير منطقية، أو أنّ التواصل لم يتم بالشكل المفترض. لذلك لو حدث عدم الاتفاق من المهم أن يراجع المؤسس نفسه، ويستكشف الأسباب ليتفادها في مقابلاته القادمة مع المستثمرين الآخرين.

ينقسم الممولون غير المؤسسين من حيث الدافع للاستثمار إلى مجموعتين رئيسيتين:

تشمل أصحاب الدوافع المالية وهم المنظمات الاستثمارية ومنها رأس المال الجريء والملكية الخاصة. وهؤلاء تواجههم مهم لدفع عجلة المشروع للأمام ودعم تحوّل الشركة للاستدامة والاكتفاء الذاتي.

## المجموعة الأولى

01

02

## المجموعة الثانية

تشمل الأصدقاء والعائلة وهؤلاء غالباً ما يكتفون برؤيتك تحاول وتنجح، والمستثمرين الملائكيين الذين يجذبهم مجال المشروع ويرغبون بدعمك وأن يعيشوا معك تجربتك لخلق تغيير في المجال، والجهات المانحة قد تكون جهات غير ربحية، خدمة مجتمعية أو منظمات حكومية تسعى لتحريك الاقتصاد الوطني وبناءه.

# أنواع المستثمرين

الاستثمار المالي يعني الحصول على أصول رأسمالية بناءً على توقعات بارتفاع قيمتها مع مرور الوقت. هناك عدة أنواع من المستثمرين ولكل نوع موارده والكفاءات والدوافع الخاصة به للاستثمار، ويعتبر المستثمرون جزءً من نجاح أو فشل الشركة لذا من الأهمية فهم الأنواع لتتمكن من تحديد المستثمر الصحيح لشركتك.

## المستثمر الشخصي:



يكون المستثمر الشخصي مرتبط بشكل ما بصاحب العمل كالأقارب أو الأصدقاء أو المعارف، وتكمن مساهماتهم من خلال الاستثمار في المراحل الأولى من نشوء الشركة وذلك لمحدودية مقدار الاستثمار الذي يمنحونه.

## المستثمر الملائكي:



شبيه بالمستثمر الشخصي ولكن يكمن الاختلاف بأن المستثمر ليس له علاقة بصاحب العمل، وعادة ما يكونون رجال أعمال ناجحين وغيرهم من أصحاب الثروات الذين لديهم رغبة بالاستثمار مقابل الحصول على أصول كحصة من أسهم الشركة.

## صناديق رؤوس الأموال:



يبحث هذا المستثمر عن شركات ناشئة لديها إمكانات نمو طويلة الأجل وذلك من خلال الحصول على حصص من أسهم الشركة مقابل توفير خبراتها الإدارية التسويقية لزيادة الأرباح بشكل مباشر أو غير مباشر بهدف التخارج من الاستثمار سواء من الطرح الأولي للاكتتاب العام أو من بيع حصتها من الأسهم للجهات والأطراف المهمة.

## تمويل من جهات خاصة وحكومية:



يوجد عدد من الجهات القارضة والداعمة والمبادرات الحكومية التي تدعم من تطور شركتك في المراحل الأولى وما بعدها ويقدم البنك المركزي السعودي [قائمة بالجهات المعتمدة](#) من تمويل المنشآت المتوسطة الصغيرة والتمويل الجماعي كما توفر منشآت خدمة [بوابة تمويل](#) التي تربط جهات التمويل المختلفة لاختيار التمويل المناسب من بين العروض المتاحة.



# منشآت monsha'at

الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة  
Small & Medium Enterprises General Authority