

## قياس مردودية رأس المال الزبوني كحل لإشكالية تمويل مرحلة التطوير بالنسبة للمشاريع الصغيرة - حالة نموذج *A Fustec* و *B Marois*

أ/ مزهود عبد المجيد

أ.د/ أحمد قايد نور الدين

جامعة بسكرة

### الملخص :

### Résumé:

La valorisation des petits projets est la pierre angulaire de son financement, ce qui traduit par les ressources financières qu'ils peuvent exploiter à travers les Sociétés de Capital Investissement (SCI) et Sociétés Capital Risque (SCR).

Cette étude essaie à partir du model de Bernard Marois et Alan Fustec concernant la valorisation du rendement du capital client et à travers une étude pratique sur le projet GDME, de trouver des solutions aux problématiques qui affrontent les petits projets demandeurs de financement spécifiquement dans la phase de développement et qui s'articulent autour des difficultés rencontrer par les porteurs de projet dans la définition de leurs valeurs réelles et leur levé de fond idéal.

يعتبر تحديد قيمة المشاريع الصغيرة حجر الأساس في حصولها على التمويل و يعود هذا بالأساس إلى الموارد التمويلية المتاحة لها و المتمثلة أساسا في مؤسسات رأس المال الاستثماري و رأس المال المخاطر.

أمام كل هذا يحاول هذا العمل البحثي من خلال استخدام نموذج Bernard Marois و Alan Fustec لقياس مردودية رأس المال الزبوني و تطبيقه على مشروع GDME، إيجاد حلول للإشكاليات التي تعترض المشاريع الصغيرة المبادرة بطلب تمويل مرحلة التطوير و التي تدور في مجملها حول العقبات التي يواجهها المبادر في تحديد مجال التقييم المنطقي و تحديد قيمة حقيقية لهذا النوع من المشاريع إضافة إلى إيجاد قيمة الرفع المالي الأمثل.

## مقدمة

لطالما شكل تمويل المشاريع الصغيرة حيزا هاما من اهتمام الباحثين و المختصين و يعود هذا بالأساس إلى قصور الطرق التقليدية خاصة البنكية منها لتلبية الاحتياجات التمويلية للمشاريع الصغيرة.

أمام كل هذا برزت موارد تمويلية خارجية للمشاريع الصغيرة تتلاءم بشكل امثل مع خصوصيتها، حيث تتميز هذه الموارد التمويلية في طبيعتها الهجينة المتمثلة في التمويل بالأموال الخاصة سواء من خلال مؤسسات متخصصة مثل شركات رأس المال الاستثماري و رأس المال المخاطر الرسمي و غير الرسمي إضافة إلى الخواص، و أصبحت هذه الموارد التمويلية تشكل المنابع الرئيسية الخارجية للتمويل بالنسبة للمشاريع الصغيرة.

و بالرغم من أمثلية هذه الموارد التمويلية السالفة الذكر لهذا النوع من المشاريع بصفة عامة و تمويل مرحلة تطويرها بشكل خاص إلا انه هناك عديد الإشكاليات تواجهها المشاريع الصغيرة المبادرة بالحصول على تمويل مرحلة تطويرها و تدور في مجملها حول العقبات التي يواجهها المبادر سواء العقبات التقنية في تحديد قيمة المشاريع الصغيرة إضافة إلى إشكالية تحديد المجال المنطقي لقيمة المشروع الذي يمكنه من تحديد القيمة الحقيقية له و من ثم إيجاد الرفع المالي الأمثل لتمويل مرحلة التطوير.

إن محور الإشكال في تمويل المشاريع الصغيرة و مرحلة تطويرها بشكل خاص هو القيمة، أي قيمة هذه المشاريع و باعتبار الزبائن أو ما يسمى رأس المال الزبوني المورد الرئيسي للتدفق النقدي و خلق القيمة في أي منشأة اقتصادية و أمام الاجتهادات التي تمت لقياسه و استخداماتها في تحديد قيمة المنشآت الاقتصادية تبرز إشكالية هذا العمل البحثي من خلال محاولة معرفة كيفية استخدام قياس مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج Bernard Marois و Alan Fustec ( B M و A F ) لحل العقبات التي تواجهها المشاريع الصغيرة المبادرة بطلب الحصول على تمويل مرحلة تطويرها، و محاولة تطبيق كل هذا من خلال دراسة تطبيقية على مشروع GDME.

إن الإجابة ومعالجة إشكالية هذا العمل البحثي يقتضي صياغة الفرضيات التالية:  
-يساهم قياس مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج ( B M و A F ) في حل المعوقات التقنية في تحديد قيمة المشاريع الصغيرة بالنسبة للمبادرين بطلب تمويل مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة .

- يساهم قياس مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج (B M و A F) في تحديد مجال التقييم المنطقي و إيجاد حل لإشكالية القيمة Premoney بالنسبة للمبادرين بطلب تمويل مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة.

- يساهم قياس مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج (B M و A F) في إيجاد قيمة الرفع المالي الأمثل بالنسبة للمبادرين بطلب تمويل مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة .

- يساهم قياس مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج (B M و A F) في تحديد مجال التقييم المنطقي و القيمة الحقيقية و قيمة الرفع المالي الأمثل بالنسبة للمبادرين بتمويل مرحلة تطوير مشروع GDME.

### 1- إشكالية تمويل مرحلة التطوير بالنسبة للمشاريع الصغيرة:

قبل تناول معوقات تمويل مرحلة التطوير بالنسبة للمشاريع الصغيرة لابد من التنكير ببعض المفاهيم و خصوصية الأنماط التمويلية للمشاريع الصغيرة .

1-1- خصوصية و أشكال الموارد التمويلية للمشاريع الصغيرة يقتضي تناول خصوصية و أشكال الموارد التمويلية للمشاريع الصغيرة التنكير بأهم الأسباب التي تجعل حصول المشاريع الصغيرة على التمويل التقليدي يكاد يكون مستحيلا و التي يمكن إجازها في الآتي:

- غياب الضمانات المادية و ضعف قدرة تمويلها الذاتي، و انعدام التاريخ المالي للمنشأة ؛
- المشاريع الصغيرة عادة ما تكون في مراحلها المبكرة تبحث عن التوسع و التطوير ما يجعل خطر عدم أكادتها يبقى مطروحا إضافة إلى خطر عدم تماثل المعلومة و الذي يكون كبير في المشاريع الصغيرة و المتوسطة و يزداد هذا الخطر إذا كانت ابتكاره<sup>1</sup>.
- لا تمتلك مسلك لولوج الأسواق المالية؛

إن كل هذه المعوقات تبرر صعوبة حصول المشاريع الصغيرة على التمويل التقليدي من جهة و تفتح الأبواب لموارد تمويلية تكون أكثر ملائمة لهذه المشاريع.

في ظل كل هذا قام نخب المجتمع المدني و مجتمع الأعمال بإقليم انجلترا الجديدة في الوم أ بإيجاد نمط تمويلي هجين يتماشى مع المشاريع الصغيرة و الشابة و يتمثل هذا في التمويل بالأموال الخاصة، و قد كللت هذه الاجتهادات ببروز أول شركة لرأس المال

الاستثماري في أربعينيات القرن الماضي بالوم أ و تسمى ب American research<sup>2</sup> and development على يد الجنرال الفرنسي دوريو و تعددت أشكال الموارد التمويلية

المناسبة للمشاريع الصغيرة في شكل مؤسسات رأس مال استثماري و رأس مال مخاطر رسمي (شركات رأس المال المخاطر) و غير رسمي (ملائكة الأعمال)، و تعود ملائمة هذه الموارد التمويلية السالفة الذكر للمشاريع الصغيرة للعوامل التالية:

-تتظر هذه الأنماط التمويلية لمستقبل المنشأة و ليس تاريخها المالي و هذا من خلال الاعتماد على مخطط التطوير الذي يقدمه المبادر، كما تلغي شرط الضمانات المادية لا تتظر إلى قدرة التمويل الذاتي للمنشأة و هو ما يلاءم المشاريع الصغيرة المبادرة بطلب تمويل مرحلة التطوير .

-طبيعة التمويل و المتمثلة في التمويل بالأموال الخاصة كمساهمة في المشروع لفترة زمنية معينة مع تحمل الخسارة و الربح مع المبادر بالمشروع.

عرفت الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال أن نشاط رأس المال الاستثماري يتمثل في<sup>3</sup> (القيام بأخذ مساهمات ذات أكثرية أو أقلية في رأس مال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تكون عادة غير مسعرة في البورصة)، و تشير الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر و رأس المال الاستثماري أن التمويل عن طريق شركات رأس المال الاستثماري يتمثل في (المساهمة بالأموال الخاصة في مؤسسات غير مدرجة في البورصة و تشمل العملية تمويل مرحلة ما قبل انطلاق المشروع ومرحلة الانطلاق ومرحلة التطوير إضافة إلى التصحيح و التحويل<sup>4</sup>). و تشير نفس الجمعية بان التمويل برأس المال المخاطر يشمل تمويل مرحلة ( ما قبل الانطلاق و الانطلاق إضافة إلى التطوير، نفس الشيء أشارت إليه الجمعية الأمريكية لرأس المال المغامر<sup>5</sup>).بقي أن نشير إلى أن مرحلة التطوير تتمثل في كون<sup>6</sup> أن المنشأة قد بلغت عتبة المردودية و حققت

أرباحا و الهدف من الحصول على التمويل هو تطوير و توسيع القدرة الإنتاجية أو تطوير منتجات جديدة... الخ.

إن عملية تمويل مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة بالأموال الخاصة يطلق عليها أيضا مصطلح الرفع المالي أو التمويل بالمساهمة و هو<sup>7</sup> تمويل مرحلة تطوير المشاريع بالأموال الخاصة مما يؤدي إلى زيادة رأس مال المنشأة، كما يشير<sup>8</sup> Eckert إلى إن هذا النمط التمويلي ترتبط به عادة المنشآت الشابة و الصغيرة و المتوسطة و الابتكارية.

في ظل كل هذا سنحاول تناول كيفية إجراء الدراسة الأولية التي تسبق طلب تمويل مرحلة التطوير بالنسبة للمشاريع الصغيرة.

**1-2-1- كيفية إجراء الدراسة الأولية التي تسبق طلب تمويل مرحلة تطوير المشاريع**

**الصغيرة:** إن إجراء طلب الحصول على تمويل مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة بالأموال الخاصة يسبقه عديد الدراسات التقييمية التي يجريها المبادرون بالمشاريع.

**1-2-1-1 تحديد مجال التقييم:** يتمثل مجال التقييم في القيمة الأعلى و القيمة الأقل التي

يمكن أن يستند إليها المبادر في تحديد القيمة الحقيقية للمشروع و هذا بهدف تقديم سعر نسبة المساهمة أكثر منطقي و حقيقي للمورد التمويلي و يعتمد المبادرون على مجموعة من طرق التقييم لتحديد مجال التقييم و التي يمكن إيجازها في الآتي:

-- **طرق الذمة المالية:** يتم حساب قيمة المنشأة<sup>9</sup> من خلال الأصول الصافية المعاد تقييمها أو الأصول الصافية المعدلة مع استبعاد ديون المنشأة.

- **الطرق المقارنة:** تعتمد هذه الطريقة على مضاعفات المقارنة من خلال الاعتماد على منشآت شبيهة في الحجم و المرحلة وقطاع النشاط.

- **طريقة تحيين التدفقات النقدية:** تعتبر طريقة تحيين التدفقات النقدية أهم الطرق التي يعتمد عليها المبادرون بطلب التمويل بالأموال الخاصة و ذلك لتحديد سعر و نسبة المساهمة المقترحة لهذه الموارد التمويلية ، يعود كل هذا إلى استناد هذه الطريقة إلى تقديرات مخطط الأعمال أي الرؤية المستقبلية للمشروع، سنحاول التذكير بمنهجية التقييم وفق هذه الطريقة و التي تقوم على تحديد قيمة المشروع من خلال التدفقات النقدية المستقبلية التي ستولد في المستقبل و يتم تحيين هذه التدفقات بمعامل تحيين أو ما يسمى بالتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال و يمكن توضيح كل هذا من خلال العملية التالي:<sup>10</sup>

$$VT = \sum_{t=1}^n \frac{FCF}{(1+CMPC)^t} + \frac{vt_n}{(1+CMPC)^n} - D$$

**VT:** قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة.

**FCF:** التدفقات النقدية المتاحة للسنة n و التي يتم حسابها من خلال الآتي: (التدفق

النقدي متاح = التدفق النقدي للاستغلال - التغير في الاحتياج من رأس المال العامل - الاستثمارات)، و D الديون.

**vt<sub>n</sub>:** القيمة النهائية و التي يتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$vt_n = \frac{FCF_n}{(cmPC-g)}$$

، حيث g يمثل معدل نمو التدفقات النقدية على المدى الطويل.

**CMPC:** التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال و يتم حسابها من خلال العلاقة التالية :

$$CMPC = \frac{(i * vcp) + (id(1 - is)) * vd}{vcp + vd}$$

حيث أن  $\bar{I}$ : معامل الخطر و الذي يتم حسابه من خلال العلاقة التالية:  $\bar{I} = i + (\beta * ipm)$   
 $i$ : يمثل المعدل الخالي من المخاطرة و  $ipm$  يمثل المنحة البورصية أي معدل الفائدة  
المضاف من توظيف الأموال في البورصة و  $\beta$  يمثل العلاقة الموجودة بين تقلبات القيمة  
البورصية لسهم المؤسسة و سوق رأس مالها.

أما  $vcp$  فتمثل قيمة الاموال الخاصة و  $vd$  قيمة الديون المالية و  $id$  التكلفة الوسطية  
لديون المالية و  $is$  تمثل الضريبة على الشركات.

**1-2-2- تحديد القيمة Premoney**: <sup>11</sup> القيمة Premoney أو القيمة الحالية للمنشأة  
وفق مناخها الاستثماري الحالي، حيث أن سعر المساهمة المقترح من قبل المبادر بالمشروع  
يجب أن يتحدد بناء على القيمة الحالية للمنشأة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية بدون إدخال  
المردودية المنتظرة من الاستثمارات التوسعية أو الاستثمارات التي يستهدف المبادر بالمشروع  
القيام بها في مرحلة التطوير.

**1-2-3- تحديد الرفع المالي الأمثل**: يتمثل الرفع المالي الأمثل في قيمة المساهمة  
المقترحة من قبل المبادر بالمشروع للمورد التمويلي و التي تحميه من خطر تبيع مساهمته  
و تبقي له السيطرة و التحكم عليها.

و بالرغم من أمثلية هذه الموارد التمويلية لتمويل مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة إلا أن  
هناك عديد العقبات تعترض المبادر بالمشروع للحصول على التمويل.

**1-3-3- معوقات تمويل مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة بالنسبة للمبادرين بالمشروع** :  
يمكن إيجاز كل هذا في الأتي:

**1-3-1- معوقات تقنية في تحديد قيمة المشاريع الصغيرة**: يسعى المبادرون بطلب تمويل  
مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة معرفة القيمة الحقيقية لمنشاتهم إلا انه هناك عديد العقبات  
التقنية تطرحها مختلف طرق التقييم و التي يمكن إيجازها في الأتي:

- **طرق الذمة المالية**: هذا المدخل لا يتناسب مع المشاريع الصغيرة لان أساسه ثروة  
المؤسسة المادية في حين أن ثروتها تتأتى من قدرتها على خلق القيمة في المستقبل. -  
**الطرق المقارنة**: صعوبة التطبيق بسبب صعوبة إيجاد منشآت شبيهة في الحجم و المرحلة

وقطاع النشاط يمكن الاعتماد عليها في تحديد قيمة المنشأة، إضافة إلى أن غالبيتها أي المشاريع الصغيرة غير مدرجة في البورصة.

-**طريقة تحيين التدفقات النقدية:** يمكن الآن الإشارة إلى أهم العقبات التقنية التي تواجهها هذه الطريقة في تحديد قيمة المشاريع الصغيرة وفق الآتي:

-صعوبة تحديد معامل الخطر بسبب المعوقات التقنية في تحديد المعامل  $\beta$  بالنسبة للمشاريع الصغيرة الغير مدرجة في البورصة و صعوبة إيجاد مشاريع مشابهة بالإمكان استخدامها للمقارنة و درجة موثوقية تقدير المعامل  $g$ .

-موثوقية فرضيات مخطط الأعمال فيما يخص حساب تقديرات التدفقات النقدية المتاحة.

-تعطي هذه الطريقة قيمة جد عالية للمشاريع الصغيرة ما يجعلها عبارة عن مشاريع وهمية في نظر المستثمرين برأس المال(تناسب هذه الطريقة أكثر بالنسبة للمشاريع الكبيرة المدرجة في البورصة ذات التاريخ المالي الطويل)<sup>12</sup>.

### 1-3-2-معوقات مرتبطة بمرحلة التطوير: و تتمثل في الآتي:

-**إشكالية تحديد القيمة Premoney:** يكمن الإشكال في أن المبادرين يطلب التمويل يقومون بتقييم منشاتهم بناء على طاقتها الاستثمارية الحالية إضافة إلى استثماراتها المستقبلية، يشير Bernard Marois<sup>13</sup>، ليس من مصلحة المستثمرين خاصة في المشاريع الصغيرة شراء شيء غير موجود بعد و نضيف بان قيمة المنشأة بعد الرفع المالي تسمى بالقيمة Postmoney و التي تساوي القيمة Premoney مضافا إليها الرفع المالي.

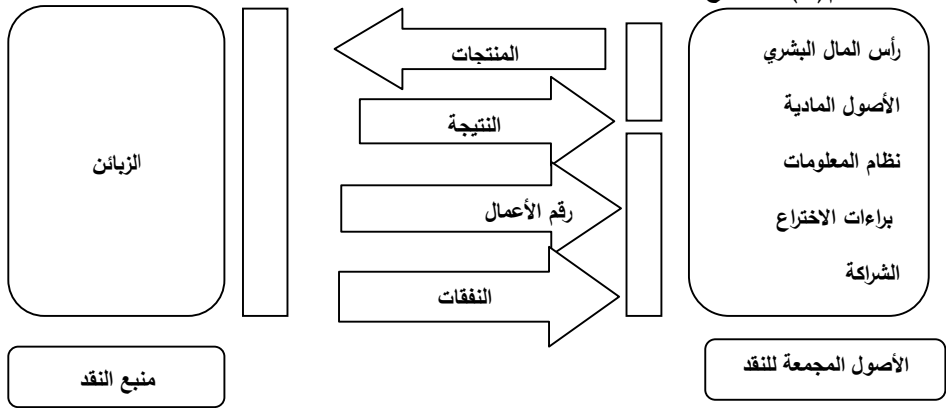
-**صعوبة تحديد مجال التقييم و تحديد قيمة الرفع المالي الأمثل:** يعود هذا إلى طرق التقييم فمدخل الذمة المالية يعتبر مجحفا في حق المشاريع الصغيرة نظرا لقلّة أصولها المادية، أما مدخل التقييم الذي يعتمد على مردودية المؤسسة فيقدم قيمة جد عالية لها و يظهرها في شكل مشاريع وهمية، هذا التباعد بين المدخلين يجعل مجال التقييم الذي يستند إليه المبادر غير منطقي و متباعد جدا لا يمكنه من تحديد القيمة الحقيقية للمشروع التي تسمح بتحديد قيمة الرفع المالي الأمثل. و يمكن الإشارة أيضا بان هذا التباعد في المجال تزداد حدته كلما كانت المشاريع الصغيرة تحتوي على درجة ابتكار عالية و هو ما أشارت إليه دراسة أكاديمية على المشاريع الصغيرة الشابة الابتكارية لـ New Hampshire من قبل مركز البحث و التقرير لرأس المال المخاطر<sup>14</sup>.

### 2-قياس مردودية رأس المال الزبوني:

تندرج دراسة رأس المال الزبوني من خلال تناول رأس المال الفكري أو رأس رأس المال غير المادي باعتباره احد المكونات الرئيسية له.

**2-1 - مفهوم رأس المال الزبوني:** ينطلق تحديد مفهوم رأس المال الزبوني من توضيح كيفية خلق القيمة في المنشآت الاقتصادية حيث أن رأس المال الزبوني يمثل مورد التدفق النقدي، و يتم خلق القيمة في المؤسسة من خلال الزبائن الذين يتم استقطابهم من خلال الأصول المجمعة للنقد أو ما يسمى أصول الاستقطاب، و تتم العملية بتبادل المنتجات و الخدمات مقابل النقد و الشكل رقم(1) يوضح ذلك.

**شكل رقم(1): يوضح الأصول المجمعة و الموردة للنقد**



المصدر: A Fustec et B Marois, valoriser le capital immatériel de

Editions d'Organisation, France, 2006, p74 l'entreprise

إن تفاعل الأصول المجمعة للنقد فيما بينها كما يمثلها الشكل(1) يمكن المؤسسة من استقطاب زبائن مستقبليين، كما أن الإنفاق على اقتناء أصول مادية و خاصة الغير المادية كالبحث و التطوير بإمكانه أن يساهم في زيادة رقم الأعمال و خلق القيمة، يضيف Bernard Marrois بان امتلاك المؤسسة لرضا زبوني و ولاء زبوني لمنتجاتها إضافة إلى عدد كبير من الزبائن يمتلكون قدرة ائتمانية جيدة يجعل المؤسسة تمتلك عامل من عوامل النجاح.<sup>15</sup>

**2-2-كيفية قياس رأس المال الزبوني وفق نموذج Alan و Bernard Marois**

**Fustec:**<sup>16</sup> يعتبر قياس مردودية رأس المال الزبوني (تحيين رأس المال الزبوني) بالغ الأهمية بالنسبة للمنشآت الاقتصادية سواء في تحديد قيمتها أو قياس المخاطر المستقبلية التي سوف تعترضها، حيث يشير Alan و Bernard Marois بان الشهرة الموجبة



Goodwill (فارق الاقتناء بين القيمة الدفترية و السوقية للمنشأة) هي نتيجة لقيمة الأصول الفكرية (الغير مادية) التي لا تظهر في قائمة المركز المالي للمؤسسة أما الشهرة السالبة Badwill فهي أيضا نتيجة لتدني قيمة الأصول غير المادية و يشير الكاتبان بان قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة تتحدد من خلال العلاقة التالية: قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة = قيمة مردودية رأس المال الزبوني (الأصل المورد للنقد) + قيمة الأصول الصافية المعدلة = قيمة مردودية الأصول الفكرية(الغير مادية) (المجمعة للنقد) + قيمة الأصول الصافية المعدلة.

أما كيفية تحديد قيمة مردودية رأس المال الزبوني فيشير الكاتبان إلى ضرورة طرح التساؤل الرئيسي التالي: كم سيولد رأس المال الزبوني الحالي مردودية في المستقبل؟ ما هي القيمة التي يمكن الحصول عليها من رأس المال الزبوني الحالي في المستقبل؟ ضمن عديد القطاعات يمكن حساب قيمة مردودية رأس المال الزبوني بالاعتماد على عنصرين، المردودية المالية و معدل الولاء الزبوني حيث انه إذا كان الولاء الزبوني قوي جدا فان رأس المال الزبوني يحافظ من سنة إلى أخرى على حصة مهمة من قدرته على إنتاج القيمة الحالية، أما إذا كان الولاء الزبوني اقل من الجيد فان التدفقات النقدية للنقد المولد ستتناقص بسرعة كبيرة و يمكن إعطاء العلاقة التالية لكيفية قياس مردودية رأس المال الزبوني بحسب

$$VR \text{ client} = \sum_{t=1}^n \frac{(F_{n-1}) (Tf)^n (1-IS) (TB)x}{(1+r)^n}$$

هذا النموذج وفق الآتي:

$F_{n-1}$ : التدفق النقدي للسنة  $n-1$

$Tf$ : معدل الولاء الزبوني و الذي يمثل وزن زبائن السنة  $n-1$  في رقم أعمال السنة

$n-1$ : خلال السنة  $n$ ،  $IS$ : الضريبة على الشركات،  $n$ : سنوات التقييم؛

$TBx$ : معدل تحسين الولاء الزبوني و هو يختلف من سنة إلى أخرى (متغير)، و يتم استنتاجه من خلال السنوات الماضية و التنبؤ بتطوره في السنوات القادمة و هو يعكس القيمة المضافة للزبائن الحاليين (الأوليين) في المستقبل معدل تحسين الولاء الزبوني يغطي دوران الزبائن الذين تم خسارتهم، لكن عند محافظة المؤسسة على زبون هذه العلاقة تتطور و تتحسن و تصبح أكثر مردودية؛  $r$ : معدل التحيين (الخالي من المخاطرة).

-أهمية قياس مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج **A Fustec** و **B Marois** بالنسبة للمشاريع الصغيرة المبادرة بطلب تمويل مرحلة التطوير: يمكن توضيح كل هذا من خلال الآتي:

**3-1- حل للمعوقات التقنية في تحديد قيمة المشاريع الصغيرة:** تقدم طريقة قياس مردودية رأس المال الزبوني حلولاً لأهم المعوقات التي واجهتها طريقة تحيين التدفقات النقدية في تحديد قيمة المشاريع الصغيرة و يمكن توضيح الفرق من خلال الجدول الآتي:

**جدول رقم (1): يوضح الفرق بين طريقة تحيين التدفقات النقدية و طريقة**

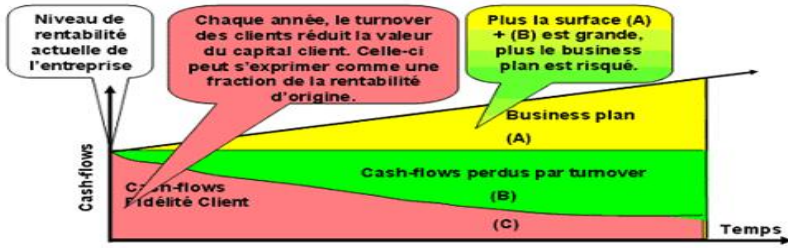
**مردودية رأس المال الزبوني في تحديد قيمة المشاريع الصغيرة**

الطريقة	قياس مردودية رأس المال الزبوني نموذج <b>A F</b> و <b>B M</b>	تحيين التدفقات النقدية
معامل التحيين	معدل الولاء الزبوني و معدل تحيين الولاء الزبوني	معدل المخاطرة الذي يتم حسابه من خلال المعامل $\beta$ و التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
التدفق النقدي	يكفي التدفق النقدي للسنة $n-1$	تقديرات مخطط الأعمال المتمثلة في رقم الأعمال، الاحتياج من رأس المال العامل، الاستثمارات المستقبلية.
معوقات التقييم		- خطر مرتبط بمدى موثوقية الفرضيات التقديرية لمخطط الأعمال فيما يخص تقدير التدفقات النقدية. - صعوبة تحديد المعامل $\beta$ د بالنسبة للمشاريع الصغيرة الغير المدرجة في البورصة. - صعوبة و موثوقية تقدير المعدل $g$ معدل نمو القيمة النهائية للتدفقات النقدية
قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة	قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة = الأصول الصافية المعدلة + قيمة مردودية رأس المال الزبوني	$D- VE = \sum_{t=1}^n \frac{FCF}{(1+CMPC)^t} + \frac{vt_n}{(1+CMPC)^n}$
مخاطر التقييم		قيمة عالية و وهمية
إيجابيات الطريقة	قيمة أكثر حقيقية	

المصدر: من إعداد الباحثين

و يوضح البيان التالي المخاطر التي تطرحها طريقة تحيين التدفقات النقدية مقارنة بتحيين رأس المال الزبوني في إعطاء قيمة عالية للمنشآت الاقتصادية و خاصة الصغيرة منها ما يجعل المبادرين بطلب التمويل يقدمون قيم عالية و وهمية لمشاريعهم .

## البيان رقم (1) : الفرق بين طريقة تحيين التدفقات النقدية و مردودية رأس المال الزبوني



المصدر: A Fustec et B Marois, op cit, p79:

**3-2-3- حل لإشكالية القيمة premoney**: إن طريقة تحيين التدفقات النقدية تعتمد في تقديرها لقيمة المشاريع على معطيات و فرضيات مخطط الأعمال أي تحديد القيمة الحالية للمنشآت من خلال أصول مستقبلية غير موجودة بعد ما يعطي قيمة عالية لهذه المشاريع على عكس طريقة رأس المال الزبوني و التي تعطي قيمة للمنشأة من خلال أصولها الحالية أي قيمة الأصول الصافية المعدلة مضاف لها مردودية رأس المال الزبوني و التي تتأتى من قدرة الزبائن الحاليين على إنتاج و توليد القيمة الحالية في المستقبل و هي إجابة للقيمة premoney أي قيمة المؤسسة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية.

**3-3-3- تحديد مجال التقييم بالنسبة للمبادر بالمشروع**: إن تحديد قيمة أسهم المؤسسة من خلال طريقة قياس مردودية رأس المال الزبوني بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب التمويل يعتبر نظريا فقط ( السعر ليس هو القيمة) يمكن أن يعتمد عليه المبادر بالمشروع في تحديد قيمة اقرب للحقيقة لإقناع المخاطر برأس المال، كما أنها تعطي قيمة أعلى من مدخل الذمة المالية فهي تجمع بين قيمة الأصول الصافية المعدلة و قيمة مردودية الزبائن الحاليين في المستقبل كأصل غير مادي مورد للنقد ما يقلص تباعد القيمتين مع طريقة تحيين التدفقات النقدية، كل هذا يؤدي إلى بروز مجال تقييم أكثر منطقي بإمكانه أن يساهم في تحديد قيمة أكثر حقيقية للمشروع.

**4-4- تحديد قيمة الرفع المالي الأمثل**: إن إيجاد مجال تقييم منطقي يسمح بتحديد قيمة أكثر حقيقية للمشروع يؤدي إلى إيجاد قيمة الرفع المالي الأمثل الذي يسمح للمبادر بالمحافظة على تحكمه في منشأته و مواجهة مخاطر تميع مساهمته و بقائه متحكما في شركته و صاحب الأغلبية و كذا تبرير سعر نسبة المساهمة المقترح للمورد التمويلي.

بالنسبة المشاريع الصغيرة في مرحلة التطوير المبادرة بطلب التمويل الخارجي بالأموال الخاصة، تقوم بتحديد قيمة الرفع المالي لتصبح لدينا قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة بعد الرفع المالي كالاتي: القيمة postmoney = قيمة مردودية رأس المال الزبوني + القيمة الصافية المعدلة + قيمة الرفع المالي و تصبح لدينا نسبة مساهمة المورد التمويلي الخارجي كشركات رأس المال المخاطر (ش ر م م) مثلا كالاتي:

نسبة مساهمة شركات رأس المال المخاطر = قيمة الرفع المالي / القيمة postmoney.

**4- دراسة تطبيقية على مشروع GDME :**  
مؤسسة GDME هي مؤسسة تنشط في استيراد و توزيع الأدوية عدد عمالها يبلغ 45 عامل و رأس مالها يقدر بـ 350000000,00 دج، خلال سنة 2014 قرر الشركاء المؤسسون تطوير المؤسسة بإضافة وحدة إنتاجية.

#### 4-1- مشروع مؤسسة GDME:

تهدف المؤسسة القيام بصناعة دواء PREACTINE ، و لتحقيق خلق هذا المشروع واجهت المؤسسة صعوبة في الحصول على التمويل التقليدي نظرا لحجم المشروع و ضعف قدرة تمويلها الذاتي إضافة لغياب الضمانات المادية ، فقيمة الأصول الصافية للمؤسسة تقدر بـ 350000000,00 دج في حين أن قيمة خلق المشروع تبلغ 650000000,00 دج ، أمام كل هذا قرر الشركاء تمويل المشروع بقرض قيمته 325000000,00 دج و تمويل 325000000,00 دج المتبقية من خلال الاستعانة بالتمويل بالأموال الخاصة و هذا بالاتجاه إلى احد شركات رأس المال المخاطر العاملة في الجزائر للحصول على التمويل بالأموال الخاصة ، من خلال القيام برفع مالي.

في ظل ما سبق قام الباحثان بمحاولة دراسة سيناريوهات قيمة الرفع المالي الأمتل بالنسبة للشركاء من خلال إعداد مخطط أعمال و محاولة تحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على طريقة قياس مردودية رأس المال الزبوني و طريقة تحيين التدفقات النقدية.

**4-2- تقييم مؤسسة GDME:** إن الغرض من تحديد قيمة المؤسسة هو معرفة مجال التقييم و القيمة الحقيقية للمؤسسة و هذا لمعرفة مخاطر تميم مساهمة الشركاء المؤسسين من جهة و لتقديم سعر و نسبة مساهمة أكثر منطقية للمخاطر برأس المال.

## -طريقة تحيين التدفقات النقدية:

لحساب قيمة المؤسسة بطريقة تحيين التدفقات النقدية تم إعداد مخطط أعمال و حساب التدفق النقدي المتاح لوحدة الإنتاج و الاستيراد للسنوات الأربع القادمة، كما تم حساب معامل التحيين من خلال حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال و هذا بأخذ تكلفة القروض 3,5 % و تم أيضا حساب تكلفة الأموال الخاصة بالاعتماد على المعدل خالي من المخاطرة يقدر بـ 5 % و معدل المنحة البورصية بـ 5 % و  $\beta$  بـ 1 لتتصل على تكلفة الأموال الخاصة تقدر بـ 10 %، مع الإشارة بان الضريبة على الأرباح تم احتسابها في حدود 21 % كمتوسط بالتناسب بين الضريبة المفروضة على الاستيراد و التي تقدر بـ 26 % و الضريبة على الإنتاج و التي تقدر بـ 19 % ، يشار بان المؤسسات المنتجة للأدوية تستفيد من معدل فائدة على القروض يقدر بـ 3,5 % مدعم من قبل الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، كما انه تم الأخذ بمعدل نمو التدفقات النقدية على المدى الطويل يقدر بـ 3 % و قد كانت النتائج على النحو التالي:

## جدول رقم (2): قيمة المؤسسة بالاعتماد على طريقة تحيين التدفقات النقدية(ت ن):

السنة	2015	2016	2017	2018
التدفق النقدي المتاح	188 332 897,96	195 649 897,96	190 451 500,08	205 347 397,96
التدفق النقدي م م	167 606 177,36	161 988 521,25	143 479 984,29	140 766 215,38
مجموع التدفق النقدي م م	613 840 898,28			
القيمة النهائية	2 454 452 304,95			
القيمة النهائية المحينة	1 539 607 171,19			
الديون	- 325 000 000,00			
قيمة المؤسسة	1 828 448 069,48			

الوحدة: دينار جزائري

المصدر: من إعداد الباحثين

يوضح الجدول رقم(2) قيمة المؤسسة (قيمة الأموال الخاصة) لمؤسسة GDME وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية و التي تمثل القيمة postmoney أي قيمة المؤسسة وفق طاقتها الاستثمارية المستقبلية أي بعد الرفع المالي أي بإدماج المردودية المستقبلية المتأتية من الوحدة الإنتاجية و قد كانت القيمة المتحصل عليها تقدر بـ 1 828 448 096,48 د.ج.

طريقة قياس مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج **B M** و **A F** : لحساب المردودية المالية لرأس المال الزبوني للشركة GDME نقوم بحساب معدل الولاء الزبوني من خلال الكشف السنوي للعملاء المرفق بحساب النتائج و الميزانية المصرحة لدى الضرائب للسنة

2013 و 2014 و الذي يمثل وزن الزبائن سنة 2013 في رقم أعمال سنة 2013 خلال السنة 2014 مع اخذ التدفق النقدي للسنة 2014 كأساس يتم من خلاله تحيين رأس المال الزبوني بمعامل تحيين خالي من المخاطرة يقدر بـ 5 % مع مدة تحيين تقدر بـ 16 سنة (إهتلاك الزبائن) و كانت النتائج على الشكل التالي:

**جدول رقم (3): قيمة المؤسسة بالاعتماد على طريقة تحيين رأس المال الزبوني(ر م ز)**

التدفق النقدي للسنة 2014	دج 101 975 776,82
معدل الولاء الزبوني	90%
معدل تحيين الولاء الزبوني	متغير
معدل الخصم الخالي من المخاطرة	5%
مجموع التدفق النقدي المحين لرأس المال الزبوني	دج 502 381 606,27
قيمة الأصول الصافية	دج 350 000 000,00
القيمة premoney للمؤسسة	دج 852 381 606,27

المصدر: من إعداد الباحثين

يوضح الجدول رقم(3) قيمة المؤسسة بالاعتماد على طريقة تحيين (ر م ز) (قياس مردودية رأس المال الزبوني)، و قد تم الحصول على قيمة المؤسسة بجمع الأصول الصافية المعدلة مضافا إليها مردودية (ر م ز) و التي تمثل القيمة premoney أي قيمة المؤسسة وفق مناخها الاستثماري الحالي بدون إدماج المردودية المستقبلية المتأتية من الوحدة الإنتاجية و قد تم الحصول على قيمة للمؤسسة تقدر بـ 852 381 606,27 دج.

**-المقارنة بين طرق التقييم:** إن الهدف من المقارنة بين طرق التقييم هو تبيان مجال التقييم المنطقي و نسبة المساهمة المقترح للمخاطر برأس المال من قبل المبادرين بالمشروع و فيما يلي جدول يوضح الاختلاف :

**جدول رقم(4): المقارنة بين طرق تقييم مؤسسة GDME**

الطريقة	الأصول الصافية معدلة	تحيين ر م ز	تحيين ت ن
القيمة premoney	دج 350 000 000,00	دج 852 381 606,27	-
الرفع المالي	دج 325 000 000,00	دج 325 000 000,00	دج 325 000 000,00
القيمة postmoney	دج 675 000 000,00	دج 1 177 381 606,27	دج 1 828 448 069,48
مساهمة ش ر م م	48,15%	27,60%	17,77%
مساهمة الشركاء م	51,85%	72,40%	82,23%

المصدر: من إعداد الباحثين

إن جدول المقارنة يسمح للمبادرين (الشركاء المؤسسين) باستخلاص النتائج التالية:

- يحدد مجال التقييم المنطقي بحده الأدنى الذي تمثله القيمة postmoney وفق طريقة تحيين م ز و بحده الأعلى و الذي تمثله القيمة postmoney وفق طريقة تحيين ت ن .

- يمكن اعتبار القيمة postmoney وفق طريقة تحيين م ز بالقيمة الأكثر حقيقية التي يستند إليها المبادرون بمشروع GDME في تقييم مشروعهم .

- إن قيمة الرفع المالي المقترح لشركة رأس المال المخاطر و المقدر بـ 325000000 دج لا يعرض المبادرين بمشروع GDME لخطر تميع مساهمتهم .

- تعتبر نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر مقابل سعر 325000000 دج وفق طريقة الأصول الصافية مجحفة في حق المبادرين بالمشروع .

- تعتبر نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر مقابل سعر 325000000 دج وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية مجحفة في حق شركة رأس المال المخاطر .

- تعتبر نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر مقابل سعر 325000000 دج وفق طريقة تحيين رأس المال الزبوني الأكثر منطقية فهي تتوسط الطريقتين لجمعها بين مدخل الذمة المالية و المردودية.

### الخاتمة

مما سبق يمكن استخلاص بأن عملية قياس مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج B Marois و A Fustec بإمكانها أن تقدم حلولا لأهم الإشكاليات التي يواجهها المبادرون بتمويل مرحلة تطوير المشاريع الصغيرة والتي يمكن الإشارة إليها كالآتي:

- إن عملية قياس مردودية رأس المال الزبوني تساهم في حل للمعوقات التقنية لتحديد قيمة المشاريع الصغيرة في مرحلة التطوير من خلال إلغاء إشكالية تقدير التدفقات النقدية فوفق هذه الطريقة يكفي استخدام التدفق النقدي للسنة السابقة إضافة إلى حل إشكالية حساب معامل التحيين فهي تستند إلى معامل الولاء الزبوني و كذا معامل تحسين الولاء الزبوني .

- إن طريقة قياس مردودية رأس المال الزبوني في تحديد قيمة المشاريع هي إجابة لإشكالية القيمة premoney التي تواجهها المشاريع الصغيرة المبادرة بطلب تمويل مرحلة التطوير .

- تمكن من تحديد مجال تقييم أكثر منطقي بالنسبة للمشاريع الصغيرة في مرحلة التطوير بسبب جمعها بين مدخل الذمة المالية و مدخل المردودية أي تحيين التدفقات النقدية الحالية

للزبائن، كل هذا يجعل القيمة المتحصل عليها من خلال هذه الطريقة تكون اقرب للقيمة المتحصل عليها من خلال طريقة تحيين التدفقات النقدية أي مجال التقييم ليس متباعد.

- إن تحديد مجال تقييم أكثر منطقي يمكن من تحديد قيمة أكثر حقيقية للمشاريع الصغيرة ما يجعل سعر نسبة المساهمة في رأس المال المقترح من قبل المبادر للمورد التمويلي تكون أكثر حقيقية كما تمكن المبادر من إيجاد الرفع المالي الأمثل لتمويل مرحلة التطوير و من ثم مواجهة خطر تمييع المساهمة.

كما يمكن أيضا أن نشير إلى أهم التوصيات فيما يخص الدراسة التطبيقية على مشروع GDME من خلال الآتي:

-إن عملية تقييم مؤسسة GDME من خلال الطرق السالفة الذكر يوضح بان نسبة المساهمة المقترحة وفق طريقة مردودية (تحيين) رأس المال الزبوني وفق نموذج B Marois و A Fustec يمكن أن تشكل الحد الأعلى لمجال نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر بالنسبة للمبادرين بالمشروع.

-يمكن للشركاء المؤسسين لمؤسسة GDME تخفيض نسبة المساهمة لشركة رأس المال المخاطر سواء من خلال رفع الاعتماد على التمويل بالقروض أو من خلال تخفيض حجم المشروع.

يبقى أن نشير بان قيام المبادرين بالمشاريع الصغيرة بتقييم مؤسساتهم قبل القيام برفع مالي يعتبر بالغ الأهمية كما أن استنادهم لسلة من طرق التقييم يساهم في تحديد قيمة أكثر حقيقية و يساهم في تحديد مجال تقييم أكثر منطقي و رفع مالي امثل يحميهم من خطر تمييع مساهمتهم.

### الهوامش:

<sup>1</sup> Mondher cherif, asymétrie d information et financement des pme innovantes par le capital risque, revue d économie financière, V°54 N°4, PP 163-178.

<sup>2</sup> احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، الجزائر، 2008، ص 124

<sup>3</sup> محمد السبتى، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة FINALEP ماجستير علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009، غير منشورة، ص 20 .

<sup>4</sup> TO huy vu, les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance de fonds de capital risque français, thèse doctorat en sciences de gestion, université nancy2, France, p23.

<sup>5</sup> Comparabilité internationale des données sur le capital-risque, publication OCDE, [http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur\\_aag-2014-30-fr](http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2014-30-fr), p 104.



- 
- <sup>6</sup> Karl Alexandre, que vaut ma start up, éditions edipro, Belgique, 2013,p 70 .
- <sup>7</sup> M.M Eckert et Guigal, le guide de levée de fonds, editions ooreka, Paris,2013.p 7.
- <sup>8</sup> M.M Eckert et Guigal, op cit, p12 17.
- <sup>9</sup> Patrice vizzavona, evaluation des entreprises, editions berti, algerie,2012, p 5.
- <sup>10</sup> V Juguet et P Giraudon et S Onnée, évaluation d' entreprise, editions pearson, France,2009,p162 ,164.
- <sup>11</sup> Karl Alexandre, op cit, p 53.
- <sup>12</sup> V Juguet et P Giraudon et S Onnée, op cit, p 170.
- <sup>13</sup> A Fustec et B Marois, valoriser le capital immatériel de l entreprise ,éditions d' organisation, France, 2006, p73.
- <sup>14</sup> Karl Alexandre, op cit, p 106.
- <sup>15</sup> A Fustec et B Marois, op cit, p79.
- <sup>16</sup> A Fustec et B Marois, op cit, p79,80.