

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة محمد خيضر - بسكرة



Université Mohamed KHIDER-Biskra

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية

Faculté des sciences économiques
Commerciale et des sciences de gestion

قسم العلوم التجارية

Département des sciences commerciales



الموضوع

أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل
المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص: محاسبة

إشراف الأستاذ:

أ.د أحمد قايد نور الدين

إعداد الطالب:

مزهود عبد المجيد

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	الأستاذ الدكتور: بن عيشي بشير
مشرفا و مقررا	جامعة بسكرة	الأستاذ الدكتور: احمد قايد نور الدين
ممتحنا	جامعة بسكرة	الدكتور: جودي محمد رمزي
ممتحنا	جامعة بسكرة	الدكتور: شنشونة محمد
ممتحنا	جامعة الوادي	الدكتور: يونس الزين
ممتحنا	جامعة قالم	الدكتورة: طبائية سليمة

السنة الجامعية: 2017 – 2018

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة محمد خيضر - بسكرة



Université Mohamed KHIDER-Biskra

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية

Faculté des sciences économiques
Commerciale et des sciences de gestion

قسم العلوم التجارية

Département des sciences commerciales



الموضوع

أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل
المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص: محاسبة

إشراف الأستاذ:

أ.د أحمد قايد نور الدين

إعداد الطالب:

مزهود عبد المجيد

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	الأستاذ الدكتور: بن عيشي بشير
مشرفا و مقررا	جامعة بسكرة	الأستاذ الدكتور: احمد قايد نور الدين
ممتحنا	جامعة بسكرة	الدكتور: جودي محمد رمزي
ممتحنا	جامعة بسكرة	الدكتور: شنشونة محمد
ممتحنا	جامعة الوادي	الدكتور: يونس الزين
ممتحنا	جامعة قالم	الدكتورة: طبائية سليمة

السنة الجامعية: 2017 – 2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و تقدير

الحمد لله الذي علم بالقلم، علم الإنسان ما لم يعلم، و الصلاة و السلام على من أعطاه جوامع الكلم، فكان هداية للعرب و العجم حمدا لله و صلاة و سلام على البشير النذير و السراج المنير، سيدنا و مولانا محمد و على اله و صحبه و كل من سار على دربه، و نستعين بخير معين
أما بعد

نتقدم بعظيم الشكر و خالص التقدير، و أسمى معاني العرفان إلى الأستاذ الدكتور المشرف
" احمد قايد نور الدين "

الذي أمدنا بالملاحظات العلمية الدقيقة و أثار دربنا بالمعلومات و التوجيهات الصائبة،
كما أحاط ببحثنا بالناية و الاهتمام.

كما أتقدم بالشكر إلى لجنة المناقشة الموقرة.

كما لا يفوتني أن أتوجه بالشكر الجزيل لكل من قدم لي يد المساعدة في سبيل إنجاز هذا العمل،
وأخص بالذكر:

■ المدير المالي و المحاسبي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني
السيد:

"جرافي عمر سمير"

■ الرئيس المدير العام لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني
السيد:

"عربات صالح"

■ الوسيط المالي لدى شركة المغاربية للاستثمار السيد:
"السبتي محمد"

■ المحاسب الرئيسي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني السيد:
"قلقول رضوان"

■ محافظ الحسابات السيد:
"خلف الله عماد الدين"

إهداء

إلى الوالدين الكريمين

إلى أولئك الذين خدموا بعلمهم شعوبهم وأوطانهم

إلى كل من يعرف عبد المجيد من قريب أو بعيد

مقدمة عامة

مقدمة عامة:

تميزت الاقتصاديات الحديثة ب بروز و تنامي أهمية التمويل، و تعددت و اختلفت المصادر التمويلية للمشاريع الاستثمارية بين أنماط تمويلية تقليدية و أخرى متخصصة و قد كان لهذا التعدد في الأنماط التمويلية بالغ الأهمية لمواجهة التحديات التي تعترض المنشآت الاقتصادية خاصة مع زيادة حدة المنافسة و التطور التكنولوجي الهائل الذي يشهده العالم إضافة إلى التضخم الكبير في الأسعار.

تعتبر شركات رأس المال المخاطر من بين المصادر التمويلية المتخصصة و المورد التمويلي الرئيسي لعديد الأصناف من المشاريع الاستثمارية خاصة الصغيرة و المتوسطة و الناشئة، إضافة إلى المشاريع المتعثرة ماليا. إن أسلوب و تقنية شركات رأس المال المخاطر، لا يقوم على تمويل المشاريع الاستثمارية كما هو الحال في التمويل المصرفي بل يتعداها إلى المشاركة في المشروع الاستثماري و ذلك من خلال الأرباح و الخسائر لفترة زمنية معينة، و بعد ذلك تقرر الخروج من المشروع و تقوم ببيع أسهمها و تعاود الاستثمار في مشروع آخر من جديد.

يقوم هذا النمط التمويلي الهجين على معادلة (تكنولوجيا-مخاطر كبيرة-أرباح واعدة)، و ينظر نظرة مستقبلية للمشروع أي إلى مخطط أعمال و تطوير المشروع الاستثماري دون الحاجة إلى ضمانات مادية، كل هذا جعله النمط التمويلي المناسب خاصة للمشاريع التي لا تمتلك ضمانات مادية للحصول على قروض مصرفية و لا مسلك يسمح لها بالولوج لأسواق رأس المال.

اهتم هذا النوع التمويلي أيضا بتمويل المشاريع التي تحتوي على كثافة في أصولها الفكرية (الغير مادية) خاصة تمويل البحث و التطوير.

في ظل كل هذا برز الإطار النظري لرأس المال المخاطر و الذي جاء ليؤكد على شرعية رأس المال المخاطر من جهة و ينظم العلاقة بين مختلف أطراف العملية التمويلية و يعمل على نمذجة عدم الأكادة و إعطاء إطار تطبيقي لهذه المهنة.

بالرغم من الاجتهادات النظرية التي قدمها الباحثون لتفعيل تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر ، إلا أن الواقع التطبيقي اثبت وجود فجوة و هوة كبيرة بين الممارسة التطبيقية و الإطار النظري خاصة في حل إشكالية عدم تماثل المعلومة في مرحلة الدراسة الأولية للمشروع و كذا إشكالية عدم أكادة المشاريع إضافة إلى صعوبة تطبيق الحلول المقترحة لتنظيم العلاقة مخاطر مبادر، كما أن تكلفة الدراسة المعمقة للمشاريع ساهم في الحد من حصولها على التمويل من شركات رأس المال المخاطر و هو ما

أثبتته عديد الإحصائيات و التي تخضع لهم سلفر، و الذي يؤكد على أن 1 % فقط من المشاريع المرشحة تحصل على التمويل.

إن قصور الإطار النظري و التوجيه التطبيقي في تجاوز مختلف العقبات السالفة الذكر يعود إلى أن محور هذه الإشكاليات هو قيمة المشاريع الاستثمارية، كما أن أهم معوق يواجه المشاريع الاستثمارية للحصول على التمويل من شركات رأس المال المخاطر هي المشاريع الاستثمارية في حد ذاتها، إن المسير عند إعداده لمخطط الأعمال يقدم مستند يصف من خلاله المشروع و في نفس الوقت محصلة هذا المستند حساب النتائج التقديري، أي يقدم وعود منتظرة فقط الجدل حول موثوقيتها يبقى قائماً، ما يجعلها مشاريع وهمية في نظر شركات رأس المال المخاطر .

يواجه المبادرون بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر عديد المعوقات في تحديد قيمة حقيقية لمشاريعهم و إعداد التقديرات المالية، إضافة إلى تبرير سعر المساهمة المقترح للمخاطر برأس المال. إن المالية ليست منبع التدفق النقدي أي مخطط الأعمال عبارة عن نتائج مالية ما يستدعي ضرورة معرفة كيفية خلق القيمة داخل المنشآت الاقتصادية. كما أن المركز المالي للمنشأة يقدم صورة ساكنة عن المنشأة ما يستدعي بالضرورة تناول المبادرين للأصول الغير الظاهرة في القوائم المالية أو ما يصطلح عليها بالأصول الفكرية (الأصول الغير مادية)، و محاولة تحديد جودتها و نوعيتها و تحديد قيمتها و العمل عليها في إعداد مخطط الأعمال .

إن مختلف الأبحاث و الدراسات الأكاديمية التي تناولت إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر ركزت على شركات رأس المال المخاطر و أهملت المشاريع الاستثمارية في إعطاء حلول لأهم المعوقات التي تعترضها في الحصول على هذا المصدر التمويلي، يحاول هذا العمل البحثي تبيان أهمية و استخدامات القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر مع التركيز على تبيان الأهمية و الاستخدامات من منظور المشاريع الاستثمارية.

1- إشكالية البحث:

في ظل كل هذا تبرز إشكالية هذا العمل البحثي من خلال طرح التساؤل الرئيسي التالي:
أين تكمن أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر؟

و للإجابة على التساؤل الرئيسي لا بد من طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي معوقات تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر؟

- ما هي استخدامات قياس رأس المال الفكري بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر؟

- ما هو دور الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر؟

- ما هي استخدامات و أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في حصوله على التمويل من شركة رأس مال مخاطر جزائرية؟

2- فرضيات الدراسة:

يهدف فهم الموضوع و الإحاطة بمختلف جوانبه تم وضع الفرضيات التالية:

- تواجه المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر عديد المعوقات خاصة في مرحلة الدراسة التقييمية القبلية للمشروع من وجهة نظر المبادر.

- يساهم القياس الغير المالي لرأس المال الفكري بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر في تحديد الاحتياج التمويلي الحقيقي للمشروع.

- يساهم القياس المالي لرأس المال الفكري في حل المعوقات المرتبطة بالدراسة التقييمية القبلية بالنسبة للمبادرين بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر.

- يساهم الإفصاح عن رأس المال الفكري في زيادة موثوقية و جودة مخطط الأعمال بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر.

- يساهم الإفصاح عن رأس المال الفكري في تبرير سعر المساهمة المقترح من المبادر للمخاطر برأس المال.

- يساهم الإفصاح عن رأس المال الفكري في تخفيض خطر عدم تماثل المعلومة.

- يساهم الإفصاح عن رأس المال الفكري في تقليص تكاليف الدراسة المعمقة بالنسبة للمخاطر برأس المال.

- يساهم القياس الغير المالي لرأس المال الفكري في تحديد الاحتياج التمويلي الحقيقي لمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

- يساهم القياس المالي لرأس المال الفكري في حل المعوقات المرتبطة بالدراسة التقييمية القبلية بالنسبة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

- يساهم الإفصاح عن رأس المال الفكري في زيادة موثوقية و جودة مخطط أعمال الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

- يساهم الإفصاح عن رأس المال الفكري في تبرير سعر المساهمة المقترح من المبادر بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني للمخاطر برأس المال.

3- دوافع اختيار الموضوع:

لا شك أن الرغبة في انجاز أي عمل له أسباب معينة، فاختيارنا لهذا الموضوع يعود إلى:
- محاولة فهم المعوقات الحقيقية التي تقف في وجه المشاريع الاستثمارية المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر.

- تناول القياس والإفصاح عن رأس المال الفكري ومحاولة إبراز أهميته واستخداماته، مع التركيز على تبيان أهمية القياس والإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية خصوصا من مؤسسات رأس المال المخاطر.

- الميولات الشخصية نحو مواضيع القياس والتقييم المحاسبي والمالي إضافة إلى مواضيع التمويل.

4- منهجية الدراسة:

اتبعنا في هذا البحث على منهج دراسة الحالة لمعالجة الإشكالية المطروحة، و هذا المنهج يمكننا من استغلال النتائج النظرية و محاولة بناء دراسة عليها و إسقاط كل هذا على مشروع استثمائي لمنشأة معينة، و قد تم اختيار شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني نموذجا، و قبل ذلك قمنا باستخدام المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري للموضوع.

5- محتوى البحث: تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول على النحو التالي:

- **الفصل الأول:** و جاء بعنوان، **إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر**، حيث يحاول هذا الفصل توضيح المعوقات الحقيقية التي تحد المشاريع الاستثمارية في حصولها على التمويل من شركات رأس المال المخاطر و قد تم تقسيم الفصل إلى أربعة مباحث.

- **الفصل الثاني:** و جاء بعنوان، **دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية**، يركز هذا الفصل على تناول أهم الطرق المبتكرة لقياس رأس المال الفكري و التي جاءت لتتجاوز المعوقات المحاسبية في قياسه، مع تناول طرق الإفصاح عنه و إبراز و توضيح أهمية قياسه و الإفصاح عنه في تمويل المشاريع الاستثمارية، مع التفصيل في حالة المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر، و قد تم تقسيم الفصل إلى أربعة مباحث.

- الفصل الثالث: و جاء بعنوان دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC، حيث نحاول من خلال دراسة الحالة هذه إسقاط النتائج النظرية من خلال دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني أي توضيح أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري بالنسبة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في حصولها على التمويل من شركة رأس مال مخاطر جزائية، مع توضيح كيفية اختيار شركة رأس مال مخاطر لتمويل المشروع، و قد تم تقسيم الفصل إلى أربعة مباحث.

الفصل الأول

إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية

عن طريق شركات رأس المال

المخاطر

تمهيد:

إن بروز شركات رأس المال المخاطر كان محفزا لعدد الأكاديميين و المهنيين لتناول هذه الصيغة التمويلية من خلال محاولة بناء إطار نظري و توجيه تطبيقي لممارسة هذه الصناعة .

حاول الإطار النظري لرأس المال المخاطر أن يقدم الشرعية لهذه الصيغة التمويلية و ينظم العلاقة بين مختلف أطرافها و يعمل أيضا على نمذجة القرار التمويلي، كل هذا لطرح حلول لمختلف الإشكاليات التي تعترض هذه الصيغة التمويلية في بناء العلاقة مع المشاريع الاستثمارية من خلال المساهمة فيها.

لا يخلو أي إطار نظري و توجيه تطبيقي من فجوات و نقائص، ما يتيح الفرصة لمحاولة طرح إشكاليات جديدة أملا في تقديم الحلول لها و تدليل العقبات التي تعترض هذه البناءات.

نحاول من خلال هذا الفصل تناول معوقات تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر، و لكن قبل كل هذا سنتناول الإطار النظري و أهم المراحل التمويلية لرأس المال المخاطر مبرزين أهم المعوقات و الإشكاليات التي تكتنف هذه البناءات النظرية و التطبيقية المنظمة لنشاط هذه الصناعة، مع التذكير بنشأة و مفهوم رأس المال المخاطر و تقديم أهم تجارب الدول الرائدة في هذا النمط التمويلي.

المبحث الأول: رأس المال المخاطر، نشأته ومفهومه، تجارب بعض الدول في صناعته، وأطرافه
تجمع مختلف المراجع البحثية والمهنية على خصوصية رأس المال المخاطر مقارنة بالأنماط التمويلية الأخرى، وهذا ما سنحاول أن نبرزه من خلال هذا المبحث بسرد نشأة ومختلف مفاهيم هذا النمط التمويلي، وتناول مختلف أطراف العملية التمويلية وجرد تجارب الدول في صناعة رأس المال المخاطر.

1 - نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر :

حضي رأس المال المخاطر باهتمام عديد الأكاديميين والمهنيين، إلا أن الأمر الملاحظ هو تداخل واختلاف التسميات والمصطلحات التي تطلق على هذه الصناعة خاصة أن هذا النمط التمويلي هو في الأساس وليد الممارسة وليس نتيجة للبناءات النظرية، لكن قبل كل هذا لا بد من التذكير بنشأة رأس المال المخاطر.

1 - 1 - 1 - نشأة رأس المال المخاطر :

يمكن الحديث بأن نشأة رأس المال المخاطر تعود إلى نشأة قديمة وحديثة.

1 - 1 - 1 - 1 - رأس المال المخاطر القديم :

يرجع أصل رأس المال المخاطر إلى اليوناني «طاليس دوميليه» مؤسس علم الهندسة، وكان أول مقال في الزراعة، لأنه وضع أحسن زراعة للزيتون، تتمثل في استخراج الزيت من الزيتون، بفضل القروض التي حصل عليها، والتي لولاها ما أمكنه من إنشاء وتطوير مشروعه، فقد أعتبر أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطر،⁽¹⁾ بالعودة أيضا إلى القرن الخامس عشر نجد بأن كريستوف كولومبس، اعتمد في تمويل رحلاته على رأس المال المخاطر في إعداد العدة والتجهيز والمؤن، وكذا بفضل هذه الطريقة التي حصل عليها، استطاع كريستوف كولومبس فتح الطريق للتسوق والسفر، وقد تكررت تجربة التمويل بالمخاطرة مع رحلات الاسبانيين والبرتغاليين خلال القرنين الخامس عشر والسادس عشر الميلاديين. اعتبرت هذه التجربة صورة مبسطة وأساس لنشأة مهنة رأس المال المخاطر.

1 - 1 - 2 - رأس المال المخاطر الحديث :

ظهر رأس المال المخاطر الحديث غداة الحرب العالمية الثانية في الو.م.أ، وذلك تحت مسمى رأس المال المغامر «Venture Capital»، تعتبر «ARD American Research Development Corporation» أول منظمة لرأس المال المخاطر⁽²⁾ والتي رأت النور سنة 1946 م ببوسطن «Boston» بالو.م.أ، لكن قبل توضيح أهمية «ARD» في صياغة رأس المال المخاطر الحديث لا بد من العودة إلى الوراء وبالأخص نهاية سنة 1920 م، وهذا بإقليم إنجلترا الجديدة بالو.م.أ.

(1) عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص.4.

(2) Jean Lachman, Capital risque et capital investissement, éditions Economica, Paris, sans d'année de publications, p. 17.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

في نهاية سنة 1920 م أكدت نخب المجتمع المدني ورجال الأعمال في إقليم إنجلترا الجديدة شمال شرق أ.لوم.أ. أمثال «Karl T. Comptan» رئيس (Massachusetts Institute of Technology) MIT ورجل الأعمال Flander Rolph وآخرون، أكدوا⁽¹⁾ على أن خلق وإنشاء المؤسسات التكنولوجية يعد عامل نمو وتشغيل (خلق مناصب عمل)، كما يشكل حلا للانحطاط والتدهور الاقتصادي لإقليمهم و لل صعوبات التي تواجه صناعة النسيج، بطالة، انخفاض في التصنيع، كما أن السياق الوطني والإقليمي الذي تعيشه أ.لوم.أ. والأزمة المالية العالمية سنة 1929 م حتم بضرورة تكوين إرادة قوية لإيجاد حلول أمام الأزمة الاقتصادية، خصوصا وأنه تم تحميل المسؤولية في كل هذا إلى المؤسسات الكبيرة.

أمام كل هذا رأت نخب إنجلترا الجديدة أنه من الضروري ضخ المدخرات اعتمادا على منظمات جديدة نحو مؤسسات شابة وتكنولوجية ذات محتوى ابتكاري وتحتوي على مخاطر جد عالية، وهذا بالرغم من أن الهياكل الاستثمارية الموجودة أمثال شركات تسيير المحافظ الاستثمارية وشركات التأمين لها نظرة تقليدية حذرة فيما يخص الاستثمار (عدم المخاطرة).

كما أضافت New Producte, Comitte والتي من بين أهم أعضائها Compton وFlanders، الجنرال George Doriot، وهو أيضا بروفيسور في (Harvard Business School) أضافوا خطأ أساسيا للمنظمات التي تقدم تمويلات خطيرة (تمويلات لمشاريع ذات مخاطر عالية) هي تقييم المشاريع⁽²⁾، في ظل كل هذا رسم نخب إنجلترا الجديدة ملامح الصيغة التمويلية الجديدة رأس المال المخاطر والتي تسمح بضمان ازدهار إقليمهم وأ.لوم.أ.، وذلك عن طريق تمويل مؤسسات جديدة تعتبر منبعا للنمو والتشغيل وترتكز على التقدم العلمي والتكنولوجي مما من شأنه أن يسمح لها بتطوير صناعة جديدة بفضل اختراع وتسويق منتجات جديدة عكس المؤسسات الكبيرة التي تكون غير قادرة على ذلك حسب Flanders.

أمام كل هذا يمكن القول أن فكرة إنشاء هياكل للتمويلات الخطرة للمؤسسات الجديدة كان ضمن أفكار نخب إنجلترا الجديدة قبل الحرب العالمية الثانية، إلا أنه لم يتحقق إلا بعد الحرب العالمية الثانية بفضل تأسيس شركة ARD، هذه الأخيرة في الواقع تأسست بمبادرة من Doriot وCompton، Flanders،Drisvold الذي أصبح رئيسا لـ Federal Reserve Bank of Boston ثم إداري في

⁽¹⁾ Bernard Guilhon, Sandra Montchaud, le capital risque (Mecanisme de financement de l'innovation) édition Lavoisier, 2008, Paris, France, p.28.

⁽²⁾ Bernard Guilhon, Sandra Montchaud, op. cit, p.29.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

MIT ولكن يبقى أهم مؤسس هو Doriot والذي سمي رئيساً لـ ARD في ديسمبر 1946 م وأصبح بعد ذلك يعتبر مؤسس رأس المال المخاطر الحديث.

1-2 - مفهوم رأس المال المخاطر :

إن رأس المال المخاطر باعتباره نمطا تمويليا متميزا شكل تحديد تعريف صريح ومباشر له جدلا كبيرا بين مختلف الكتاب والباحثين والجمعيات المهنية المتخصصة فيه، ويعود السبب في ذلك إلى تعدد التسميات والمصطلحات التي أخذها في مختلف مناطق العالم والتي يمكن أن نذكر منها رأس المال الجريء، رأس المال المغامر، رأس المال المخاطر..... الخ، يضاف سبب آخر لذلك هو اللفظ الكبير وعدم التفريق بين رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري، ولتحديد تعريف دقيق له، نحاول أن نذكر أهم التعريفات التي تناولته وفق الآتي :

- يعرف (G. Baygan, Frenderberg)⁽¹⁾ «رأس المال المخاطر هو نمط تمويلي موجه أساسا للمؤسسات الشابة التي تكون غير مدرجة في البورصة، إن الأهداف المرجوة بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر هو الحصول على مردودية عالية من الاستثمار، كما يتم خلق القيمة المضافة عن طريق الشراكة بين المؤسسات الشابة والأموال المقدمة من طرف شركات رأس المال المخاطر والخبرة المهنية لشركات رأس المال المخاطر».

- يعرف Paul Gompers و Josh Fermer «رأس المال المخاطر على أنه عبارة عن رؤوس أموال مقدمة ومسيّرة بشكل مستقل، تركز في استثمارات تأخذ شكل أموال خاصة وشبه خاصة، وتكون موجهة لمؤسسات خاصة ذات احتمال وإمكانية نمو قوية».

- تعرف الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري⁽²⁾ EVCA «رأس المال المخاطر هو وجه أو شكل من أشكال رأس المال الاستثماري، ينفذ هذا الاستثمار بغرض الانطلاق والنمو الأولي وبغرض توسيع نشاط معين».

- تعرف الجمعية الأمريكية الوطنية لرأس المال المغامر⁽³⁾ «إنه أحد أشكال رأس المال الاستثماري والذي يتمثل في الاستثمار في مؤسسات جديدة تحتوي على إمكانية نمو قوية».

(1) TO Huy Vu, Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital risque français, thèse doctorat en sciences de gestion, université Nancy 2, 2010,23.

(2) www.evca.com

(3) www.nvca.org

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

- يشير أحمد بوراس إلى أنّ رأس المال المخاطر يمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي يرغب الادخار العام أو ادخار المؤسسات (بنوك، شركات تأمين، منشآت أعمال وحتى السلطات العمومية) في استثمارها بمخاطر مرتفعة على العموم مع توقع تحقيق عائد مرتفع (يصل في بعض الدول مثل أمريكا إلى 30% أو 40%)⁽¹⁾.

من التعريفات السابقة يمكن الخروج بالاستنتاجات التالية :

- رأس المال المخاطر هو استثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة.

- تمويل المراحل المبكرة من حياة المشروع.

- مساهمة محدودة المدة.

- مساهمة نشطة : تقوم شركات رأس المال المخاطر بمتابعة تسييرية للمشاريع الممولة وتقديم لها الدعم الفني والاستشارة.

- استثمار خطر : يستهدف التمويل برأس المال المخاطر مشاريع ذات مخاطر عالية وهذا مقابل مردودية عالية، تعود هذه الأخطار إلى طبيعة المشاريع الممولة كونها مشاريع ابتكارية من جهة، إضافة إلى أنها في مراحلها المبكرة أي أنها تتميز بدرجة عالية من عدم الأكادة.

- استثمار متوسط وطويل الأجل : توظف شركات رأس المال المخاطر أموالها في المشاريع الممولة في مدة تتراوح من 3 إلى 7 سنوات وقد تصل في بعض الأحيان إلى 10 سنوات.

- وساطة مالية : تمر عملية التمويل برأس المال المخاطر بوساطة مالية يقودها المخاطر برأس المال ضمن علاقة تربطه بين المستثمرين والمشاريع الممولة، و يعتبر رأس المال المخاطر أحد أوجه رأس المال الاستثماري.

إن أهم ما يشدّ الانتباه ويقتضي التوضيح في الاستنتاجات السابقة هو اعتبار رأس المال المخاطر أحد أشكال رأس المال الاستثماري، إنّ التفريق بين هذين النمطين يمكن الإشارة إليه من خلال الجدول رقم (1-1) والذي يوضح الفرق بين رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري من وجهة نظر عديد الجمعيات المهنية العالمية لرأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري وهذا بأخذ مراحل حياة المشروع الاستثماري كميّار أساسي للمقارنة.

(1) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، عناية، 2008 ، ص 125 .

جدول رقم (1-1): الفرق بين رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري من وجهة نظر الجمعيات المهنية في العالم

OCDE	SAVCA	RVCA	NZVCA	KVCA	VEC	CVCA	ABS		NVCA	EVCA	رأس المال المخاطر	رأس المال الاستثماري
قبل بذري							قبل البذري			رأس المال البذري		
بذري	بذري	بذري انطلاق	بذري انطلاق	مراحل أولية	بذري	بذري	البذري	بذري انطلاق	بذري	إطلاق	أشكال أخرى للمرحلة الأولية	
					مرحلة أولية	انطلاق			مراحل أولية			
انطلاق مراحل أولية أخرى	انطلاق والمراحل الأولية	مراحل أولية أخرى	توسع أولي	توسع	توسع	مرحلة أولية أخرى	الانطلاق	مراحل أولية والتوسع				
مراحل لاحقة			توسع		مراحل لاحقة	التوسع	التوسع الأولي		التوسع ومراحل لاحقة	مراحل لاحقة		
أشكال أخرى برأس المال الاستثماري	توسيع والتطوير	توسع	تصحيح	مراحل لاحقة		تحويل تصحيح مراحل أخرى	التوسع اللاحق رأس مال التصحيح التحويل الشراء من الداخل الشراء من أطراف خارجية		رأس مال التحويل و التصفية	التمية رأس مال التصحيح أو التدوير و التحويل	أشكال أخرى ارس المال الاستثماري	
	تحويل	إعادة هيكلة	رأس مال استثماري يستثمر في مؤسسات متوسطة									
		مراحل لاحقة										

Source :OCDE , Comparabilité international des données sur le capital risque.
Extrait de Panorama de l'entrepreneuriat 2014, HHP, dx, doi, org/10. 1

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

ما يلاحظ من الجدول السابق هو اعتبار أكثر من 7 جمعيات مهنية في العالم لصناعة رأس المال المخاطر بأن رأس المال المخاطر يمول مختلف المراحل الأولى لحياة المشروع من مرحلة التمويل البذري وصولاً إلى مرحلة التوسع، ولتوضيح وفهم مختلف المراحل نحاول أن نفصل فيها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (1-2): المراحل التمويلية لرأس المال المخاطر

مراحل التمويل	أهداف التمويل
المرحلة البذرية	هو تمويل يخص المؤسسات قبل إنشائها بمساهمة مالية نسبية ومتواضعة تسمح للمبادر بإثبات قيمة مشروعه.
المرحلة الأولى	التمويل بغرض أن المؤسسة تطور منتجها وتنطلق في التسويق الأولي، ويكون كل هذا سواء عند خلق المؤسسة أي بدايتها في النشاط بعد مدة قصيرة أو أنها لم تنطلق بعد في تسويق منتجها.
المرحلة الأولى	المؤسسة أنفقت كل رأس مال الانطلاق وتحتاج إلى أموال خاصة وهذا لأجل التصنيع التجاري والبدء بعملية البيع، المؤسسة لم تحقق بعد أي ربح.
مرحلة النمو/ التطوير	المرحلة الثانية
	المؤسسة في مرحلة تنمية إنتاجها وعمليات البيع لم تحقق بعد أي ربح وتحتاج لتمويل احتياجهما من رأس المال العامل.
	المرحلة الثالثة
	الأموال المطلوبة توضع لتوسيع المصانع والتسويق والزيادة في رأس المال العامل والتطوير والتحسين النهائي للمنتج. المؤسسة تنتظر في عتبة المردودية أو حققت أرباح.

المصدر: من إعداد الباحث

في ظل كل ما سبق يمكن استخلاص بأن رأس المال المخاطر يمثل نمط تمويلي موجه لتمويل المراحل الأولى لحياة المشروع، إضافة إلى مراحل التطوير والتوسيع بمفهومها الواسع ويكون موجه للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى المشاريع الناشئة و الابتكارية الغير مدرجة في البورصة ويأخذ أشكال أموال خاصة وشبه خاصة، وهذا لفترة معينة محدودة ترافق من خلالها شركات رأس المال المخاطر المشاريع من خلال التسيير والمتابعة وتقديم الاستشارة والدعم.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

كما يمكن أن نشير أيضا بأن صعوبة استخلاص مفهوم لرأس المال المخاطر يعود إلى تعدد تجاربه بين دول العالم وهو ما سنحاول أن نلقي الضوء عليه من خلال النقطة التالية.

2 – تجارب بعض الدول في صناعة رأس المال المخاطر : تعددت تجارب رأس المال المخاطر في دول العالم، لكن التجربة الرائدة تبقى للولايات المتحدة الأمريكية.

2 – 1 – التجربة الأمريكية : تتميز شركات رأس المال المخاطر في الو.م.أ بالتخصص في تمويل المشاريع الناشئة وتختار القطاعات التي تمتاز بفرص نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجيا، وبالعودة إلى أواخر سنة 1970 م، نجد بأن الو.م.أ استثمرت ما يقارب 456 بليون دولار في أكثر من 27.000 مؤسسة، ورغم فشل العديد من هذه المؤسسات استطاعت مؤسسات أخرى (Intel, ebay, Genentech) تطوير صناعات جديدة، وبعد عدة سنوات انفجرت الفقاعة سنة 2000 ، وفي السنوات الأخيرة أصبح نمو حرفة رأس المال المخاطر أكثر ثباتا، مع استثمار أصحاب رؤوس الأموال حوالي 30 بليون دولار سنويا.

أصبح من الواضح أنه لا يمكن الوصول إلى مستويات أعلى لاستثمارات رأس المال المخاطر دون وجود قطاع صناعي، وظهرت مجموعة من الإبداعات الواعدة على مستوى قطاع التكنولوجيا خاصة تكنولوجيا الطب والإعلام الآلي، ويتوقع استمرار نمو استثمارات رأس المال المخاطر في الو.م.أ لتجلب معها مداخيل أكثر، فمقابل كل دولار مستثمر في الفترة ما بين 1970 م – 2008 م هناك 6,36 دولار من الدخل سنة 2008 م وفي سنة 2008 يوجد منصب عمل مقابل كل 37702 دولار من أموال رأس المال المخاطر المستثمرة في الفترة 1970 م – 2008 م⁽¹⁾.

وفي دراسة شملت 500 مؤسسة أمريكية تم تمويلها برأس المال المخاطر عمرها لا يتجاوز الأربعة سنوات وحوالي 80% منها تعمل في القطاع التكنولوجي مقارنة بعدد مماثل من المؤسسات الممولة ذاتيا، كانت النتائج كما هو مبين في الجدول الموالي :

⁽¹⁾NVCA, Venture impact, the economic importance of venture capital, Rached companies to the U.S. Economy fifth, Edition 2009, p. 9.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

جدول رقم (1 - 3) : مقارنة بين المشاريع الممولة برأس المال المخاطر والمشاريع الممولة ذاتيا في الو.م.أ

المشاريع الممولة ذاتيا	المشاريع الممولة برأس المال المخاطر	أوجه المقارنة
- 59 %	+ 59 %	خلق عمالة كفوّة (%)
- 3 %	+ 25 %	العمالة المنشأة سنويا (%)
8000	16000	نفقات البحث والتطوير بالنسبة للشخص الواحد (بالدولار)
+ 9 %	+ 95 %	معدل الاستثمارات السنوية (%)
+ 5 %	+ 12 %	معدل الإنتاجية السنوية (%)

المصدر : د. عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 112

ويتضح جليا من خلال الجدول تفوق المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في كل أوجه المقارنة.

2 - 2 - التجربة الفرنسية⁽¹⁾ : اعتمادا على تقرير بنك فرنسا تم اختيار مجموعة من المؤسسات 38% منها تعمل في القطاع التكنولوجي (كالإلكترونيات والمعلوماتية) و30% منها فقط منشأة منذ سنة 1990 م والباقي منشأ منذ 1980 م وتستخدم ما بين 100 - 499 أجير، هذه المجموعة ممولة برأس المال المخاطر والمجموعة أخرى غير ممولة به، وكانت النتائج كما في الجدول الموالي :

جدل رقم (1-4) : مقارنة بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر وغير الممولة به في فرنسا

المشاريع غير الممولة برأس المال المخاطر	المشاريع الممولة برأس المال المخاطر	أوجه المقارنة
+ 5,3 %	+ 34 %	تطور رقم الأعمال (%)
+ 12 %	+ 67,8 %	تطور حجم الصادرات (%)
- 4 %	+ 51,3 %	تطور حجم الاستثمار (%)
- 3,4 %	+ 19,9 %	تطور حجم العمالة (%)
- 3,5 %	+ 5,4 %	تطور معدل الإيرادات المتوسطة (%)

المصدر : د. عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 116

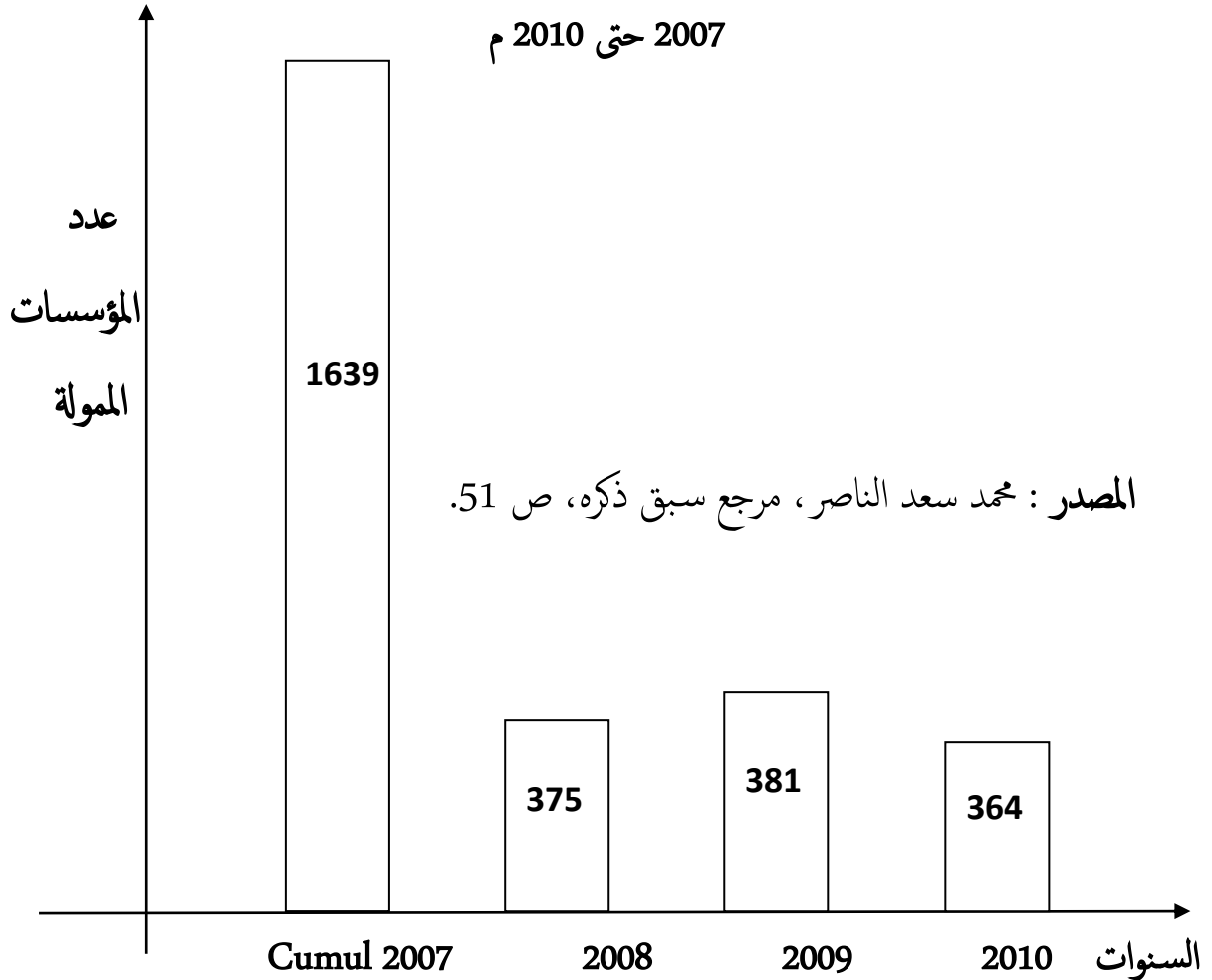
⁽¹⁾ بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، عدد 5، 2007 م، ص 11.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

من الجدول السابق يمكن أن نستنتج أن المشروعات الممولة برأس المال المخاطر تتفوق كثيرا على نظيراتها الممولة بطرق أخرى.

2 - 3 - التجربة التونسية⁽¹⁾ : تعتبر التجربة التونسية في مجال رأس المال المخاطر من أوائل التجارب في المنطقة العربية وأكثرها تميزا، وفي بدايات هذه التجربة سمح للمصارف بإنشاء شركات رأس المال المخاطر، لكنها لم تنجح لأن تمويل رأس المال المخاطر يحتاج إلى مهارات وخبرات قد لا يتقنها القطاع المصرفي، ثم صدر في عام 1990 م قانون ينظم نشاط رأس المال المخاطر، حيث وصل عددها إلى 4 شركات بنهاية 2001م، وتبلغ نسبة المشاريع الناجحة التي تم تمويلها برأس المال المخاطر في تونس منذ عام 1995 م حوالي 72%، وفيما يلي عدد الشركات والمشاريع التي تم تمويلها برأس المال المخاطر.

الشكل رقم (1-1) : عدد المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في تونس خلال الفترة الممتدة ما بين



⁽¹⁾ محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر، نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير، 2012 م، كرسي سابق لدراسات للأسواق المالية، ص 50.

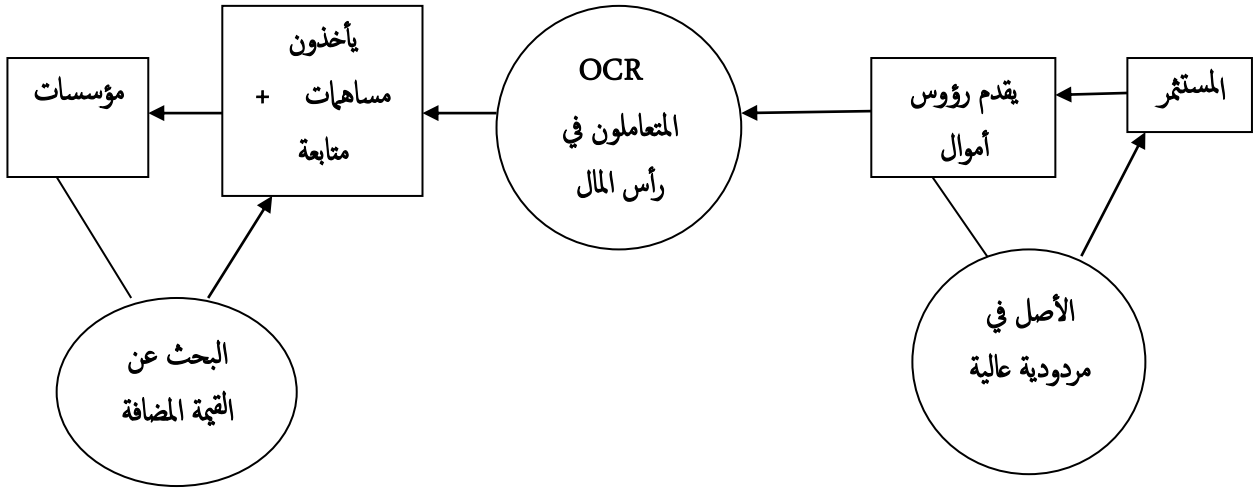
الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

من البيان السابق نلاحظ نمو بطيء لعدد المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في تونس مع انخفاض طفيف سنة 2010 م، يبقى أن نشير بأن صناعة رأس المال المخاطر تحكمها العديد الأطراف التي تساهم في تنمية وتطور هذا النمط التمويلي.

3 - أطراف العملية التمويلية برأس المال المخاطر : تعمل شركات رأس المال المخاطر كوسيط مالي بين المستثمرين والمشاريع الممولة، ويتولى إدارة وتسيير الأموال المخاطرون برأس المال كما يسمى مدير التمويل أو الممول، سنحاول أن نفصل ونعرّف بكل أطراف العملية التمويلية عن طريق شركات رأس المال المخاطر.

3 - 1 - المستثمرون : المستثمر هو من يرغب في استثمار أمواله على المدى الطويل أو المتوسط للحصول على عوائد مرتفعة نسبياً، حيث يقوم المخاطرون برأس المال أو المستثمرون برأس المال بتجميع الموارد المالية، حيث تظهر هنا مهارة وقدرة المخاطرين برأس المال في تجميع الأموال وجذب المستثمرين والشكل الموالي يوضح مبدأ وأساس عمل شركات رأس المال المخاطر.

الشكل رقم (2-1) : مبدأ وأساس عمل شركات رأس المال المخاطر



المصدر : رويّة عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية يومي 17 و 18 ابريل 2006 ، جامعة الشلف، ص 308 .

تستغرق عملية تجميع الأموال فترة من 6 إلى 18 شهرا و يترتب عن عملية التجميع تكاليف غير مباشرة تتمثل في الوقت المستغرق من طرف مسيري الصندوق في هذه العملية، إضافة إلى أخرى مباشرة كتكاليف الاستشارة القانونية.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

ويمكن ذكر أهم المستثمرين في رأس المال المخاطر على النحو التالي :

3 - 1 - 1 - المستثمرون المؤسسيون : يعتبرون المصدر الأول للأموال المستثمرة في شركات رأس

المال المخاطر وتعتبر مؤسسات التأمين والبنوك وصناديق التقاعد أهم أشكال المستثمرين المؤسسيين في صناديق رأس المال المخاطر.

3 - 1 - 2 - الوكالات الحكومية : عديد الدول تلجأ إلى إنشاء وكالات وصناديق موجهة لتمويل

المشاريع الناشئة الصغيرة والمتوسطة خاصة التي تحتوي على تكنولوجيا عالية وتتخصص في الأساس في تمويل المراحل المبكرة من حياة المشروع مع تحملها للمخاطر المترتبة عن ذلك أملا منها في دعم برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تعتمده هذه الدول وكذا لخلق مناصب العمل.

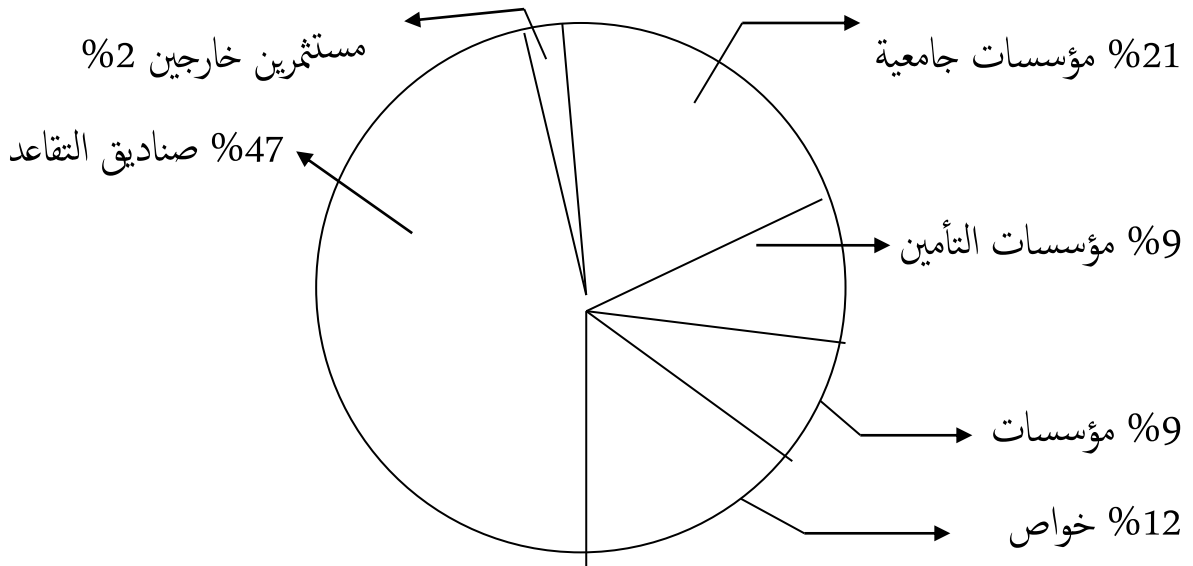
3 - 1 - 3 - صناديق الصناديق : إلى جانب المستثمرين الذين يقدمون الأموال بطريقة مباشرة

للمخاطرين برأس المال، هناك أيضا مستثمري الصناديق الذين يجمعون الأموال من المستثمرين لتوظيفها لدى مؤسسات رأس المال المخاطر أي أنهم وسيط ثاني بين مقدمي الأموال والمشاريع الممولة.

3 - 1 - 4 - الأفراد والخواص والماديين : ويمكن الإشارة إلى أهم المستثمرين في رأس

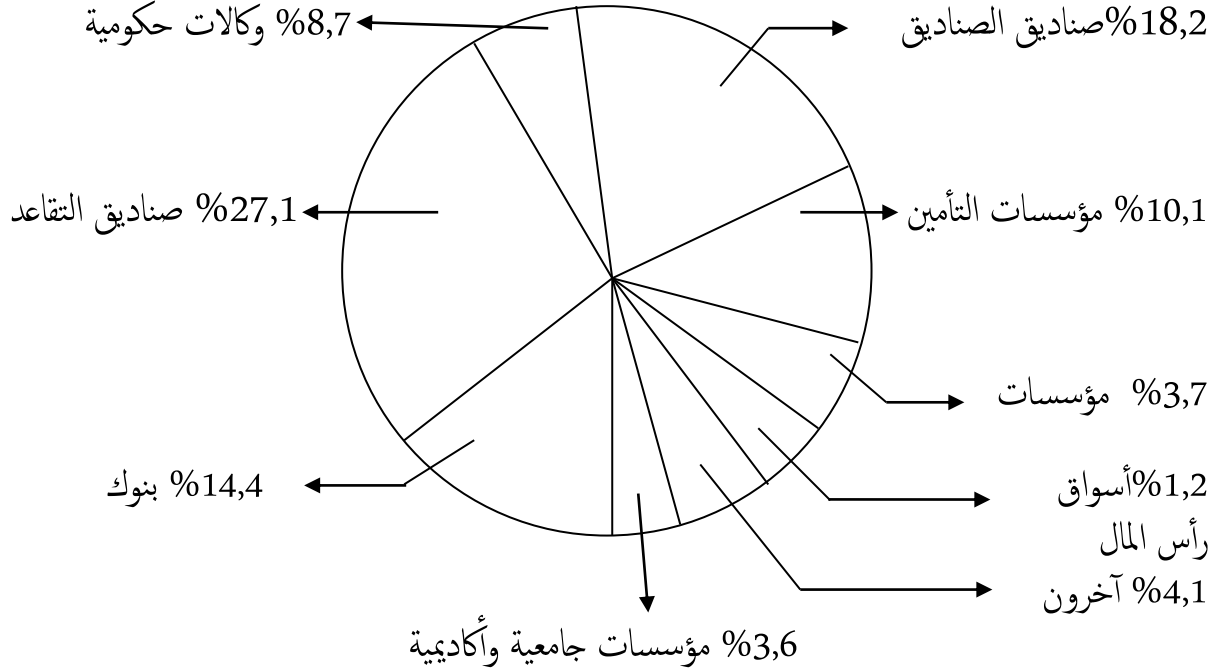
المال المخاطر ونسبتهم في كل من الو.م.أ وأوروبا من خلال الشكلين التاليين :

الشكل رقم (1-3) : نسب مختلف المستثمرين في رأس المال المخاطر بالو.م.أ سنة 1994 م



Source : David Mas, Compétence et organisation du capital risque, thèse doctorat en sciences Economiques de l'université Ponthéon, Assos Paris I, 2008 p.

الشكل رقم (1-4): نسب مختلف المستثمرين في رأس المال المخاطر في أوروبا سنة 2000 م



Source : WWW.EVCA.COM.

ما يلاحظ مما سبق بأن أهم المستثمرين الأساسيين في صناديق رأس المال المخاطر سواء في ال.و.م.أ أو أوروبا هم صناديق التقاعد.

3 - 1 - 5 - ملائكة الأعمال : لم نضمن نسبة استثمارات ملائكة الأعمال في رأس المال المخاطر لأنها تمثل رأس المال المخاطر غير الرسمي وملائكة الأعمال يستثمرون أموالهم مباشرة دون وساطة مالية، وتمثل ملائكة الأعمال في كونهم عبارة عن أشخاص طبيعيين يمثلون إطارات عليا سابقة وأصحاب مؤسسات تقاعدوا بعد أن قادوا مؤسساتهم إلى نجاحات، يقوم ملائكة الأعمال باستثمار جزء من ثروتهم الخاصة في مؤسسات مبتكرة غالبا ما تكون في مرحلة الانطلاق على عكس شركات رأس المال المخاطر التي تمول المراحل اللاحقة أي أنّ ملائكة الأعمال يتحملون المخاطر أكثر من شركات رأس المال المخاطر، يكون هذا الاستثمار لمدة معينة ومحدودة يقررون بعدها الانسحاب من المشروع، إضافة إلى هذا تضع ملائكة الأعمال تحت تصرف المبادرين بالمشاريع عصارة تجربتهم والمعرفة والمهارة التي اكتسبوها وكذا شبكة العلاقات التي كونوها.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

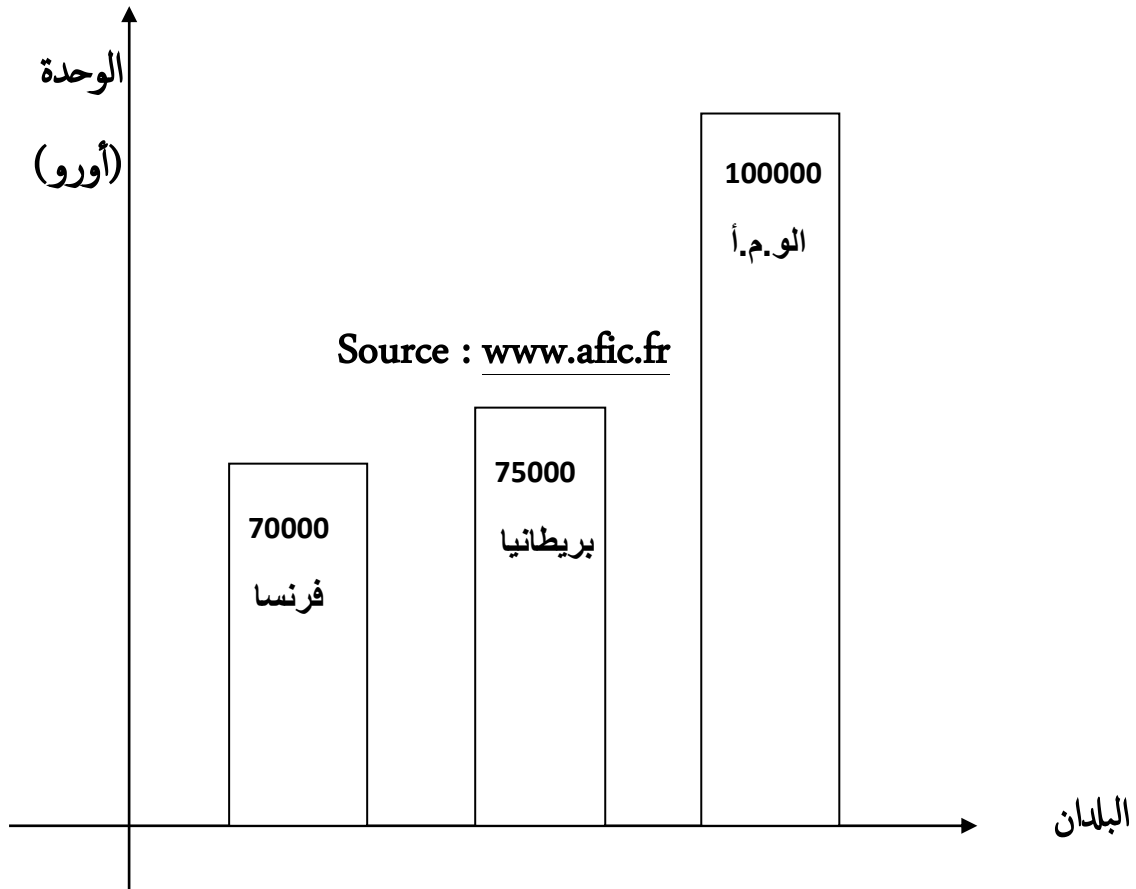
إن الدور الذي يلعبه ملائكة الأعمال باعتبارها رأس مال مخاطر غير رسمي هو نفسه الذي تقدمه شركات رأس المال المخاطر وذلك من حيث عدم الاكتفاء بالمساهمة المالية فقط وإنما تقديم الاستشارة والمتابعة و المساهمة في تسيير المشروع، ويتجلى هذا كون ملائكة الأعمال تمتلك الخصوصيات التالية⁽¹⁾ :

- حوافز شخصية واجتماعية، تتمثل في المساهمة في خلق مناصب العمل وتحفيز الاقتصاد المحلي.

- المشاركة القوية في حياة المؤسسة.

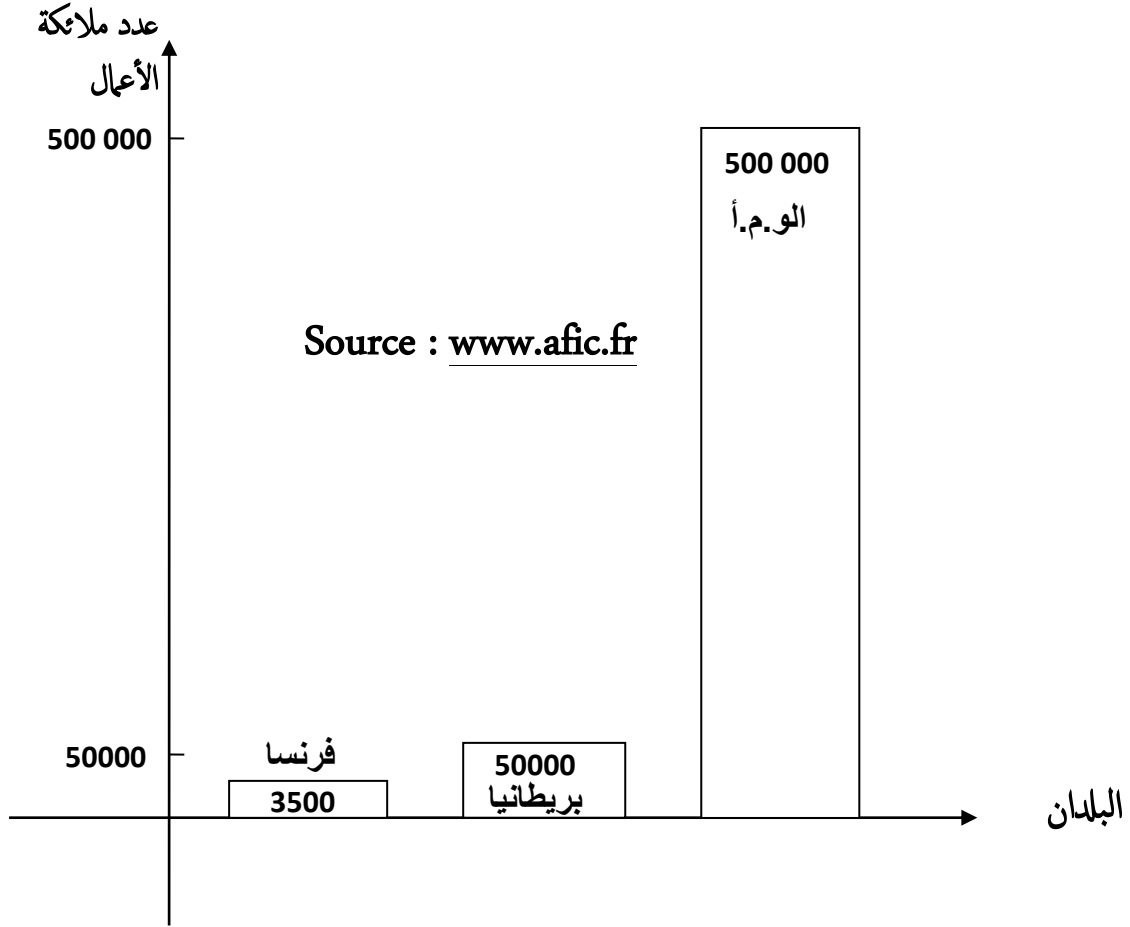
- التجربة التي تمتلكها ملائكة الأعمال تسمح بربط علاقة جيدة مع المبادر بالمشروع، وتسهيل عملية استيعابه للنصائح و وضعه في علاقة مع شبكة العلاقات التي تمتلكها ملائكة الأعمال، يمكن الإشارة إل حجم استثماراتهم وأعدادهم في كل من الو.م.أ وبريطانيا وفرنسا من خلال الشكلين التاليين :

الشكل رقم (1-5) : تقدير متوسط قيمة استثمار ملائكة الأعمال في المشروع الواحد في الو.م.أ وبريطانيا وفرنسا



⁽¹⁾Gilles Gerlhons, relation entrepreneur, Business Angel et Création de valeur, l'exemple du cas ATE, 5^{ème} congrès international de l'académie de l'entrepreneuriat.

الشكل رقم (1-6): متوسط أعداد ملائكة الأعمال في كل من الـ.م.أ وبريطانيا وفرنسا



من البيانات السابقين نلاحظ أن معدل استثمار ملائكة الأعمال في المشروع الواحد في الـ.م.أ بلغ 100000 أورو وهو الأعلى مقارنة ببريطانيا والتي تليها بعد ذلك فرنسا، أما ملائكة الأعمال فقد بلغ عددهم في الـ.م.أ بـ 500000 وهو الأعلى، حيث يعتبر الفرق كبيرا مقارنة ببريطانيا والتي تليها فرنسا بـ 3500 فقط.

3 - 2 - شركات رأس المال المخاطر: يوجد عديد الأشكال لشركات رأس المال المخاطر، وهذا بأخذ معايير هيكلية تسييرها وتقسيمات رأس مالها ويمكن ذكر أهمها من خلال الآتي⁽¹⁾:

3 - 2 - 1 - الشركات المستقلة: هي الشركات التي يتشكل رأس مالها من مصادر خارجية متعددة، تعتبر شركات التأمين وصناديق التقاعد المستثمرين الأساسيين في هذا النوع من شركات رأس المال المخاطر، إضافة إلى الصناعيين والخواص، كما يمكن لهذا النوع من الشركات أن تكون مدرجة في البورصة.

⁽¹⁾Cathering Rigo, le financement des entreprises par capital risque, banque national Belgique, Février 2001.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

3 - 2 - 2 - الشركات النصف أسيرة : تكون مثل الشركات المستقلة في تسيير الصناديق التي تحصلت عليها أيضا من مستثمرين خارجيين ولكنها تعمل لحساب المؤسسة الأم وتكون هذه الأخيرة إما شركة صناعية كبيرة أو مؤسسة مالية.

3 - 2 - 3 - الشركات الأسيرة : هذه الشركات تعمل بشكل خاص لحساب المؤسسة الأم، فريق التسيير فيها يشكل مصلحة ويعتبر أعضاؤه موظفين لدى المؤسسة الأم.

3 - 2 - 4 - الشركات العمومية : تمتلك السلطات العمومية غالبية رأس مال هذه الشركات، وتنشأ في الغالب لغرض اجتماعي أساسه التحديث التكنولوجي وخلق مناصب العمل.

كما يمكن الإشارة بأن شركات رأس المال المخاطر تنشط في إطار الهياكل التشريعية التي تضعها الدول، ففي فرنسا⁽¹⁾ تتعدد الهياكل التشريعية في نشاط رأس المال المخاطر لكن أهمها هي شركات تمويل الابتكار FSI والتي تأسست بموجب قانون 11 جويلية 1972م، إضافة إلى شركات رأس المال المخاطر والتي يعود تاريخ تأسيسها إلى قانون 11 جويلية 1935 م والذي كان هدفه الأساسي وضع نشاط رأس المال المخاطر في إطار تشريعي و جبائي، إضافة إلى الصناديق المشتركة للتوظيفات الخطرة FCPR والصناديق المشتركة للتوظيفات الابتكارية (FCPI).

3 - 3 - المخاطرون برأس المال : المخاطرون برأس المال هم محور العملية التمويلية برأس المال المخاطر فهم يلعبون دور الوساطة التمويلية بين المستثمرين والمشاريع الممولة كما يطلق عليهم المستثمرين الذين يستثمرون مباشرة في المشاريع الشابة و الابتكارية، إن الفهم الجيد للمخاطرين برأس المال يقتضي تناولهم في ظل نظرية الوكالة والعقد وهو ما سنحاول أن نفضل فيه في المبحث الثاني عند تناول الإطار النظري لرأس المال المخاطر.

3 - 4 - المشاريع المستهدفة : تتعدد أشكال المشاريع الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر لكن الأساس يبقى كون أن هذا النمط التمويلي يستهدف المشاريع التي تمتلك إمكانية نمو جد عالية في وقت قصير، كما أن المشاريع التي تستهدف التمويل برأس المال المخاطر غالبا لا تمتلك قدرة تمويل ذاتي، إضافة إلى عدم امتلاكها ضمانات مادية تمكنها من الحصول على التمويل البنكي.

⁽¹⁾George Legros, Ingénierie Financière, Dunond, Paris, 2012, pp, 157, 15.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

أشارت الجمعية الكندية لرأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري إلى أهم خصائص المنشآت الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر والتي يمكن ذكرها كالاتي⁽¹⁾ :

- مشاريع تحتمل إمكانية نمو جدّ عالية مع إمكانية عالية لتسويق منتجاتها إضافة إلى الحجم الكبير للسوق المستهدف وهذا بسبب تنافسيتها وقدرتها على التحكم و التوقع في السوق المستهدف.
- معدل مردودية عالي لرأس المال المستثمر.
- إنفاقات مرتفعة في البحث و التطوير.
- إمكانية اتجاهها نحو الأسواق الدولية.
- صلابة الفريق المسير لهذه المنشآت الممولة.

قبل الإشارة إلى أهم أشكال المشاريع الممولة من طريق شركات رأس المال المخاطر، لابد من التذكير بمفهوم المشروع الاستثماري ومعايير تصنيفه.

3 - 4 - 1 - المشروع الاستثماري : تعددت تعريفات المشروع الاستثماري، حيث يمكن تعريفه على أنه : «كل كيان تنظيمي مستقل يديره منظم أو أكثر يقوم بدمج ومزج عناصر الإنتاج المتاحة بنسب معينة وبأسلوب معين بهدف إنتاج سلعة أو خدمة تطرح في السوق لإشباع حاجات خاصة أو حاجات عامة خلال فترة معينة».

ويمكن تعريفه أيضا بأنه : «مجموعة الجهود الواضحة المعالم والفريدة التي تطالب بإنتاج بعض النتائج المحددة في موقع أو تاريخ معيّن وبتكلفة معينة»⁽²⁾.

إلا أن التعريف الأقرب إلى الشمول والعمومية هو أنه : «عبارة عن مجموعة من الأنشطة الاستثمارية التي يمكن تخطيطها وتمويلها وتنفيذها وتشغيلها وتحليلها»⁽³⁾.

3 - 4 - 1 - 1 - خصائص المشاريع الاستثمارية : يميّز كل مشروع بمجموعة من الخصائص تميّزه عن أنشطة المشاريع الأخرى ومن أهم هذه الخصائص ما يلي⁽⁴⁾ :

- **الغرض :** يعتبر تحديد الغرض أو الهدف المراد تحقيقه نقطة انطلاق بداية لأي مشروع استثماري.

⁽¹⁾ Ministère de l'industrie Canada, Marché Canadienne du capital risque, Analyse des tendances et des lacunes 1996-2002, pp, 19.20.

⁽²⁾ أوسرير منور، حاج فيلاي مغراوة فتيحة، دراسة جدوى البنية للمشاريع الاستثمارية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، 2009، ص 330..

⁽³⁾ أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية، الدار الجامعية القاهرة، 2005، ص6.

⁽⁴⁾ أوسرير منور، حاج فيلاي مغراوة فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص 331.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

- **دورة الحياة** : يعتبر المشروع بمثابة كائن عضوي له دورة حياة حيث يبدأ ببطء ثم تتزايد الأنشطة حتى تصل إل الذروة ثم تنخفض حتى تنتهي عند اكتمال المشروع.

- **الانفرادية** : يتميز كل مشروع بخصائص فريدة ومختلفة عن باقي المشاريع الأخرى.

- **الصراع** : يواجه أي مشروع مواقف تتميز بالصراع، ومن هذه المواقف هو تنافس المشاريع فيما بينها للفوز بالعرض المحدود من الموارد البشرية والمالية والطبيعية المتاحة وكذلك تعدد الأطراف المهمة به.

- **التداخلات** : يواجه كل مشروع تداخلات مع الأقسام الوظيفية للمشروع كالتسويق والتمويل، التصنيع، ومن جهة أخرى نشوء علاقات ترابط وتداخل مع مشاريع أخرى.

3 - 4 - 1 - 2 - أهداف المشروع الاستثماري : إنّ تحديد الأهداف المراد تحقيقها من المشاريع

يعتبر بمثابة النقطة المحورية لدراسة جدوى أي مشروع استثماري، والمشروع الاستثماري يسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف نذكر منها⁽¹⁾ :

- زيادة قدرة المشروع على الاستخدام الكفاء والأعلى لعوامل الإنتاج.

- تطوير أساليب الإنتاج المحلية وتجديد التكنولوجيا.

- تحقيق التنمية الاجتماعية المواكبة للتطورات المختلفة في مجالات الحياة.

- ترسيخ مبادئ العمل الجماعي باعتبار المشروع مجهود جماعي بين مختلف العاملين وتحقيق التفاعل بين أفراد المجتمع.

- تحقيق الاستقرار الاجتماعي بتوفير حاجات المجتمع من السلع والخدمات الضرورية.

- توفير فرص العمل و القضاء أو التخفيف من حدة البطالة.

3 - 4 - 1 - 3 - تصنيفات المشاريع الاستثمارية : يمكن تصنيف المشاريع الاستثمارية من وجهات

نظر متعددة.

- **حسب أثرها على طاقة المنشأة** : مشروعات استثمارية جديدة، مشروعات التوسع الاستثماري،

مشروعات الإحلال الرأس مالي، مشروعات التطور التكنولوجي.

- **حسب حجم المشروع** : مشروعات مصغرة، صغيرة، متوسطة و كبيرة.

- **حساب قطاع نشاط المشروع**.

(1) أوسرير منور، حاج فيلاي مغراوة فتيحة، مرع سبق ذكره، ص 331.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

3 - 4 - 2 - أشكال المشاريع الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر : تتعدد أشكال المشاريع

الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر باختلاف المعيار المعتمد عليه.

3 - 4 - 2 - 1 - حسب معيار الحجم : تعتبر المشاريع الصغيرة والمتوسطة من أهم المشاريع التي

تستهدف الحصول على التمويل من شركات رأس المال المخاطر نظرا لعدد العقبات التي تواجهها في الحصول على التمويل التقليدي والمتمثل في التمويل البنكي، ويمكن ذكر أهم الأسباب التي تجعل التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر المناسب والأنجع للمشاريع الصغيرة والمتوسطة مقارنة بالتمويل البنكي من خلال الجدول التالي :

جدول رقم (1-5) : مقارنة بين التمويل البنكي والتمويل برأس المال المخاطر للمشاريع الصغيرة والمتوسطة

أوجه المقارنة	التمويل البنكي	التمويل برأس المال المخاطر
المشروع المستهدف	-مشاريع ذات مستوى مخاطر ضعيف وقطاعات نشاط تقليدية أو تحتوي على تكنولوجيا مؤكدة. -مشاريع أنشأت وتمتلك إستراتيجية لتدنية المخاطر.	-مشاريع في قطاعات تكنولوجيا صغيرة ومتوسطة لها آفاق نمو عالية وتنطوي على شكوك كما تتضمن مخاطر عالية. -لا تمتلك قدرة تمويل ذاتي.
المشاركة في تسيير المشروع	لا يوجد	مشاركة ومتابعة نشطة (مراقبة، متابعة، تقديم الاستشارة).
الضمانات	ضمانات مادية مع مستوى خطر صفري	لا تطلب ضمانات
المكاسب المنتظرة	معدل الفائدة على القرض الممنوح	مكاسب تتأق من المشاركة في الربح خلال فترة التمويل إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المتأتية من القيمة المضافة بعد التخرج من المشروع.

المصدر : من إعداد الباحث.

3 - 4 - 2 - 2 - مشاريع ناشئة : اقترن ظهور التمويل برأس المال المخاطر بظهور المشاريع

الناشئة Start-up ويعود هذا في الأساس لخصوصية هذه المشاريع التي تكون الأصول غير الملموسة فيها بكثافة كبيرة ما يعوق وجود ضمانات مادية تمكنها من الحصول على التمويل البنكي، وتمثل المشاريع الناشئة

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

في⁽¹⁾ كونها عبارة عن منشآت شابة في مرحلة الانطلاق إبتكارية (ليس في الغالب) ولكنها تحتمل إمكانية نمو جد عالية وسريعة ما يجعلها تحتاج في كل وقت إلى رفع مالي لتطويرها.

مع الإشارة أيضا بأن التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر يستهدف المراحل اللاحقة من حياة المشروع خاصة التطوير وهذا لانخفاض المخاطر مقارنة بالمراحل المبكرة والتي يعنى بها رأس المال المخاطر غير الرسمي والممثل في ملائكة الأعمال.

3 - 4 - 2 - 3 - حسب قطاع النشاط : إن أهم قطاعات النشاط التي تمولها شركات رأس المال المخاطر تتمثل أساس في القطاعات التكنولوجية مثل : نظم المعلومات والاتصال، البيوتكنولوجيا، و التكنولوجيا النظيفة وفيما يلي الجدول رقم (6-1) يوضح أهم قطاعات النشاط التي تمولها شركات رأس المال المخاطر في الو.م.أ و أوروبا.

جدول رقم (6-1) : استثمارات رأس المال المخاطر في أوروبا الو.م.أ حسب قطاع النشاط

تصنيفات OCDE	الو.م.أ. NVCA	أوروبا EVCA
الإعلام الآلي التكنولوجيا ذات الاستهلاك العام.	برامج، إلكترونيك، أجهزة، شبكات وتجهيزات، أجهزة الإعلام الآلي ولواحقها.	إعلام آلي والإلكترونيك ذات الاستهلاك العام.
الاتصال.	وسائل الإعلام، التسلية، خدمات الإعلام الآلي والاتصال.	الاتصال.
علوم الحياة البيوتكنولوجيا.	أجهزة طبية، خدمات صحية.	علوم الحياة.
صناعة الطاقة.	صناعة، طاقة.	طاقة نظيفة، منتجات كيميائية وأجهزة وأدوات.
أخرى	- منتجات وخدمات للعام، بيع بالتجزئة/توزيع. - منتجات وخدمات موجهة للمؤسسات. - خدمات مالية، أخرى.	منتجات استهلاكية (بيع منتجات للمستهلكين). - خدمات موجهة للمؤسسات والصناعة. - خدمات مالية. - فلاحه، عقار، إنشاءات، نقل، أخرى.

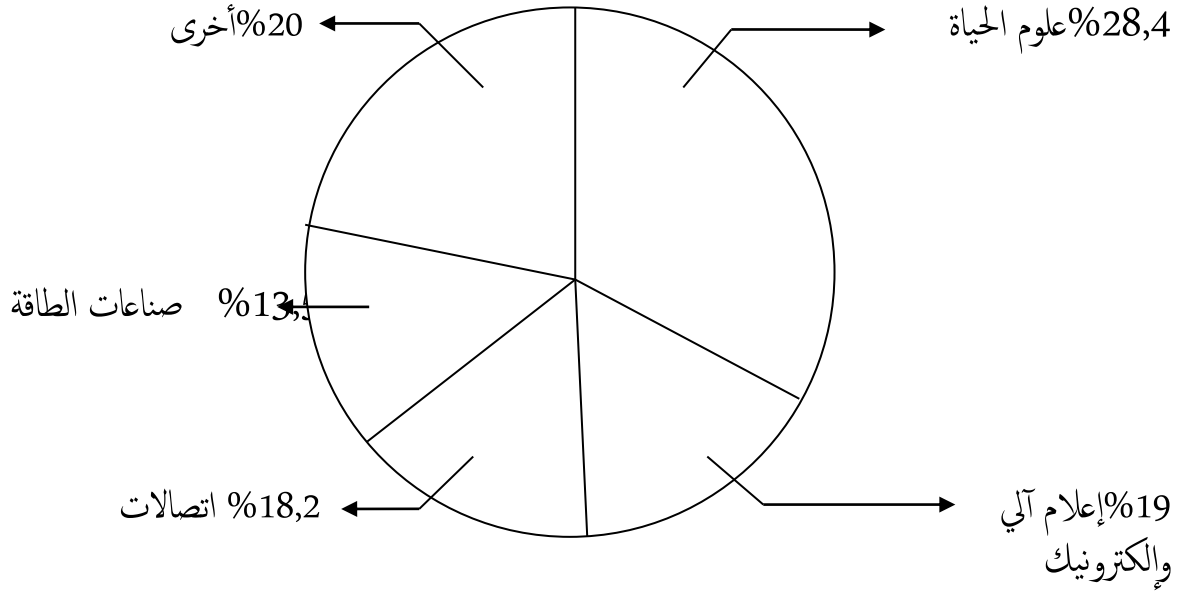
Source : OCDE, Comparabilité internationale des donnés sur le capitaliste.

⁽¹⁾Carl Alexander Robyn, Que vaut ma start up, odipro, Belgique 2013, p 302.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

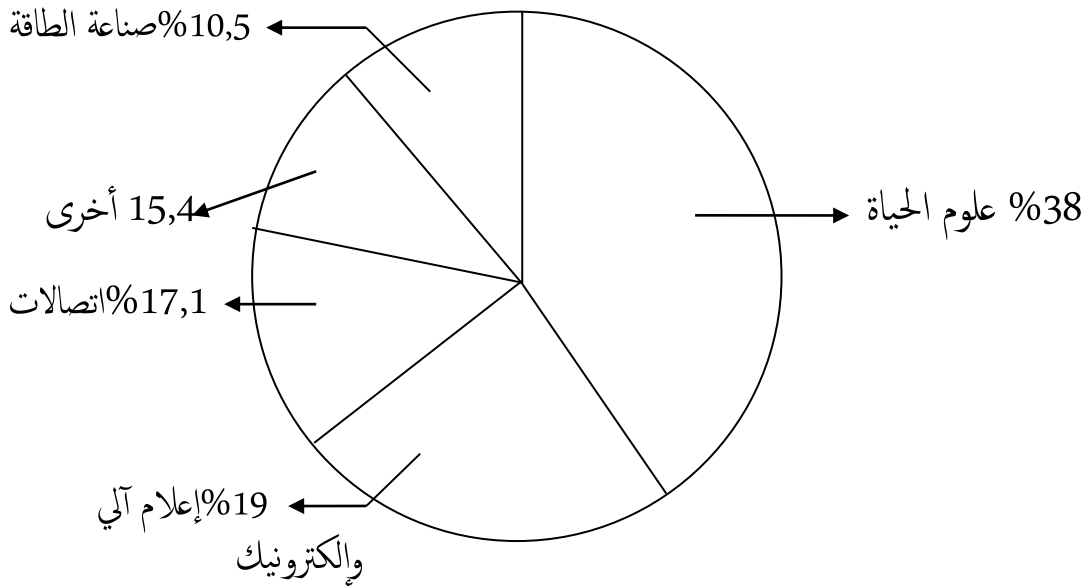
كما يمكن تقديم النسب لأهم القطاعات التي تمولها شركات رأس المال المخاطر في كل من الـ.م.أ و أوروبا من خلال الشكلين التاليين.

الشكل رقم (7-1) : نسب استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في أوروبا



Source :OCDE, Accès aux financement, le capital risque, Panorama de l'entrepreneuriat 2013.

الشكل رقم (8-1) : نسب استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في الـ.م.أ



Source : Idem.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

مما سبق نلاحظ بأن أهم قطاعين يستثمر فيهما رأس المال المخاطر في كل من الـ.و.م.أ وأوروبا هما علوم الحياة أي صناعة البيوتكنولوجيا والإعلام الآلي والإلكترونيك ثم الاتصالات.

3 - 5 - المستأنفون : يهدف المخاطر برأس المال الخروج من المشروع الممول وهذا للحصول على المكاسب المنتظرة من الاستثمار، يعتبر المستأنفون الطرف الذي يقوم بشراء حصة شركات رأس المال المخاطر عند القيام بعمليات التخارج ويمكن أن يكون المستأنف إما المبادر المؤسس أو مستأنف مالي أو صناعي أو سوق مالي، هذا الأخير يعتبر الخروج الملكي لرأس المال المخاطر من المشروع.

المبحث الثاني: الإطار النظري لرأس المال المخاطر

نحاول من خلال هذا المبحث تناول الإطار النظري لرأس المال المخاطر من خلال تناول مختلف النماذج النظرية التي صيغت حوله، انطلاقاً من شرعية هذه الوسيلة التمويلية، وكذا أسس العلاقة بين مختلف أطراف العملية التمويلية وصولاً إلى كيفية نمذجة القرار التمويلي في ظل عدم الأكادة.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

1 - شرعية رأس المال المخاطر: إن الحديث عن شرعية رأس المال لمخاطر يقودنا بالضرورة لتناول دور المخاطر برأس المال كوسيط مالي بين المستثمرين وأصحاب المشاريع وما يلعبه أيضا في تقليص مخاطر عدم تماثل المعلومة.

إن الفهم الجيد لدور الوساطة المالية التي يلعبها المخاطر برأس المال يقتضي تناول أبرز أعمال المنظرين في هذا الإطار.

1 - 1 - نظرية عدم تماثل المعلومة: تدرس نظرية عدم تماثل المعلومة الاختلاف في كمية ونوعية المعلومات المتاحة لكل من حملة الأسهم والإدارة وذلك بسبب محدودية قدرة الأول في الحصول على المعلومات إلا بالقدر الذي تفصح عنه الإدارة مما يجعله أقل معرفة بأحوال ومستقبل الشركة⁽¹⁾.

إنّ ظهور نظرية عدم تماثل المعلومة كان بعيدا عن مجال المالية، حيث يعتبر G. Akerloff من أول الباحثين في مجال عدم تماثل المعلومة بالنسبة لسوق السيارات المستعملة سنة 1970 م، وتوالت بعد ذلك الدراسات المتعلقة بهذا المجال كدراسة H. Spence 1974 م بالنسبة لسوق العمل⁽²⁾.

أشارت دراسة G. Akerloff الخاصة بسوق السيارات المستعملة إلى سيادة حالة عدم تماثل المعلومة، حيث يضم السوق نوعين من السيارات رديئة وجيدة، البائعون وحدهم يعرفون نوعية وجودة كل سيارة أما المشترون فيعرفون فقط احتمال شراء سيارة رديئة أمام كل هذا يقترح المشترون سعرا متوسطا تجنباً لدفع سعر مرتفع في حال كانت السيارة المشتراة رديئة.

يرجح سعر الشراء بين الصنف الرديء والجيد، فإذا كان عدد سيارات الصنف الرديء أكبر فإن السعر يسحب إلى الأسفل ما يؤدي لخروج السيارات الجيدة من السوق وبقاء السيارات ذات الصنف الرديء، في ظل كل هذا يخنفي السوق تماما.

أما إسقاط نظرية عدم تماثل المعلومة على مجال تمويل المنشأة فيعود إلى كل من Majluf و Mayers حيث قدّما سياسة التمويل عن طريق التدرج في مصادر التمويل، وبيننا أن المؤسسة عند قيامها بإصدار أسهم لتمويل مشروع معين في ظل عدم تماثل المعلومة بين المؤسسة والمساهمين الجدد فإن أسهمها تتأثر بانخفاض قيمتها، ويعود هذا إلى عجز المساهمين الجدد على تقدير المدودية الفعلية للمشروع وهو ما يؤدي بهم إلى تقدير الأسهم بقيمة أقل انطلاقاً من تأثير ظاهرة حالة عدم تماثل المعلومة على قيمة المؤسسة، و ترفض الإدارة

⁽¹⁾ مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين محددات السلوك الإداري وتكلفة الكفالة للملكية ومدى تأثيرها بالأداء، دراسة حالة العراق، المجلة العربية للمحاسبة، جامعة القادسية ديسمبر 2013، العدد الثاني، المجلد 16 ص 112.

⁽²⁾ العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2011، ص 55.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

الخوض في مشاريع حتى وإن كانت لها قيمة حالية صافية موجبة وذلك بسبب حصول المساهمين الجدد على حصة كبيرة من قيمة المؤسسة على حساب المساهمين القدامى، كما يمكن إرجاع ذلك الرفض إلى افتراض أن الإدارة تعمل وفقاً لما يتماشى وأهداف المساهمين القدامى ولكي تحقق الإدارة المشروع دون المساس بثروتهم يجب عليها أن تتدرج في مصادر التمويل بدلا من المصادر الخارجية، وإذا لجأت إلى هذه الأخيرة يجب أن تبدأ بالديون بدلا من إصدار أسهم جديدة، أمام كل هذا فالواقع يشير بأن السوق تطبعه حالة من عدم تماثل المعلومات، فالمعلومة الصحيحة ليست في متناول كل المتعاملين وإنما هي حكر لدى البعض منهم وهذا على عكس السوق الفعال الذي تتوفر فيه المعلومات لكل المتعاملين بدون تكلفة.

إن حالة عدم تماثل المعلومات تكون أكبر لدى المنشآت الشابّة التي تكون في مراحلها المبكرة إضافة إلى المنشآت الابتكارية، ويعود هذا لحداثتها وتختلف نظام معلوماتها وكذا انعدام التاريخ المالي لها، كل هذا يؤدي إلى فشل علاقة التبادل بسبب حالة عدم تماثل المعلومة بين المستثمرين والمؤسسات ما يبرر امتناع الممولين تمويل المشاريع ويعطي الشرعية لظهور الوسيط المالي الذي يقدم لعرضي الأموال المعلومات عن جودة طالبي الأموال ما يمكن من حدوث التبادل.

يعتبر تدخل المخاطر برأس المال ضروري حيث يرسل إشارات في السوق تمكن من معرفة جودة المنشأة الممولة، لذلك تظهر نظرية الإشارات كحالة خاصة لعدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية للمؤسسة وأطرافها الخارجية.

1 - 2 - نظرية الإشارات : تهتم نظرية الإشارات بالعلاقة بين الأفراد المطلعين بشكل جيّد والمتمثلين

في المسيرين والأفراد وغير المطلعين بشكل جيد والمتمثلين في المساهمين والدائنين.

كما تهتم بالنماذج التي تدرس نظام التحفيز والعقوبات الذي يحرص الإشارات الجيدة لدى منشآتهم فقط، وتحليل وضعية التوازن الذي يميز فيها السوق دون إلتباس جودة كل منشأة.⁽¹⁾

إنّ أهم الإشارات التي تم دراستها هي هيكل رأس المال كأداة للإشارة، حيث يعتبر (S.ROSS) الرائد في هذه المقاربة، ويشير إلى أن أي تغيير في السياسة المالية يؤدي إلى تغيير المستثمرين للمؤسسة، و بالتالي تكون لدينا إشارة مرسلة إلى السوق المالي، ويمكن التطرق لهيكل رأس المال كأداة للإشارة من خلال

(1) محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2009، ص 52.

العوامل التي تؤثر فيه إلى (1):

1 - 2 - 1 - نظرية الإشارة وسياسة الاستدانة : من البديهي أنّ الزيادة في الاستدانة تزيد من خطر الأموال الخاصة وبالتالي فإن مسيري المؤسسات يبررون هذه الزيادة بإرسال إشارة للسوق بأن المؤسسة لديها القدرة على تسديد حجم الديون بدون أي صعوبة، أما في حالة أن المؤسسة ليست لها القدرة على تسديد ديونها فإنها ستعرض لعقوبات مالية ودائماً في ظل افتراض أن المسيرين لديهم معلومات مميزة في المستقبل.

أثبت (S.ROSS) أن المسيرين سيقومون بإيصال إشارة دقيقة بشرط أن يكون هامش الربح المحتمل تحصيله من إشارة خاطئة أكبر من العقوبة المسلطة.

1 - 2 - 2 - الإشارة بهيكل المساهمة : من البديهي أن يبيع المسيرون مساهماتهم في المؤسسة هو إشارة سلبية بمعنى أن لديهم معلومات داخلية تدل على أن قيمة التدفقات المستقبلية في ظل مخاطرة معينة ستكون أقل، مما هو متوقع و العكس في حال ما إذا قام المسيرون بالزيادة في مساهماتهم وخاصة إذا تم ذلك عن طريق الاستدانة الخاصة أي أنها إشارة جدّ إيجابية بالنسبة للسوق المالي.

1 - 2 - 3 - سياسة توزيع الأرباح كأداة للإشارة : يعمل المسيرون على إعطاء الصورة الحسنة للمؤسسة، فالمؤسسة القوية أو ذات المردودية العالية تبحث على كل الوسائل والسياسات التي تحسن من صورتها مقارنة بتلك المؤسسات التي تفتقد إلى تلك الوسائل، ومن بين هذه الوسائل نجد سياسة توزيع الأرباح، حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهو إشارة على مردودية المؤسسة المرتفعة والعكس صحيح، أما إذا حدث انخفاض في نسبة الأرباح الموزعة فعلى المسيرين أن يقوموا بإقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة لأسباب ما وستزول في الأجل القريب.

وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح تشكل عامل معلوماتي مميز يستعمله المسيرون لإقناع المستثمرين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقية.

كما سبق يمكن تبرير شرعية رأس المال المخاطر من خلال الدور الكبير الذي يقوم به المخاطر برأس المال كوسيط مالي يعمل على تقليص مخاطر عدم تماثل المعلومة (مخطط الأعمال قبل المساهمة، والتقارير المحلية أثناء المساهمة، إضافة إل تواجده في مجلس الإدارة)، يبقى أن نشير إلى أن فهم دور المخاطر برأس المال يقتضي التمعن في دراسة العلاقة التي يتوسطها بين المستثمرين وأصحاب المشاريع.

(1) شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارات في الرفع من كفاءة الأسواق المالي، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010، جامعة سطيف، ص 145-147..

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

2 - العلاقة مستثمر - مخاطر برأس المال - مبادر : سبق أن أشرنا لشرعية رأس المال المخاطر، من خلال الدور الذي يلعبه المخاطر برأس المال بين المستثمرين وأصحاب المشاريع الممولة (وساطة مالية مزدوجة)، إلا أن هذه العلاقة ينتج عنها صراع مصالح، يتم تناول كل هذا ضمن نظرية الوكالة.

2 - 1 - نظرية الوكالة : نتيجة لتعارض المصالح بين الإدارة والمالكين، وبقيّة أصحاب المصالح في الشركة، وعلى وفق مبدأ الاختيار العقلاني الذي بموجبه يحاول كل طرف تعظيم منافعه الخاصة، جاءت نظرية الوكالة كحالة لحل مشكلة تعارض المصالح والمنافع وذلك بالاعتماد على حل العقد، حيث ينظر للمؤسسة على أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في الشركة من شأنها الحد من سلوك الإدارة بتفضيل مصالحها الشخصية على مصالح الأطراف الأخرى.

2 - 1 - 1 - مفهوم نظرية الوكالة : إن أبرز المفاهيم التي تستند إليها نظرية الوكالة تعود إلى الاقتصادي المعروف Adam Smith عند مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابه (ثروة الأمم)، أما أول من تناول نظرية الوكالة بهذا المصطلح فيعود إلى Jensen et Mekling وعرفوها على أنها : «تعاقد بين عدة أطراف وفيه المالك أو الأصيل أي (الموكل) يوكل أو يفوض أطراف آخرين (موكلين) من أجل تنفيذ مهام، وبالتفويض تصبح لهم سلطة القرار»⁽¹⁾ فهي عقد يلزم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الموكل أو المساهم) شخصا آخر (الوكيل أو المسير) من أجل القيام بأعمال باسمه، بما يؤدي إلى تفويض (الموكل الرئيسي) جزء من سلطته اتخاذ القرار للوكيل⁽²⁾.

كما وصفت نظرية الوكالة في المؤسسة بأنها : «مجموعة من العلاقات التعاقدية وأن وجود المؤسسة يتحقق من خلال واحد أو أكثر من هذه العقود الاتفاقية وأن عقود الاستخدام ما هي إلا أدوات لتخصيص الموارد و وصف الغرض من نشاط المؤسسة، وبالتالي يمكن دراسة سلوك المؤسسة عن طريق تحليل الخصائص العامة لعقود التوظيف الخاصة بها»⁽³⁾.

تهتم نظرية الوكالة بما يسمى تعارضات الوكالة (Agency Conflit) أو تضارب المصالح بين الموكل و الوكيل، و أن هذه التعارضات يمكن معالجتها عبر ما يسمى آلية حوكمت الشركات.

⁽¹⁾Jensen et Mekling, «Theory of the firm, Managerial, Behavior Agency cots and owner ship structure» journal of financial economics, vol 3, October 1976, p 5.

⁽²⁾Michael Jenstu et clifford smith, «stok holders, manager ad creditor interests, applications of agency theory, Harvard business school 1985, p 2..

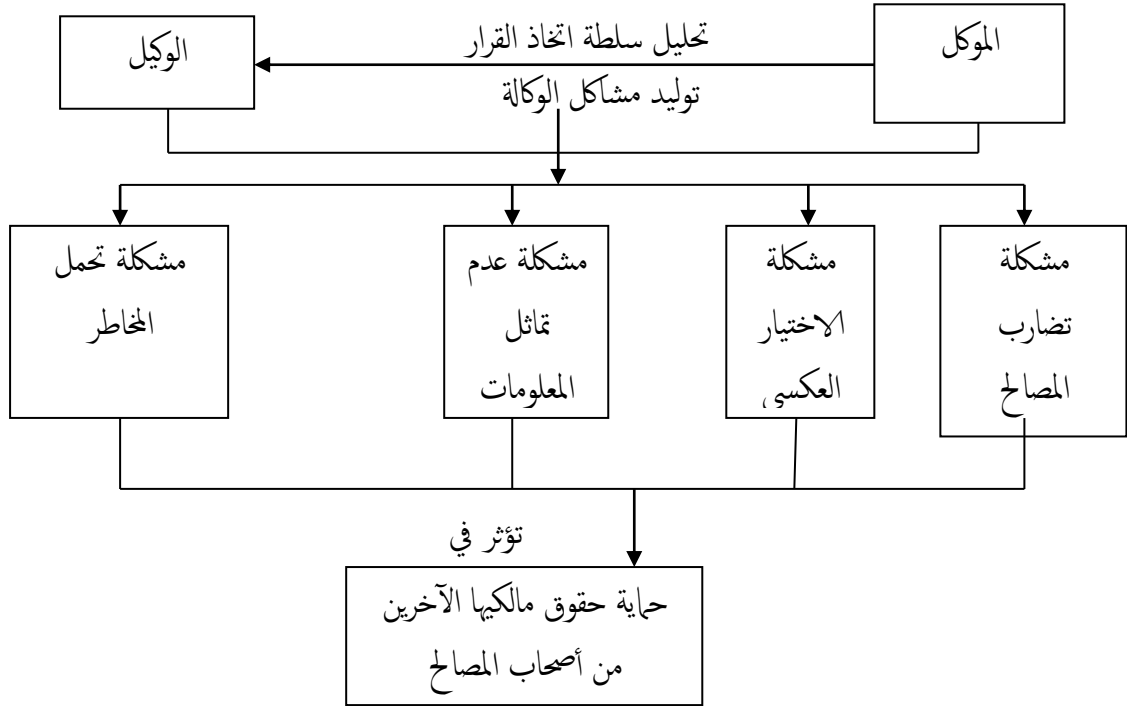
⁽³⁾ طارق عبد العال حجاد «حوكمت الشركات، المفاهيم، المبادئ، التجارب»، الدر الجامعية، مصر 2005، ص 7.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

إن الهدف الرئيسي لنظرية الوكالة هو توضيح كيف تصمم الأطراف المتعاقدة العقد لتقليل التكاليف المرتبطة به وتخفيض حدة التضارب في المصالح بين طرفي علاقة الوكالة محاولة ربط مصالحها بما يجعل الوكيل يعمل لمصلحة الموكل (الأصيل).

تعد نظرية الوكالة تعبيراً للعلاقة التعاقدية بين مجموعتين تتضارب أهدافها وهما كلا من الأصلاء (المالكين) و الوكلاء (المدراء) وتهدف نظرية الوكالة إلى صياغة العلاقة بين هذه المجموع بهدف جعل تصرفات الوكيل تنصب في تعظيم ثروة المالكين، ومن خلال هذه العلاقة تنشأ العديد من المشاكل لعدم وجود عقود كاملة والشكل الموالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (1-9) : مشاكل نظرية الوكالة



المصدر: ميسر، مرجع سبق ذكره، ص 34.

يتضح من الشكل السابق أن مشاكل الوكالة تبدو واضحة، إذ من خلال علاقة الوكيل مع الأصيل (الموكل) سوف تنشأ علاقة تعاقدية ونتيجة لعدم وجود عقود كاملة تنشأ مشاكل عدة سببها⁽¹⁾ :
- إنَّ مجرد ربط أداء المدراء بالربحية المتحققة أو المبيعات يعدّ بحدّ ذاته وسيلة لتحقيق الكثير من أهداف الوكيل دون تحقيق مصالح الأصيل.

(1) ميسر، رباب وهاب «دور المعلومات المحاسبية في تقييم الأداء الاستراتيجي في ظل مفاهيم نظرية الوكالة، دراسة ميدانية في عينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ص 34، 2009.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

- عدم معرفة الأسلوب أو الطريقة التي من خلالها يتمكن الأصيل أن يتابع تصرفات الوكيل سيجعل المدراء أكثر سيطرة من المالكين على شؤون الشركة.

2 - 1 - 2 - تكاليف الوكالة : تنشأ مشكلة الوكالة من خلال تعرّض الأصيل إلى خسارة نتيجة إخلاف الوكيل وعدم بذله العناية الكافية لتعظيم عائد الأصيل، حيث أنّ هذا الأخير لا يتوافر على أساليب الرقابة المباشرة لقياس مجهودات الوكيل، فإذا كان المسيرّ انتهازيا فإنه متمكن من الاستراتيجيات التي تسمح بتحييد مصالح المساهمين، فهم يبحثون عن الاستفادة من نقاط الضعف والثغرات في العقود، هذا السلوك الانتهازي ينجم عنه خلافات مما يؤدي إلى تحمل تكاليف الوكالة⁽¹⁾ حيث عرّف بازل (Basel) تكاليف الوكالة على أنّها⁽²⁾ «التكاليف الناجمة عن القيام بعملية تحويلية كتحويل الملكية من الأصيل إلى المسيرّ، فالترّج يأخذه المسيرّ هو تكلفة تحويلية أو تكلفة وكالة» وتمثل تكاليف الوكالة في⁽³⁾ :

- **تكاليف الإشراف :** وتسمى تكاليف المراقبة والتي يلتزم بها المساهمون من أجل تأمين الرقابة على نشاطات المسيرين للكشف وإمكانية منع تصرفات في غير مصالحهم، مثل تكاليف مجلس الإدارة، تكاليف الفصل بين وظائف الرئيس والمدير العام، وتكاليف إنشاء مجلس المديرين ومجلس الرقابة.

- **تكاليف الالتزام :** ويطلق عليها تكاليف الإخضاع، تتعلق بالمسيرين والموجهة لوظيفة تشكيل إنذار إيجابي للعمل وفق المصالح المحددة من طرف المساهمين مثل : شراء الأسهم العادية للشركة من طرف المسيرين بهدف وضع مصالحهم الشخصية في صف واحد مع مصالح المساهمين.

- **الخسائر المتبقية:** المتعلقة بضياح الفعالية التي يهدف إليها المساهمون نتيجة تباعد المصالح مع المسيرين كالتخصيص السيئ للموارد والاختيار الاستراتيجي غير الأمثل والتي تدعى كذلك بتكاليف الفرصة البديلة. في ظل ما سبق يمكن أن نشير بأن نظرية الوكالة تعتبر تربة خصبة لتناول العلاقة مستثمر - مخاطر برأس المال - مبادر.

2 - 2 - العلاقة مخاطر برأس المال - مبادر : تأسست أهم الدراسات لفهم طبيعة العلاقة بين المخاطر برأس المال والمبادر تحت إطار نظرية الوكالة، حيث يمثل المسير بالوكيل والمخاطر برأس المال بالموكل،

⁽¹⁾ كنوش عاشور، نبيل حادي، التدقيق القانوني كأداة لتسيير الوكالة في الشركة، المنتدى الدولي العلمي حول : «Gouvernance d'entreprise, Ethiques des affaires et responsabilité sociale de l'entreprise», Tlemcen les 5 et 6 Décembre 2007.

⁽²⁾ هشام سفيان صلواتشي «تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمدخل لتطبيق الحوكمة وتحسين الأداء، دراسة حالة مؤسسة جيتوب، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، جامعة البليدة، 2008، ص 29.

⁽³⁾ Jérémy, Morvan «La Gouvernance d'entreprise managériale, positionnement et rôle des gérants de fonds socialement responsable», Thèse pour le doctorat nouveau régime en science de gestion, université de Bretagne occidentale 29 novembre 2005, p 34-35.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

إضافة إلى أن المخاطرون برأس المال يمتلكون أدوات مناسبة لتقليل مخاطر عدم تمثل المعلومة مقارنة بالتمويل البنكي، كما أن صراع المصلحة والمنفعة بين الطرفين يتم حلّه من خلال العقد.

أشار Stephany إلى عديد العوامل التي تشكل هذه العلاقة :

- عدم الأكادة، يتم ترجمتها بعدم تماثل المعلومة حيث أن كل طرف يمتلك خاصية تسمح له بالمناورة لتعظيم منفعته مع الأخذ بالاعتبار محدودية الفهم والمعلومات التي تسمح بتقدير الخيارات.

- العقد الموضوع بين الطرفين يشجع الوكيل للتصرف والعمل لصالح الموكل.

- إنّ النظر من زاوية نظرية الوكالة يخلص إلى أنّ تعارض الأهداف بين الطرفين يبقى كامنا غير ظاهر.

يشير أيضا إلى أن طبيعة هذه العلاقة تتأثر بخصوصية المشاريع التي تستهدف هذا النمط التمويلي والتي

تتمثل في الأساس كونها مشاريع شابة أي في مراحلها المبكرة، إضافة إلى أنها تمثل مشاريع إبتكارية وصغيرة ومتوسطة غير مدرجة في البورصة ومستقلة عن مجمع، إضافة إلى أنها عادة ما تكون إبتكارية وقدرة تمويلها الذاتي غير كافية ما يجعلها تحتوي على مخاطر كبيرة تحول وتعيق حصولها على التمويل البنكي لغياب الضمانات المادية المطلوبة من جهة ومخاطر عدم أكادتها من جهة أخرى، ما يفسر طلبها التمويل من شركات رأس المال المخاطر، ويوضح أيضا تأثيرها على العلاقة مخاطر برأس المال - مبادر من حيث القرار التمويلي المتخذ من شركات رأس المال المخاطر وطبيعة الصراع الذي تخلفه خصوصية هذه المشاريع بين مخاطر برأس المال - مبادر بالمشروع.

2 - 2 - 1 - حالات الصراع المنفعة بين المخاطر برأس المال والمبادر بالمشروع : تنشأ بين المخاطر

برأس المال والمبادر بالمشروع عديد الصراعات، حيث يسعى كل طرف إلى تعظيم منفعته ومصالحه ويمكن أن نشير إلى أن أهم حالات الصراع تتمثل في حالة الاختيار العكسي وحالة الخطر المعنوي، كل هذه الصراعات تعود بالدرجة الأولى لحالة عدم تماثل المعلومة الذي يميز العلاقة مخاطر برأس المال - مبادر بالمشروع.

2 - 2 - 1 - حالة الاختيار العكسي : تطرح حالة الاختيار العكسي في مرحلة تقييم واختيار

المشاريع الممولة، وهذا في حالة قيام المخاطر برأس المال بتقديرات خاطئة حول إمكانيات واحتمالات تطور المشروع.

إن المبادرين يمتلكون معلومات أكثر حول المشروع، على عكس المستثمرين المحتملين، وهذا من منطلق

مدخل أفضلية المعلومات وأيضا كفاءة الطرف الآخر أي المخاطر برأس المال في ميدان ومجال يتقنه قليلا أو بشكل سيء (خصائص محيط السوق، الجوانب التقنية للمشروع).

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

إنَّ إشكالية الاختيار العكسي ترتبط أساساً بقطاع نشاط المشروع الممول، ومرحلة تطوّر المشروع، نوعية المعلومة المقدمة من المبادر لأجل تقييم إمكانية تطور المشروع.

إنَّ ظاهرة الاختيار العكسي تفسّر أيضاً محدودية الأموال المستثمرة في المشاريع الشابة و الابتكارية. لا يمتلك المخاطر برأس المال أي أفضلية للحصول على المعلومات بالنسبة للأطراف الأخرى أي المبادرون يطرحون معلومات غير كافية لمشروعهم، هذا ما يؤدي بعدم تقديم المخاطرون برأس المال للأموال ما يحول هذا في تمويل المشاريع ذات المخاطر العالية.

على عكس ما سبق، يرى Chan⁽¹⁾ بأن المخاطر برأس المال يعمل على تقليص خطر الاختيار العكسي في سوق رأس المال المخاطر، حيث برّر هذا بالدور الذي يلعبه المخاطرون برأس المال كمنتج للمعلومة الحبيزة (المخاطرون برأس المال يختارون المشاريع بشكل جيّد لأن لهم أفضلية الحصول على المعلومة مقارنة بالأطراف الأخرى).

حسب Desboieres، يمتلك المخاطرون برأس المال كفاءات خاصة تمكنهم من الوصول إلى تقليص خطر عدم تمثّل المعلومة، من خلال تقييم مباشر للمشروع الممول بالاعتماد على وضع ميكانيزمات وآليات مراقبة مناسبة وملائمة.

إنَّ تمويل المشاريع الشابة سواء إبتكارية وصغيرة ومتوسطة عن طريق وسيط رأس المال المخاطر، يسمح بحل مشكل عدم تماثل المعلومة بين المستثمرين المؤسساتيين والمشاريع الاستثمارية الشابة لأنه يمكنه من اختيار المشاريع بطريقة حذرة وماهرة وأيضاً توريد المعلومة الموثوقة حول المشروع.

2 - 1 - 2 - حالة الخطر المعنوي : تنشأ حالة الخطر المعنوي بعد منح التمويل من قبل المخاطر برأس المال حسب Roberts et Milgrom⁽²⁾ هذه الحالات يمكن وضعها وترجمتها بانتهاز فرص خلف العقد، تتولد كون بعض الأعمال المطلوبة بواسطة العقد غير ظاهرة بشكل واضح ومباشر، يمكن الإشارة إلى أهم حالات الخطر المعنوي من خلال الآتي :

- قوة المسيرين : هذه المخاطر تتأقّى عندما يرتبط أداء المشروع الممول بشكل مباشر بمستوى و قوة و جهد المبادرين بعد منح التمويل من قبل المخاطر برأس المال.

⁽¹⁾Chan Y.S, On the positive role of financial intermediation allocation of VC in a Market with imperfect information, the journal of finance vol. 38 N° 5 pp 1543-1561, 1983.

⁽²⁾Milgrom G., Roberts J., «Economie, organisation et Management» De Bock Edition, 1997.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

إنّ المؤسسة الابتكارية في طور النمو بطبيعتها تكون غامضة، في حالة الفشل من الصعب تفسير هذا الفشل، هل يعود إلى المبادر أو متأتية من المحيط.

- **مميزات غير مالية** : المبادرون يمكنهم الأخذ بأفضلية أو مميزات غير مالية وهذا لأجل منافع شخصية، هذه الحالة تخيف مصالح المخاطرين برأس المال.

حسب Adam و Farber⁽¹⁾ هذا الشكل من الصراع تنسم به المشاريع الابتكارية لسببين : الأول الإتفاق على العاملين يمثل قيمة جدّ هامة من الإنفاق على البحث والتطوير، مصالح ومنافع الباحثين التي يتضمنها المشروع يمكن أن تعارض المستثمرين الخارجيين في الهدف الموحد المتمثل في خلق القيمة.

- **سياسة استثمارية غير مثلى** : هذا المشكل يرتبط بالحجم الأمثل للمشروع الممول في إطار عدم تماثل المعلومة لرأس المال المخاطر.

في حالة التمويل بالديون، يقدم المخاطر برأس المال الأموال للمؤسسة في شكل سندات قابلة للتحويل، في هذه الحالة يقدم المبادرون على تقليص حجم المشروع من خلال تقليص استثمارهم الخاص.

أما في حالة التمويل بالأموال الخاصة الخارجية، تكون المسؤولية محدودة بالنسبة للمبادرين، حيث يعتبر المساهمون الخارجيون هم الأساس في تحمل الخسائر، مما ينطوي بان ينظر المبادرون في الاستثمار في مشاريع أكثر خطورة أو المحاولة في الإفراط في الاستثمار.

- **فهم خطر المبادرين** : هذا الخطر ينتج بسبب عدم احترام المبادرين لالتزاماتهم التشاركية مع المخاطر برأس المال والمتضمنة في العقد بوضعهم لسياسة أكثر خطورة.

أمام تنوع أشكال الصراع المحتمل بين المخاطر برأس المال والمبادر بالمشروع، يقدّم المخاطر برأس المال عديد الميكانيزمات للمراقبة والتحفيز قانونية (تعاقدية) وغير قانونية للحد من أثر هذا الصراع.

تصميم العقد هو إجابة لحالات مخاطر الصراع وعدم تماثل المعلومة، العقد يمثل مجموع البنود التي تحمي مساهمة المخاطر برأس المال من جهة وتنظيم خروجه من جهة أخرى من المؤسسة الممولة.

يشترك العقد في الجمع بين آليات المراقبة والتحفيز.

⁽¹⁾ Adam, Farber, «Le Financement de l' innovation Technologique», théorie économique et expérience européenne , ULB, Repository 2013, p1402.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

2 - 2 - 2 - ميكانيزمات تسيير الصراعات بين المخاطر برأس المال والمبادر : ينظم العقد العلاقة بين المخاطر برأس المال والمبادر بالمشروع ويحاول أن يجعل الوكيل أي المبادر المسير يعمل لمصلحة الموكل أي المخاطر برأس المال، كما ينظم العقد العلاقة بين الطرفين خلال مختلف المراحل التي يمر بها التمويل، سواء خلال مرحلة التقييم والتي يحدد العقد خلالها شروط الدخول لرأس مال المنشأة ومواعيد التقارير المالية وعدد مناصب المخاطر برأس المال في مجلس الإدارة، كما يمكن العقد من تنظيم التعايش بين الطرفين في مرحلة المساهمة ويحدد إستراتيجية الخروج من رأس مال المنشأة عند مرحلة التخارج، إلا أن الإخلال ببعض بنود العقد من الجهتين أي من الطرفين يبقى وارداً، هذا ما ينتج عنه تكاليف الوكالة والتي سبق ذكرها.

تمثل تكاليف الوكالة في ميكانيزمات تسيير الصراع بين المخاطر برأس المال والمبادر بالمشروع والتي تجمع بين آليات الرقابة والتحفيز أي السعي وراء جعل الطرفين يعملان لمصلحتها المشتركة، المتفق عليها، ويمكن الإشارة إلى أهم الآليات المسخرة لتسيير الصراع بين الطرفين من خلال الآتي :

2 - 2 - 2 - 1 - اختيار الأوراق المالية الهجينة : يقدم المخاطرون برأس المال على اختيار الأوراق المالية الهجينة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم ممتازة أو عادية و يقدمون على التحويل إذا كانت النتائج المحققة تتطابق مع الأهداف المرجوة، ولا يقومون بالتحويل في الحالة العكسية.

2 - 2 - 2 - 2 - المطالبة بمناصب في مجلس الإدارة : يطالب المخاطرون برأس المال بمناصب في مجلس الإدارة وهذا للمشاركة في مراقبة المسير واتخاذ القرارات المثلى.

2 - 2 - 2 - 3 - التمويل عبر عدة أدوار تمويلية : يقوم المخاطرون برأس المال بتوزيع المبلغ الموجه لسد الحاجة التمويلية للمنشأة على عدة أدوار، حيث أنه في حالة عدم تحقيق الأهداف المرجوة وعدم التوافق مع المبادر، يقوم المخاطر برأس المال بالامتناع عن تمويل المرحلة الموالية أو الدور الموالي.

2 - 2 - 2 - 4 - السمعة : يرسل دخول المخاطر برأس المال في رأس مال المنشأة الممولة إشارات جد إيجابية للمحيط المالي خاصة البنكي.

2 - 2 - 2 - 5 - كيفية الخروج المتوقعة : من أهم المخاطر التي تؤرق المبادرين بالمشاريع هو المحافظة على السيطرة والأغلبية في أسهم منشأتهم، حيث تعتبر كيفية الخروج المتوقعة محفز للمبادر على العمل على تحقيق مردودية أكبر وخلق القيمة، مما يحفز المخاطر برأس المال على الخروج للاستفادة من الأرباح الرأسمالية، ويعيد للمبادر حق السيطرة الكلية على منشأته.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

2 - 3 - العلاقة مستثمر - مخاطر برأس المال : تعتبر نظرية الوكالة الإطار الذي يتم من خلاله تناول العلاقة مخاطر برأس المال - مستثمر، إنّ تحليل هذه العلاقة وفهم طبيعة صراع المصالح والمنفعة يكون من خلال حل العقد.

يعتبر Sahlman من الكتاب الأوائل الذين قاموا بتحليل هذه العلاقة وفهم طبيعة الصراع بين الطرفين، حيث حلل Sahlman هذه العلاقة بالاعتماد على نظرية الوكالة، أين يكون المستثمر هو الموكل والمخاطر برأس المال هو الوكيل، فمن خلال هذه العلاقة يفوض المستثمر المخاطر برأس المال لتسيير الأموال مع الفصل بين الرقابة والملكية.

يشكل وجود العقد ضرورة ملحة وذلك للبنود التي يتضمنها فيما يتعلق بتسيير الأموال من قبل المخاطر برأس المال.

كل طرف يسعى لتعظيم دالة منفعته مما يؤدي إلى نشوب حالات صراع مصلحة بين الطرفين يمكن ذكرها في الآتي :

- تصرفات انتهازية من قبل مسير شركة رأس المال المخاطر عند تقييمه لمحافظ المساهمة.
- عدم أمثلية السياسة الاستثمارية المنتهجة.
- مطالبة المستثمرين بعائد كبير نظير خطر عدم سيولة استثمارهم الناتجة عن توظيف أموالهم لفترة طويلة (10 سنوات أو أكثر).

أمام كل هذا يمكن تقليل تكاليف الوكالة الناجمة عن النزاعات وصراع المصالح بين الثنائي مستثمر - مخاطر برأس المال من خلال وضع ميكانيزمات تحفيز ومراقبة، حيث يشير Sahlman⁽¹⁾ بإمكانية الحد من نزاعات الوكالة من خلال عقد يمزج بين (التحفيز، الوقاية، التصديق)، كذلك وضع هدف موحد بين الطرفين يخفض من نزاعات الوكالة كسعي الطرفين لتحقيق أكبر قيمة مضافة عند الخروج وذلك حسب نظام حوافز محدد (غالبا ما يمنح للمخاطرين برأس المال 20% من القيمة المضافة و80% لصناديق الاستثمار مع احتساب التكاليف).

⁽¹⁾W.A.S. Sahlman, The structure and governance of venture capital organization, journal of financial economics, vol. 2, 1990, pp 23-36.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

يضاف إلى ما سبق بعض ميكانزمات الرقابة التي يستخدمها المستثمرون كضرورة إفصاح مسيري الصندوق على حالة الصندوق واستثماراته سواء كل 3 أشهر أو 6 أشهر، فيما أشار (1) Gilson Black إلى الخروج كأحد آليات المراقبة الأقل كلفة، حيث يسمح للمستثمرين بتصحيح سيرورة استثماراتهم، واعتبر الكاتبان الخروج من بوابة البورصة يمكن المستثمرين من إجراء مقارنة بين توظيف أموالهم في رأس المال المخاطر وتلك التي تمنحها التوظيفات في أشكال تمويلية أخرى والمقارنة بين مردودية مختلف مؤسسات رأس المال المخاطر.

2 - 4 - قد نظرية الوكالة : إن تناول العلاقة بين مختلف الأطراف الرئيسية للتمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر في ظل نظرية الوكالة لا يعودوا إلا بناء نظري تشوبه بعض النقائص التي يمكن سردها في الآتي :

- مفهوم صراع المصالح بين مختلف الأطراف لا يجب أن يأخذ في معناه العدواني كما أخذته نظرية الوكالة، بمجرد أن المصالح غير متطابقة في علاقة لا يعتبر بأن أحد الفاعلين يبحث عن استغلال الآخر.

- تقص المنشأة الممولة إلى علاقات ما بين الأشخاص هذا ما يؤدي إلى انحلال كلي لمفهوم المنشأة نفسها.

- لا يمكن اعتماد الورقة المالية كجهاز حوكمة خاصة في العلاقة ما بين مخاطر - مسير، لأن تكلفتها عالية خاصة على المشاريع الشابة من جهة إضافة إلى أنّ المبادر بإمكانه أن يتحكم في حجم المشروع بناء على الخطر المحدق به، خاصة إذا كان التمويل بالسندات القابلة للتحويل.

- تعتبر نظرية الوكالة بأن العقد الحل لصراع المصالح والمنفعة بين مختلف أطراف العملية التمويلية برأس المال المخاطر، إلا أن العقد لا يمكنه أن يبنأ بمختلف أشكال الصراع.

- يُعتبر ترجمة عدم الأكادة إلى عدم تماثل المعلومات خاطئ لأن عدم الأكادة تعود في غالب الأحيان إلى عدم أكاده المنشأة الممولة في حد ذاتها، هذا ما يقتضي تسيير عدم الأكادة من خلال الاستناد إلى نظرية الخيارات الحقيقية.

3 - نظرية الخيارات الحقيقية : إنّ أهم ما يميّز استثمارات رأس المال المخاطر هو الدرجة العالية من عدم الأكادة التي تتسم بها ويعود هذا بالأساس إلى كونها عبارة عن مشاريع ناشئة أي في مراحلها المبكرة، إضافة إلى حجمها أي صغيرة أو متوسطة وكونها في الغالب تمثل مشاريع إبتكارية في قطاعات تكنولوجية أو تتطلب

(1) B.S/ Black, R.J. Gilson, Venture capital and the structure of capital markets, banks versus stock markets, journal of financial markets vol. 47 N° 3, 1998, pp 241-277, cite par Eric Stephany, op, cit, p 45.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

تكنولوجيا خلقها، كل هذا جعل الطرق التقليدية لتقييم القرارات الاستثمارية تنقف عاجزة أمام هذا النوع من المشاريع ما يعد معوقا كبيرا لشركات رأس المال المخاطر في اتخاذها للقرارات التمويلية.

لمواجهة حقيقة هذه الإشكالية قَدّم منظرو نظرية الخيارات الحقيقية حلولاً لشركات رأس المال المخاطر فيما يخص نمذجة القرار التمويلي، حيث انتقد منظرو القيم الحقيقية للنمو Amram و Kulatilaka 1999 الطرق الكلاسيكية المستخدمة لتقييم القرارات الاستثمارية وقدموا البديل الذي يقوم على⁽¹⁾:

- كل مشروع متسلسل والقرارات تتخذ في عدة أوقات عبر الزمن ؟
- كل مشروع مرّن، أي يمكن إعادة توجيهه في المستقبل بدلالة المعلومات المكتسبة ؟
- تعتبر عدم الأكادة المرتبطة بالاستثمار مصدر قيمة، لا تعتبر مرادف للخطر، لكن الاختيار بين عدة فرص، أي أنها تشترط المرونة.

يبدو جلياً أنّ القيم الحقيقية نقلت القيم المالية إلى المحيط الواقعي، ويتخذ القرار اعتماداً على المبدأ التالي : يعتبر الاستثمار في الفترة t بمثابة شراء خيار يمارس أولاً في الفترة $t+1$ وهكذا. هناك عدة أنواع من الخيارات لعل أبرزها خيارات النمو، حيث يعتبر المستثمر استثماره الحالي لا يمكن أّ يقيّم إلا بأخذ الاستثمارات المستقبلية التي يتيحها بعين الاعتبار، فهو يأخذ بعين الاعتبار خيارات النمو⁽²⁾.

تطبيق معايير القرار المستنبطة من نموذج القيم الحقيقية للنمو يدفع إلى التخلي عن الحذر، ويجعل الاستثمار في المراحل المبكرة أمراً عقلانياً، باعتبار ذلك شرطاً هاماً لإطلاق مسارات واعدة. رغم هذا فإن المخاطرين برأس المال لا يعتمدون كثير على الخيارات الحقيقية وهذا يعود إلى تعقيدها خصوصاً التعقيدات الرياضية وصعوبة تحديد معالم الإشكالية المطروحة وهو ما سنحاول أن نفصل فيه في المبحث الموالي عند تناول مراحل تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر.

(1)، (2) محمد السبتي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

المبحث الثالث : مراحل التمويل برأس المال المخاطر

بعد الإشارة إلى الإطار النظري لرأس المال المخاطر نقوم من خلال هذا المبحث بتناول مختلف مراحل العملية التمويلية برأس المال المخاطر، بداية بإعداد المبادر بالمشروع لمخطط الأعمال وتوجهه إلى شركة رأس المال المخاطر لطلب التمويل اللازم لمشروعه، وصولاً و انتهاءاً بخروج هذه الأخيرة من رأس مال المنشأة الممولة.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

1 - مرحلة ما قبل المساهمة : تعتبر هذه المرحلة مهمة للغاية، يتم من خلالها دراسة الملفات الخاصة بطلب الحصول على التمويل، وتمر هذه المرحلة بعدة مراحل فرعية تسبق المساهمة تمتد من استقبال الملفات المبادرة بطلب الحصول على التمويل من شركات رأس المال المخاطر وصولاً إلى اتخاذ القرار بالاستثمار في المنشأة المعنية.

1 - 1 - مرحلة التحليل الأولي : تقوم شركات رأس المال المخاطر خلال هذه المرحلة بالقراءة الأولية لمخطط الأعمال المقدم من قبل صاحب المشروع، حيث تخضع شركات رأس المال المخاطر لمخطط الأعمال المقدم لمعايير اتخاذ القرار التمويلي.

يؤثر المبادر بالمشروع بشكل كبير في قرار المخاطر برأس المال من خلال الإجراء العملي الذي يقوم به في إعداد أهم محاور مخطط الأعمال إضافة إلى المعلومات المنتظرة من قبل شركات رأس المال المخاطر.

1 - 1 - 1 - مرحلة المبادر بالمشروع : هي المرحلة التي يقوم خلالها المبادر بإعداد مخطط الأعمال وكذا تقييم مشروعه.

1 - 1 - 1 - 1 - مرحلة إعداد مخطط الأعمال : هو ملف يتم فيه عرض شامل للمشروع للحصول على التمويل، يقوم بإعداده صاحب المشروع أو المبادر أو مسيري المنشأة المترشحة للحصول على التمويل، عرّف Yon مخطط الأعمال على أنه⁽¹⁾ : «الأهداف المرجوة والوسائل المسخرة والنتائج المتوقعة للشركة الجديدة»، يقدم مخطط الأعمال النمو والتطور المحتمل للمشروع خلال 3 إلى 7 سنوات القادمة. أشار Battini إلى أن مخطط الأعمال يمثل⁽²⁾ : «الصياغة الكمية والنوعية لمشروع المنشأة»، أما بالنسبة لـ Veckery وGautier وBertoneche فمخطط الأعمال يمثل⁽³⁾ : «قاعدة العقد المعنوي للشراكة». بالنسبة للمؤسسة يمثل هذا المستند الخيارات الإستراتيجية التي تتوفر عليها المؤسسة وذلك بالرجوع إلى مختلف الوسائل التقنية والبشرية والمالية.

كما يتم التوضيح من خلال مخطط الأعمال سيناريوهات التطور الممكنة للمشروع ويجب أن يركز على التنسيق ما بين أهداف المسيرين والإمكانيات الحالية والمستقبلية للمؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار فرص المحيط الاقتصادي، بالنسبة للمستثمر يمثل أداة التفاوض مع مختلف المبادرين بطلب التمويل، يقدم مخطط الأعمال عديد الخدمات بالنسبة للمستثمرين، حيث أنه يساعد في اختيار المنشآت التي سيتم تمويلها ويساهم في تشكيل عقد التمويل (تقييم المشاريع الاستثمارية والشروط القانونية والمالية).

⁽¹⁾Eric Stéphane, La relation capital – risque pme, fondements et pratiques, ed. de Boeck, liège, 2003, p 105.

⁽²⁾Pierre Battini, capital risque, mode d'emploi, ed. organisation 3^{ème}ed, Paris, 2001, p78.

⁽³⁾ Eric Stéphane, op. cit, p 105.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

بالإضافة إلى هذا يعتبر مخطط الأعمال من الأدوات التي يستعملها المستثمرون لأجل الحد من خطر الاختيار العكسي، حيث أن المعلومات التي يتضمنها من شأنها أن تسمح بالتوقع الجيد والقراءة الجيدة لمشروع المنشأة من قبل شركات رأس المال المخاطر.

أوصت الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر EVCA بضرورة احتواء مخطط الأعمال على المعلومات

التالية :

- السيرة الذاتية للمؤسسين والمسيرين الرئيسيين.
- الإحصائيات المتعلقة بالمبيعات والأسواق.
- أسماء الزبائن المحتملين وتوقعات الطلب.
- معطيات متعلقة بأهم المنافسين وقياس قوتهم.
- المعلومات المالية الضرورية حول المشروع التي يستند إليها.
- معلومات حول البحث والتطوير.
- عمليات الإنتاج ومصادر التمويل.
- المواصفات الخاصة بالمصنع.
- مقالات مقتطعة من الصحافة حول القطاع.
- القوانين والنصوص التشريعية حول أمن المنتجات.

كما أشار Stephany إلى أن مخطط الأعمال يجب أن يساعد شركات رأس المال المخاطر على الإجابة

على مجموعة من الأسئلة :

- ما هو مشروع المنشأة ؟ ما هي الخصائص الابتكارية للمشروع ؟
- ما هي آفاق القطاع ؟ ما هي قوة المنافسين ؟ هل يوجد حواجز عند الدخول ؟
- ما هو عمل المؤسسة ؟
- من يدير المؤسسة ؟ ما هي قدرات التسيير ؟ هل المؤسسة تمتلك تجربة في المشروع الذي يستهدف الحصول على التمويل ؟

- هل يوجد توافق بين مشروع التطوير والوسائل المسخرة من قبل المؤسسة ؟

- ما هي التوقعات المالية للمؤسسة ؟

- ما هو مستوى التقييم لأجل الحصول على المساهمة ؟

- ما هي المدة المتوقعة لمساهمة شركة رأس المال المخاطر في المشروع ؟

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

- ما هو نوع الخروج المتوقع للمخاطر برأس المال من المؤسسة الممولة ؟
ويمكن التفصيل أكثر في المعلومات التي يتضمنها مخطط الأعمال من خلال الجدول الموالي :

جدول رقم (1-7) : أهم المعلومات التي يتضمنها مخطط الأعمال

المعلومات	المحاور	
يجب أن يتضمن معلومات تحفز المستثمر على الاستثمار في قراءة مخطط الأعمال ويتضمن المعلومات التالية (تاريخ الإنشاء، القطاع، المنتجات، الأسواق، التسيير، الأهداف المرجوة (الحصة من السوق، رقم الأعمال) التمويل، النسبة من رأس المال، المردودية المنتظرة).	الملخص العملياتي	1
عرض لأهم التطورات التي عرفتها المؤسسة وأساس المشروع : تطوير منتجات جديدة في نفس السوق، النمو الداخلي والخارجي.	المشروع	2
يعرض مختلف مكونات المحيط الاقتصادي في تطوراتها : الفرص والتهديدات الاقتصادية الكلية، قطاعات وفروع النشاط، حجم ونمو السوق، حواجز الدخول إلى القطاع.	المحيط الاقتصادي	3
على المبادر أن يقدم عرض عملي وشامل لتطورات السوق (الطلب، الزبائن، العادات الاستهلاكية، مكان الشراء)، العرض (هيكل العرض، التوجه الجغرافي)، المنافسة (من هم المنافسون ؟ حجمهم رقم الأعمال، صورة العلامة، نقاط قوتهم وضعفهم، ما هي إستراتيجيتهم الداخليون المحتملون للسوق)، المنتجات الإحلالية.	السوق	4
عرض شامل وكامل للمنتج أو الخدمة (المنتج واستعماله درجة الابتكارية، المميزات التنافسية التي يجلبها المنتج، حماية المنتج (براءات الاختراع، إنشاء تشكيلة من المنتجات).	السلعة/ الخدمة	5
يعرض المبادر أهم أهداف المشروع (الحصة السوقية المستهدفة)، الأهداف المالية (رقم الأعمال، مستوى المردودية، أهداف أخرى (صورة العلامة، تحفيز العمال).	الأهداف	6
على المؤسسة أن تشير بان الموارد البشرية والتنظيمية للمؤسسة قادرة على إنجاز مشروع التطوير: - تقديم فريق العمل والمساهمين والإداريين والمؤسسين. - وصف نوعية التسيير : معرفة القطاع - الكفاءات خارج المؤسسة - العضوية في شبكات البحث العلمي والشبكات التجارية.	الموارد البشرية والتنظيمية	7
ينظر المستثمر في هذا المحور إلى ما يلي : -مخطط الإنتاج، مخطط التسويق، وضع أسلوب جديد للتسيير (اللامركزية، التسيير بالأهداف).	المخطط العملياتي	8
وتتمثل أهم المعلومات المالية فيما يلي : الاحتياجات المالية، استخدامات الموارد المالية، مردودية المشروع المنتظرة (مردودية مالية، تقويم المؤسسة والقيمة المضافة المتوقعة مرفقة بالجدول المحاسبية والمالية والملاحق).	المخطط المالي	9

Source : Eric Stéphan, op.cit, pp 107-108.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

1 - 1 - 1 - 2 - مرحلة تقييم المشروع من وجهة نظر المبادر : بعد إعداد المبادر بالمشروع لمخطط

الأعمال يقوم بعدد الدراسات التقييمية القبلية لمنشأته والتي يمكن إنجازها في الآتي :

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

يمكن أن يستند إليها المبادر في تحديد القيمة الحقيقية للمشروع وهذا بهدف تقديم سعر نسبة مساهمة أكثر منطقي وحقيقي لشركات رأس المال المخاطر ويعتمد المبادرون على مجموعة من طرق التقييم لتحديد مجال التقييم والتي يمكن ذكر أهمها : طرق الذمة المالية، الطرق المقارنة، طرق تحيين التدفقات النقدية.

سنحاول الإشارة إلى مختلف هذه الطرق عند تناولنا لتقييم المنشأة من وجهة نظر المخاطر برأس المال (شركات رأس المال المخاطر) مع الإشارة بأن طريقة تحيين التدفقات النقدية هي الأكثر استخداما بالنسبة للمبادرين بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر لاستنادها على معطيات مخطط الأعمال.

1 - 1 - 1 - 2 - 2 - 1 - تحديد القيمة Premoney⁽¹⁾ : 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 المدرودية المنتظرة من الاستثمارات التوسعية التي يستهدف المبادر بالمشروع القيام بها في مرحلة التطوير، إن تحديد القيمة Premoney عادة ما يكون خلال طلب تمويل مرحلة النمو الأولي والتطوير.

1 - 1 - 1 - 2 - 3 - تحديد الرفع المالي الأمثل : يتم تحديد الرفع المالي الأمثل خاصة عند مرحلة

النمو والتطوير وليس مرحلة ما قبل الانطلاق، والانطلاق حيث يمثل الرفع المالي حسب Echert⁽²⁾ بأنه تمويل مرحلة تطوير المشاريع بالأموال الخاصة مما يؤدي إلى زيادة رأس المال الاجتماعي للمنشأة، أما الرفع المالي الأمثل فيمثل قيمة المساهمة المقترحة من قبل المبادر بالمشروع لشركات رأس المال المخاطر والتي تحميه من خطر تبيع مساهمته.

بعد انتهاء المبادر من إعداد مخطط الأعمال وتقييم منشأته يتجه إلى شركة رأس المال المخاطر، هذه الأخيرة تخضع مخطط الأعمال لمعايير اتخاذ القرار التمويلي.

1 - 1 - 2 - مرحلة المخاطر برأس المال : يقوم المخاطر برأس المال بإخضاع مخطط الأعمال لمعايير

اتخاذ القرار، كما تتحكم السياسة الاستثمارية المحددة من طرف مستثمري صندوق شركة رأس المال المخاطر

⁽¹⁾Karl Alexandre, Que vaut ma start up, édition Edipro, Belgique, 2013, p 53.

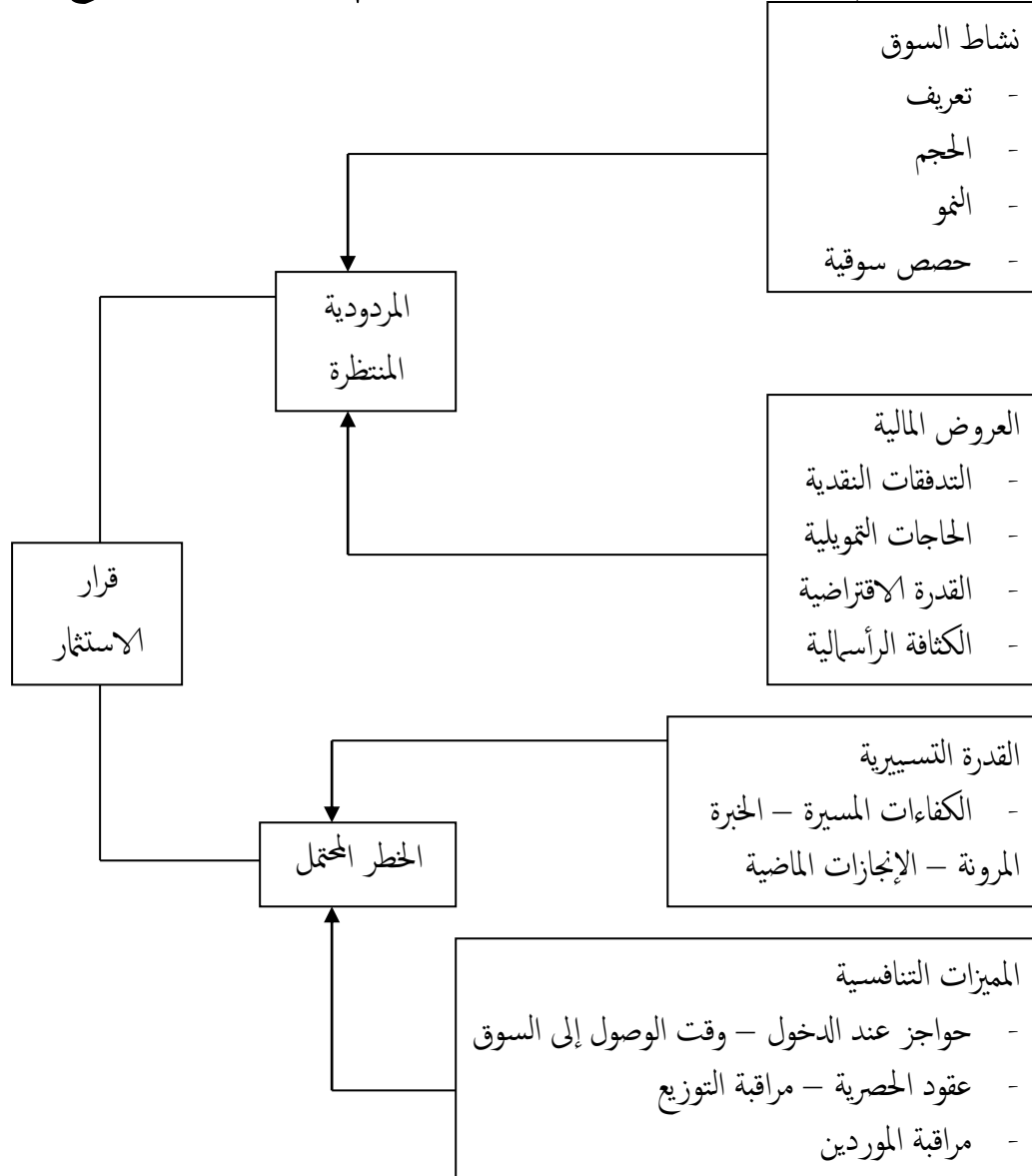
⁽²⁾M.M Eckert et Guigal, Le guide de levée de fonds, éditions ooreka, Paris, 2013, p 7.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

في اتخاذ القرار (حجم المنشأة، قطاع نشاطها، طور نموها، ...)، لكن يبقى المعيار الرئيسي الذي تعتمد وتشارك فيه جل شركات رأس المال المخاطر هو التحكم الكلاسيكي بين الخطر والمردودية.

يمكن الإشارة إلى أهم المعايير المعتمدة في التحكم لاتخاذ القرار التمويلي من وجهة نظر شركات رأس المال المخاطر من خلال الشكل الموالي :

الشكل رقم (10-1) : معايير المخاطر برأس المال لتقييم مردودية وخطر المشروع الاستثماري



Source : Frédéric Mascré et autres, Capital risque et valorisation de la recherche, AFIC, 2005, p 13.

يأخذ المخاطر برأس المال خلال هذه المرحلة فكرة أولية على المشروع، كما يقدم للمبادر إجابة أولية إما بالاستمرار أو بالانسحاب، ففي حالة موافقة شركة رأس المال المخاطر على الاستثمار يتم المرور إلى مرحلة مواءمة تسمى بمرحلة الدراسة المعمقة.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

1 - 2 - مرحلة الدراسة المعمقة : بعد الموافقة الأولية على مخطط الأعمال، ينتقل المخاطر برأس المال

إلى المنشأة المعنية لإجراء الدراسة المعمقة عليها، لا تتم هذه الدراسة إلا بإمضاء وثيقتين هما :

- اتفاق السرية (L'accord de confidentialité) : يحتوي على المعلومات التي تعتبر في غاية

السرية، يتم إمضاء هذه الاتفاقية حتى يسمح للمخاطر برأس المال بالإطلاع على هذه المعلومات السرية، كما يجب على المخاطر احترامها وعدم استعمالها إلا في دراسة العملية التمويلية وهي عبارة عن : معلومات صناعية، تقنية، قانونية، مالية ... الخ.

- خطاب النية (Lettre d'intention) : يعتبر خطاب النية أول وثيقة يصرح فيها المستثمر أي

شركة رأس المال المخاطر عن نيته الحقيقية في تمويل المشروع وبالتالي فإن إمضاء هذه الوثيقة يصعب من إمكانية انسحاب أحد الطرفين، وتتكون من عدة أجزاء أهمها :

- جزء يتعلق بالتعريف بالمستثمر المالي.

- جزء يتعلق بالتفاصيل الخاصة بالعملية التمويلية التركيب المالي، تقسيم المؤسسة وهي أهم الأجزاء في

خطاب النية.

- جزء يتعلق بعرض الحالات المشكوك فيها لإتمام عملية الاستثمار (ملخص خاص بنتائج العناية الوافية،

إتمام الوثائق القانونية ... الخ.

كما تعرف هذه المرحلة كذلك عمليات تحليل، مراجعة وتدقيق يطلق عليها بالعناية الوافية (Due

diligence) وهي عملية جدّ مكلفة، لذلك تتطلب هذه المرحلة اللجوء إلى أخصائيين في القانون، المالية،

المحاسبة ... الخ.

تعتبر عملية العناية الوافية أي التدقيق العام جدّ مكلفة بالنسبة للمخاطر برأس المال إذ تبلغ تكلفته من

3 إلى 5% من مبلغ الاستثمار المعني وتشمل عملية التدقيق كل من : دراسة الإستراتيجية، السوق، دراسة

صناعية، تقييم عقاري، مراجعة محاسبية، قانونية وضريبية، الإعلام الآلي، مراجعة الكفاءات ... الخ.

بعد الانتهاء من مرحلة الدراسة المعمقة، يتمكن المخاطر برأس المال بأخذ فكرة أكثر وضوحاً حول

المشروع مما يمكنه من تحديد قيمته.

1 - 3 - مرحلة التقييم المالي للمشروع : يعتبر التقييم المالي للمشروع من وجهة نظر المخاطر برأس

المال مسألة جدّ مهمة وصعبة في نفس الوقت ويعود هذا إلى كون أن المشاريع الممولة عن طريق شركات رأس

المال المخاطر هي عبارة عن مشاريع ناشئة أي في مراحلها المبكرة وغير مسعرة في البورصة، ما يترك المجال

لتقنيات التقييم المالي، التي وبالرغم من تعددها إلا أنها لا تصلح لهذا النوع من المشاريع.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

وفيما يلي عرض لأهم الطرق المستخدمة.

1 - 3 - 1 - المعدل الداخلي للمردودية : يعتبر المعدل الداخلي للمردودية بمثابة الحل للمفاضلة والاختيار بين المشاريع الاستثمارية الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، حيث يمثل معدل الخصم الذي يجعل القيم الحالية لكل من التدفقات النقدية والاستثمار المبدئي متساوية أي هو المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية معدوما.

ويتم حساب المعدل الداخلي للمردودية وفق العلاقة التالية :

$$TIR = \left(\frac{FV}{PV} \right)^{1/N} - 1$$

حيث :

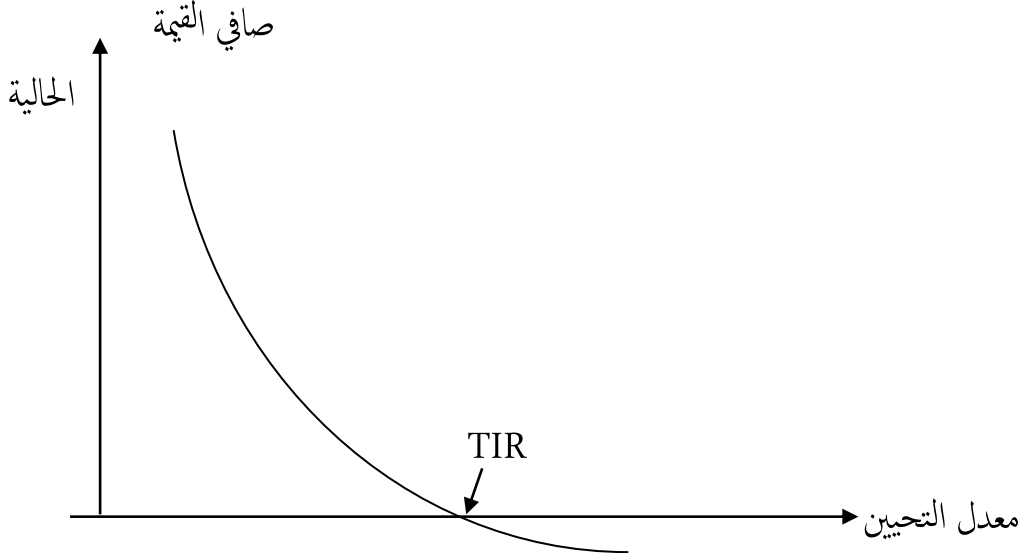
N : تمثل مدة الاستثمار بالسنوات.

PV : القيمة الحالية (مبلغ الاستثمار).

FV : القيمة المستقبلية عند الخروج.

والشكل الموالي يوضح العلاقة بين صافي القيمة الحالية والمعدل الداخلي للمردودية.

الشكل رقم (11-1) : العلاقة بين صافي القيمة الحالية والمعدل الداخلي للمردودية



المصدر : مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 2، 2012،

ص 129.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

ويمكن الإشارة أنه عند المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية يأخذ المخاطر برأس المال بأكبر معدل عائد داخلي، أما في حالة عدم المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، يقارن المخاطر برأس المال المعدل بمعدل العائد الداخلي الذي يطلبه المستثمرون في صندوق رأس المال المخاطر.

1 - 3 - 2 - طرق الذمة المالية : ينظر هذا المدخل إل تقييم المؤسسات من خلال صافي مركزها المالي، وذلك من خلال طرح إجمالي الخصوم المستحقة (الديون) من إجمالي الأصول. إن معدل الذمة المالية يعطي قيمة ثابتة للمؤسسات، ونمى وجود ثلاث طرق في تقييم المؤسسات من خلال مدخل الذمة المالية : الأصول الصافية المحاسبية والأصول الصافية المعدلة، ويطلق عليها أيضا الأصول الصافية المعاد تقييمها، إضافة إلى الأموال الضرورية للاستغلال.

نحاول أن نركز على طريقتين : الأصول الصافية المحاسبية وطريقة الأصول الصافية المعدلة، والتي نتميز من خلالها نوعين من وجهات النظر، حيث هناك من ينظر بأن القيمة الدفترية للمؤسسة تعبر بشكل كاف عن صافي مركزها المالي وهذا من خلال القيمة الدفترية للأصول والخصوم المستحقة، ما دام أنها تراعي التقادم أي الاهتلاك أو التبدل الذي تتعرض له مختلف عناصر الأصول، إلا أن هناك من يرى بأن القيمة الدفترية لا تعبر دوما عن القيمة الحقيقية لصافي المركز المالي للمؤسسات، وهذا يظهر جليا بالنسبة للأصول أكثر من الخصوم، وكمثال على ذلك قطعة أرض مثلا تحوزها المؤسسة قيمتها الدفترية 1000.000 دج إلا أن قيمتها السوقية تعادل 5000.000,00 دج، كما يمكن أيضا أن يكون لها أصل قيمته الدفترية معدومة، إلا أنها ما زالت تستغله، كل هذا يدل بأن المؤسسة لا يمكن أن تتنازل عن قيمة الأرض إلا من خلال قيمتها السوقية، نفس الشيء بالنسبة للأصول التي قيمتها معدومة والتي قيمتها الحقيقية تستمد أساسا من أهميتها في نشاط المؤسسة، الأمر الذي يستلزم تعديل قيم مختلف الأصول.

سبق وأن أشرنا إلى ثلاث طرق لتقييم المؤسسة من خلال الذمة المالية، سنحاول أن نلخص أهم طريقتين : هما طريقة الأصول المحاسبية الصافية والأصول الصافية المعدلة.

1 - 3 - 2 - طريقة الأصول المحاسبية الصافية : تتمثل منهجية التقييم في الاعتماد على القيم

الدفترية للأصول والخصوم واجبة السداد ومنه نحصل علي قيمة المؤسسة كآتي :

قيمة المؤسسة (الأسم، الأموال الخاصة) = إجمالي الأصول - إجمالي الخصوم المستحقة (الديون)⁽¹⁾.
تظهر أثناء عملية التقييم وفق طريقة الأصول المحاسبية الصافية عديد التعديلات، حيث لا يمكن الأخذ بقيمة الأصول والخصوم كما تظهر في المركز المالي للمؤسسة، ويتعلق الأمر أساسا باستبعاد الأصول غير

⁽¹⁾Patrice vizzavona, Evaluation des entreprises, éditions Berti, Alger, p4.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

الحقيقية المعروفة بالأصول الصورية من القيمة الإجمالية للأصول مع إضافة بعض العناصر إلى الديون كالضريبة على الأرباح وتوزيعات الأسهم والضريبة على مخصصات الخسائر الملقاة أو مخصصات الخسائر التي صارت واجبة السداد.

تعتبر هذه الطريقة مناسبة في تقييم المنشأة حديثة النشأة، إلا أن هذه الطريقة تعترضها عديد الانتقادات، أهمها أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الاقتصادية الحاصلة المرتبطة أساساً بعاملين هما: التضخم وكذا تقادم الأصول.

إضافة إلى أهمية بعض الأصول في نشاط المؤسسة بالرغم من القيمة الدفترية المدونة لها.

كل هذه الانتقادات حول طريقة الأصول المحاسبية الصافية جعل خبراء التقييم يقدمون طريقة أخرى تراعي النقص التي عرفتها طريقة الأصول المحاسبية الصافية وتمثل هذه الطريقة في الأصول الصافية المعدلة.

1 - 3 - 2 - 2 - طريقة الأصول الصافية المعدلة : تتم عملية التقييم وفق الأصول الصافية المعدلة

بنفس منهجية الأصول المحاسبية الصافية، حيث تحسب قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة من خلال طرح قيمة الخصوم المستحقة من إجمالي الأصول، إلا أن هذه الطريقة تراعي وتهتم بتغيرات القيمة الدفترية سواء بالارتفاع أو بالانخفاض أي تعديل هذه القيم.

إضافة إلى هذا تعتمد طريقة الأصول الصافية المعدلة على عديد التقنيات التي يتطلب استخدامها الأخذ بعين الاعتبار عوامل عديدة أهمها: الأسباب التي وجدت من أجلها عملية التقييم، نوع الأصل ووضعيته ومدى أهميته في نشاط المؤسسة.

هناك عديد الأعمال التمهيدية التي يجب القيام بها وتفرضها هذه الطريقة وتمثل أساساً في:

- جرد عناصر الأصول وبالأخص الاستثمارات والمخزون بغرض استبعاد كل من لم يعد صالحاً للاستعمال.

- يجب عدم الأخذ بالأصول المستأجرة حيث أنها لا تدخل في تكوين الأموال الخاصة للمؤسسة أي حق الملكية وإنما حساب قيمتها كأداة عمل.

- فحص وضعية الأصول من حيث تقادمها التقني ودرجة اهتلاكها لأن من الممكن كما سبق وأشرنا وجود أصول قديمة أداؤها أحسن من الأصول الجديدة، ما يعني ضرورة الأخذ بقيمتها الاستعمالية، كخلاصة لدخل الذمة المالية في تحديد قيمة المؤسسات، يمكن القول بأنها طريقة ساكنة لا تنظر لمردودية المؤسسة، كما أنّ استعمالها من قبل المخاطرين برأس المال يكاد يكون منعماً فهي لا تنظر للمستقبل ولا للحاضر ولا تجيب عن مخطط الأعمال المقدم من قبل المبادر بالمشروع.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

1 - 3 - 3 - طريقة تجميع التدفقات النقدية : تعتبر الطريقة الأكثر استخداما في تحديد قيمة المنشأة

الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، وذلك لأنها تستند على معطيات أي تقديرات مخطط الأعمال. تمثل منهجية التقييم في تحديد قيمة المنشأة من خلال التدفقات النقدية المستقبلية التي ستولد نتيجة نشاط المؤسسة في المستقبل، وتم هذه العملية أيضا بتعيين هذه التدفقات بمعامل تجميع (خصم)، إن معامل التجميع يراعى في حسابه المردودية المنتظرة والمخاطر المتوقعة أي احتمال الوصول إلى هذه المردودية أو لا من خلال مخطط الأعمال المعد من قبل المبادر بالمشروع للسنوات الثلاث إلى السبع القادمة، يتم حساب التدفق النقدي للاستغلال للمنشأة، بعد ذلك يتم طرح التغير التقديري في الاحتياج من رأس المال العامل لكل سنة ومجموع الاستثمارات السنوية الجارية الضرورية للسير الجيد للعملية الاستغلالية للمؤسسة، مضاف إليه الاستثمارات الإضافية الضرورية التي يتضمنها مخطط الأعمال.

يكون نتيجة هذا التدفق النقدي المتاح (free cash flow) والذي يحسب لكل سنة من خلال مخطط الأعمال، ثم يتم تجميعه بمعامل المخاطرة (معامل التجميع) وهذا يمثل التدفق النقدي المتاح المحيّن أي (Discounted cash flow).

ويتم استكمال هذه العملية بحساب القيمة النهائية وتكون القيمة النهائية في نهاية الثلاث أو السبع سنوات ثم يتم تجميعها بنفس معدل المخاطرة.

ويمكن توضيح كيفية حساب التدفق النقدي المتاح والقيمة النهائية من خلال الآتي :

التدفق النقدي للاستغلال = نتيجة الاستغلال قبل الأعباء المالية - الضريبة على الأرباح (على نتيجة الاستغلال) + الاهتلاكات.

التدفق النقدي المتاح = التدفق النقدي للاستغلال - التغير في الاحتياج من رأس المال العامل - الاستثمارات.

أما النتيجة النهائية فيتم حسابها كآتي :

التدفق النقدي المتاح لآخر سنة

القيمة النهائية =

(معامل الخصم - معدل النمو على المدى الطويل (g)⁽¹⁾)

إن مجموع التدفقات النقدية المستقبلية يجب تجميعها بمعدل يسمى معدل المخاطرة وللتوضيح أكثر نأخذ كمثال الاستثمار في مؤسسة تحتوي على مخاطر كبيرة، أكثر من توظيف الأموال في صناديق التوفير، هنا

⁽¹⁾Carl Alexandre Robyn, Que vaut ma start up, éditions Edipro, Belgique, 2013, p 148.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

يتضح بأن المستثمر يسعى للحصول على عوائد أكبر من توظيف أمواله في صناديق التوفير، لكن بالمقابل هناك احتمال عدم استرجاعه لكل أمواله، وذلك لأن سيولة استثماره غير مضمونة.

حساب معدل المخاطرة يجب توضيح المفاهيم التالية⁽¹⁾ :

- **معدل التحيين الخالي من المخاطر I:** عادة ما يتمثل في الفائدة المتحصل عليها من توظيف أموال لدى الدولة أي إقراض الدولة لمدة طويلة الأجل عادة 10 سنوات والتي تعتبر خالية من المخاطر، وينحصر مجال الفائدة المقدمة ما بين 4,5% و 5% للسنة.

- **المنحة البورصية IPM:** هي معدل الفائدة المضاف عن المعدل الخالي من المخاطر المنتظرة من قبل المستثمرين عند توظيف أموالهم في البورصة ويكون مجال هذا المعدل ما بين 4,5% و 5% للسنة، أي أن المعدل المنتظر من قبل المستثمرين يتمثل في :

$$IM = IPM + I$$

أي من 9 إلى 10%.

- **المعامل β Bêta:** هو معامل خاص بكل مؤسسة مدرجة في البورصة و يمثل مرونة قيمة أسهم المؤسسة بسوق رأس مالها ويوضح العلاقة الموجودة بين تقلبات القيمة البورصية لسهم المؤسسة وسوق رأس المال المدرجة فيه.

هذا ويدرج المعامل β عوامل خطر المؤسسة كديونيتها وهيكلتها أعبائها، أما بالنسبة للمؤسسات الغير مسعرة في البورصة فتحدد المعامل β يكون صعبا نوعا ما، لكن بالإمكان الأخذ بالمعطيات التي توفرها المؤسسات الشبيهة أو المؤسسات المدرجة في البورصة التي تنتمي إلى نفس المؤسسة غير المدرجة من حيث قطاع النشاط.

تجدد الإشارة أيضا إلى أن هناك بعض الاجتهادات من قبل مكاتب التدقيق الكبيرة التي قدمت مجالات المعامل β مقارنة بدرجة المخاطرة و يمكن توضيح كل هذا من خلال الجدول التالي :

⁽¹⁾Vincent Juguet et autres, Evaluation d'entreprises, édition Pearson, France, 2009, p 162.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

جدول رقم (8-1): مجالات المعامل β المستخدم بالنسبة للمؤسسات غير المدرجة في البورصة بالاعتماد على تقدير درجة خطرها

Bêta	تقديرات الخطر الخاص بالمؤسسة رهن التقييم
0,5 – 0,25	ضعيف جدا
1 – 0,5	ضعيف
1,5 - 1	متوسط
2 – 1,5	قوي
2,5 - 2	قوي جدا

Source : Vincent Juguet et autres, op. cit, p 163.

بإضافة المعامل β في احتساب معامل التحيين، تصبح العلاقة معامل التحيين على الشكل التالي:

$$I' = I + (\beta * IPM)$$

إن معامل الخطر الذي يتم حسابه سابقا يمثل العائد أو الفوائد المنتظرة من قبل مورد تمويلي واحد وهو الأموال الخاصة، لكن عند إعداد مخطط الأعمال بإمكان المؤسسة الاعتماد على موارد تمويلية أخرى مثل القروض البنكية.

إن طريقة تحيين التدفقات النقدية تدمج معامل فوائد القروض في حساب معامل الخطر والذي يصبح التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (CMPC) أمام كل هذا نصل إلى تحديد التكلفة الإجمالية لتمويل المؤسسة وذلك من خلال إدماج :

- معدل المدودية المنتظر من الأموال الخاصة والذي يمثل معامل المخاطرة المطبق على الأموال الخاصة

i'

- التكلفة المتوسطة الصافية أي بعد الضريبة للتمويل البنكي ويصبح لدينا العملية الحسابية التالية

لحساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال :

$$CMPC = \frac{(i' \times Vcp) + (id \times (1 - \text{taux IS}) \times Vd)}{Vcp + Vd}$$

حيث :

Vcp : قيمة الأموال الخاصة.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

Vd : قيمة الديون المالية.

Id : التكلفة الوسطية للديون المالية الصافية.

i' : معامل الخطر.

عند الانتهاء من تحديد كل التدفقات النقدية المتاحة والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، إضافة إلى القيمة النهائية تصبح قيمة المؤسسة كالآتي :

$$VE = \sum_{t=1}^N \frac{FCF}{(1+CMPC)^t} + \frac{VTn}{(1+CMPC)^N} - D$$

حيث:

FCF : التدفقات النقدية المتاحة للسنوات n.

CMPC : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

VT : القيمة النهائية.

D : الديون.

1 - 3 - 4 - الطرق المقارنة : تعتبر الطرق المقارنة من بين أهم الطرق التي يستخدمها المستثمرون

برأس المال وتمثل هذه الطريقة في مقارنة المنشأة محل التقييم مع منشآت مماثلة لها أي شبيهة، وذلك بغرض تحديد قيمتها، أي المنشأة محل التقييم ومقارنتها مع المنشآت الشبيهة.

إن منهجية هذه الطريقة تقوم على تحديد مضاعف التقييم والذي يتم حسابه من خلال عينة من المنشآت الشبيهة بالمنشأة محل التقييم وتكون هذه المنشآت مدرجة في البورصة.

ويمكن ذكر أهم الخصائص التي يجب أن تتوفر بها المنشآت الشبيهة مع المنشأة محل التقييم فيما يلي :

- نفس الخصائص القطاعية.

- نفس الخصائص الاستغلالية.

- مستوى المردودية.

- السياسة الاستثمارية.

من جهة أخرى يتمثل مضاعف التقييم فيما يلي :

$$\text{مضاعف التقييم} = \frac{\text{قيمة المنشأة}}{\text{العائدات}}$$

إنّ الطرق المقارنة تعتمد وتقوم على تقنية المضاعفات على المردودية أي على النتائج والعائدات والتي

يمكن ذكر أهمها في الآتي :

$$\frac{VE}{CA} , \frac{VE}{EBIT} , \frac{VE}{EBITIDA}$$

حيث :

VE : قيمة المنشأة.

EBITIDA : النتيجة قبل الفوائد والضرائب و مؤونات التدني و الإهتلاكات.

EBIT : النتيجة قبل الفوائد والضرائب.

CA : رقم الأعمال.

إن حساب المضاعف يتم بعدة طرق نحاول من خلال مثالنا الآتي توضيح كيفية حساب المضاعف من خلال استعمال الانحدار الخطي و المربعات الصغرى.

لدينا مجموعة من المنشآت محل التقييم، وتتمثل في المنشآت الشبيهة للمنشأة أ وهي المنشأة محل التقييم، وتتمثل المنشآت الشبيهة في : المنشأة ب والمنشأة ج، المنشأة د والمنشأة هـ، المنشأة و. يمثل الجدول الموالي ملخصا للمعطيات المختلفة عن مضاعفات التقييم للمنشآت الشبيهة والمنشأة محل التقييم.

الجدول رقم (9-1) : معطيات مختلفة عن مضاعفات التقييم للمنشآت الشبيهة والمنشأة محل التقييم

$\frac{EBIT}{CA} \%$	$\frac{EBITIDA}{CA} \%$	CA	VE/EBIT	VE/EBITIDA	VE/CA	المنشآت الشبيهة
8,6%	12,9%		10,8	7,2	0,90	المنشأة ب
1,7%	1,8%		5,9	5,5	0,10	المنشأة ج
12,1%	15,4%		9,6	7,5	1,2	المنشأة د
5,6%	10,9%		17,6	9,0	1	المنشأة هـ
4,6%	9,4%		2,5	6,1	0,6	المنشأة و
6,5%	10,1%		11,3	7,1	0,76	المعدل
8,6%	11,5%	25489 و. ن				المنشأة أ (N-1)

Source : Vincent Juguet, op. cit, p 153.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

من خلال معطيات الجدول السابق نحاول تحديد العلاقة الأولى بين المضاعف $\frac{VE}{CA}$ والذي يمثل y و $\frac{EBITIDA}{CA}$ والذي يمثل x وكذا العلاقة الثانية $\frac{VE}{CA}$ و $\frac{EBIT}{CA}$ من خلال معادلة الانحدار الخطي والمربعات الصغرى.

لكن قبل إيجاد معادلة الانحدار الخطي لابد من حساب معامل الارتباط للعلاقتين السابقتين حيث نجد معامل الارتباط للعلاقة الأولى جد عالي $r^2 = 0,9348$ ، أما معامل الارتباط للعلاقة الثانية $r^2 =$

$$0,7838$$

نأخذ بالعلاقة الأولى أي $\frac{VE}{CA}$ و $\frac{EBITIDA}{CA}$ نحصل على معادلة الانحدار التالية :

$$y = 8,0714 x - 0,0544$$

$$\text{حيث: } y = \frac{VE}{CA} \text{ و } x = \frac{EBITIDA}{CA}$$

لحساب قيمة المنشأة أ لابد من حساب المضاعف $\frac{VE}{CA}$ المعدل للمنشأة أ وذلك من خلال معطيات الجدول السابق كالآتي :

$$y = 8,0714 (11,5\%) - 0,0544$$

$$y = 0,87$$

أي أن مضاعف CA للمنشأة أ هو 0,87. ومنه قيمة المنشأة أ هي :

$$\text{قيمة المنشأة أ} = 0,87 \times 25489 = 22273 \text{ ن.}$$

في حالة وجود ديون ولنفرض أنها 10000 و. ن، تصبح قيمة المنشأة كما يلي :

$$\text{قيمة المنشأة (الأموال الخاصة)} = 10000 - 22273 = 12273 \text{ و. ن.}$$

1 - 3 - 5 - تقنيات قائمة على نظرية الخيارات : إنّ نظرية الخيارات الحقيقية تمثل لمهني رأس المال المخاطر الوسيلة الوحيدة لتكميم عدم الأكادة وكذا كل احتمالات الفرص المستقبلية، لا يمكن لمقاربة الخيارات الحقيقية أن تفهم بطريقة صحيحة إلا إذا تبني المحلل نمطا استدلاليا احتماليا، غير خطي ومستمر، الأمر الذي دفع إلى تطوير نماذج الخيارات المالية بداية من سبعينيات القرن الماضي من طرف Black Schooles و Metron، في هذا الإطار من التحليل الخيارات الحقيقية هي خيارات النمو، إذ أن الاستثمار في مشروع ابتدائي A هو شرط مسبق ضروري للاستثمار في مشروع لاحق حيث أن المستثمر يأخذه حصة في

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

المشروع A سيشتري حق الاستثمار في المشروع B آخذا في عين الاعتبار تطوّر المحيط ونجاح المشروع الأول⁽¹⁾.

ويمكن الإشارة إلى الصيغة الرياضية لـ Black و Schooles⁽²⁾:

$$V_{OA} = Cas \cdot N(d_1) - Pex e^{-Rsv \cdot T} \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \left(\left(\ln \left(\frac{Cas}{Pex} \right) + Rsv + 0,56^2 \right) T \right) / 6\sqrt{T}$$

$$d_2 = d_1 - 6\sqrt{T}$$

حيث :

VOA : قيمة خيار الشراء.

Cas : السعر السوقي للأصل تحت التعاقد.

$N(d_1)$: دالة كثافة القانون الطبيعي.

Pex : سعر الممارسة أو التنفيذ.

e : أساس اللوغاريتم النيبيري.

Rsv : معدل المدودية بدون مخاطرة.

T_2 : مدة حياة الخيار.

6^2 : تباين السعر السوقي للأصل محل التعاقد.

كما يشير Barneto et Cherif بأن الخيارات الحقيقية جلبت مزيج من المرونة، المعلومات والتحليل الاستراتيجي والتفوق المنهجي، حيث أنها أداة فعالة تساعد في اتخاذ القرارات، من جهة أخرى ووفق دراسة حول تطبيقات التقييم للمشاريع الاستثمارية من قبل المخاطرين برأس المال الفرنسيين Broye و Desbrieres يشيران إلى عدم معرفة هذه الطريقة من قبل المستثمرين نظرا

(1) محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة أ Finale، مذكرة ماجستير غير منشورة، 2009، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، ص 135.

(2) د. دادة عبد الغني، تقييم المؤسسات من منظور الخيارات Black Scholes نموذج 1973، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، جوان 2012، جامعة بسكرة، ص 320..

إلى الصعوبات و التعقيدات الرياضية في عملية التقييم بها⁽¹⁾.

2 - مرحلة التركيب المالي والقانوني : تستخلص شركة رأس المال المخاطر من مرحلة ما قبل المساهمة القرار التمويلي، فإذا وافقت على تمويل مشروع معين فإنها تنتقل إلى مرحلة التجسيد من خلال الشراكة التي تبدأ بمرحلة التركيب القانوني والمالي بين صاحب المشروع والمخاطر برأس المال.

2 - 1 - التركيب القانوني : يتم التركيب القانوني من خلال الإمضاء على عقد المساهمين واختيار الشكل القانوني للمنشأة الممولة.

2 - 1 - 1 - عقد المساهمين : حسب Paoli⁽²⁾ و De Lalande هو مستند يضبط طبيعة وكيفية العلاقة التي تربط بين مجموعة المبادرين ومجموعة المستثمرين، أي الوثيقة التي تنظم العلاقة بين المبادر بالمشروع والمخاطر برأس المال، تعتبر بنود هذا العقد سرية للغاية، حيث لا يرغب المستثمرين برأس المال معرفة الغير لعقودهم، كما أن له قيمة قضائية في حال النزاع بين طرفي الشراكة.

يحتوي عقد المساهمين على عدة بنود يمكن تقسيمها إلى مجموعتين هما :

- **البنود المتعلقة بالتنظيم ومراقبة تسيير المؤسسة :** وتشمل هذه البنود :

* بند الإبلاغ (الإفصاح) : المسير ملزم بتقديم معلومات وتقارير دورية للمخاطر برأس المال (ميزانية، جدول حساب النتائج .. الخ).

* بند الاستشارة المسبقة : المسير ملزم بالرجوع إلى المستثمر أي المخاطر برأس المال في حالة شروعه في اتخاذ قرارات هامة والتي من شأنها تحديد مصير المنشأة.

- **البنود الموجهة لتنظيم سلطات المستثمرين ذوي الأقلية :** تهدف هذه البنود لتنظيم السلطات بين المساهمين أصحاب الأقلية والمساهمين أصحاب الأغلبية، من خلال المساواة في بعض السلطات وكذا تنظيم عملية الانسحاب والخروج المتصل، وتنظيم الأولوية في الحصول على الأسهم في حالة بيع المنشأة، أما أهم بند فهو بند خطر تميع المساهمة والذي يتمثل في المحافظة على مساهمة أصحاب الأقلية من خطر تميع مساهمتهم في حالة القيام برفع رأس مال المنشأة وذلك من خلال إعطائهم فرصة للمشاركة في العملية.

⁽¹⁾Eric Stephany, La relation Capital risque, pme, fondement et pratiques, éditions de Boeck, Bruxelles, 2007, p 128-129.

⁽²⁾Eric Stephany, op. cit, p 132.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

2 - 1 - 2 - الشكل القانوني : يفضل المخاطرون برأس المال شركات المساهمة على باقي الأشكال القانونية، أما فيما يخص الشركات ذات المسؤولية المحدودة (SARL) فإن بعض المخاطرين برأس المال يقبلون الاستثمار فيها في بعض الأحيان، كحالات رأس المال البذري لكن شريطة تحويلها إلى شركة مساهمة.

إن التفضيل الواضح لشركة المساهمة يعود لمزاياها المتعددة والتي نذكر منها: (1)

- مراقبة أكثر فعالية للمساهمة.

- أكثر مرونة في التنازل عن الأسهم.

- القدرة على إصدار أوراق مالية خاصة (سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، قسائم الاكتتاب في أسهم

... إلخ)، لا يمكن إصدارها في الأشكال القانونية الأخرى وهذا حسب القانون التجاري لكل بلد.

2 - 2 - الترتيب المالي : خلال هذه المرحلة يتم تحديد شكل الأدوات المالية التي تستخدم في عملية

أخذ المساهمة في المنشأة الممولة وتمثل أساسا في الأسهم بمختلف أنواعها، إضافة إلى الأوراق المالية الهجينة.

2 - 2 - 1 - الأسهم : تمنح دخولا مباشرا في رأس المال وهي تمثل حق ملكية، يمكن الإشارة إلى

أهم الأسهم التي تستعمل في الترتيب المالي لرأس المال المخاطر من خلال الآتي :

2 - 2 - 1 - الأسهم العادية : هي مستند ملكية تمنح لصاحبها مجموعة من الحقوق مثل حق

تحويل الملكية لشخص آخر وحق الحصول على الأرباح التي توزعها المنشأة، وحق الإطلاع على دفاتر

الشركة وحق التصويت وحضور اجتماعات الجمعيات العمومية، وحق اقتسام أصول الشركة عند التصفية

وحق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة.

2 - 2 - 1 - الأسهم الممتازة : تمنح لحاملها حقوق إضافية، لا يتمتع بها صاحب السهم

العادي، والأسهم الممتازة يحصل أصحابها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من

أرباح الشركة، كم أنهم يتمتعون بأولوية في الحصول على نسبة من ناتج تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية

وبعد حملة السندات.

2 - 2 - 2 - الأدوات المالية الهجينة : تحتوي هذه الأدوات على بعض خصائص الأسهم وبعض

خصائص السندات للتذكير فإن السند عبارة عن مستند مديونية وتضم :

2 - 2 - 2 - 1 - السندات القابلة للتحويل : هو سند شركات غير مضمون يمكن تحويله باختيار

حامله إلى عدد معين من الأسهم العادية الخاصة بالشركة وعادة ما يعطى هذا النوع من السندات معدل

(1) محمد السنيتي، مرجع سبق ذكره، ص 142 .

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

فائدة أقل من أسعار الفائدة التي تمنحها السندات العادية لنفس فترة الاستحقاق وذلك بسبب ميزة التحويل التي يتمتع بها.

2 - 2 - 2 - أشكال أخرى للأدوات المالية الهجينة : يوجد أشكال أخرى للأدوات المالية

الهجينة مثل : السندات المسددة بأسهم ORA، و قسائم الاكتتاب في الأسهم BSA والأسهم ذات قسائم الاكتتاب في الأسهم ABSA والسندات ذات قسائم الاكتتاب في الأسهم OBSA.

3 - مرحلة الشراكة والخروج : تتجسد العملية التمويلية فعليا بانطلاق الشراكة بين المخاطر برأس المال و المبادر وتنتهي بالانفصال أي خروج المخاطر برأس المال من رأس مال المنشأة الممولة.

3 - 1 - الشراكة : لا تقتصر عملية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

على تقديم النقد فقط بل يتعدى ذلك إلى شراكة بين المنشأة الممولة والمخاطر برأس المال، ما يجعل هذه المرحلة تتسم أيضا بـ Monoloring أي المتابعة، حيث تقوم شركات رأس المال المخاطر بمتابعة نشاط المنشأة الممولة ومراقبة طريقة تسييرها وكذا تقديم الاستشارة لها.

إن طبيعة الشراكة يحكمها عقد المساهمين، حيث يسعى الطرفان إلى إنجاح المشروع وكذا تحقيق أهدافه خلال الآجال المحددة بينهما.

إن المحدد الرئيسي لنوع الشراكة هو مدى تدخل المخاطر برأس المال في تسيير المنشأة، لدى يوجد نوعين من الشراكة⁽¹⁾ :

- متابعة نشطة Hand on : وذلك بأن يكون المخاطر برأس المال في قلب الأحداث ويتجسد ذلك بحضوره الدائم في مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة وتكون له مشاركة فاعلة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية، كما أنه يلعب دور مفتاحيا ومحركا أثناء الأزمات، بحيث يمكن له أن يقوم بتعويض صاحب المنشأة.

- متابعة خاملة Hand of : يوصف تدخل المخاطر برأس المال في هذه الحالة بالنائم (Sleeping-Partner)، حيث تكون مشاركته إما ضعيفة أو منعدمة تماما بحيث لا يكون على اطلاع بالتطورات الحاصلة في نشاط المنشأة وبذلك لا يمكن الاعتماد عليه إطلاقا.

يرتبط نجاح الشراكة بين المخاطر برأس المال والمنشأة الممولة بالالتزام الطرفين ببنود العقد وكذا تعاونهما وتبادل الثقة بينهما، إلا أنه تظهر بعض النزاعات بين الطرفين نتيجة طغيان الأنانية وعدم العمل كفريق في اتخاذ القرارات المهمة، وتعود هذه النزاعات لبعض المشاكل مثل :

(1) بلغة ساهل زينب، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الصندوق الوطني للتأمين على البطالة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة 20 أوت سكيكدة، 2012، ص 131.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

- القيام برفع مالي من شأنه أم يبيع مساهمة أحد الطرفين.

- عدم تقديم التقارير المالية في الآجال المحددة.

- تباعد في الاستراتيجيات بين الطرفين.

- توقيت خروج المخاطر برأس المال لا يحظى بالإجماع.

3 - 2 - مرحلة الخروج : تمثل مرحلة الخروج بالنسبة للمخاطر برأس المال لحظة الحقيقة فهي

تسمح له بقياس إجمالي القيمة التي تم خلقها، تتوقف عملية خروج المخاطر برأس المال عن المنشأة الممولة على منطقتين، الأول مؤسس في العقد عند دخول المستثمر، أما الثاني فهو نتيجة المقاربة المالية المرتبطة بالعائد المنتظر على الاستثمار من قبل المستثمرين.

* **منطق تعاقدى** : إنّ خروج المخاطر من رأس مال المنشأة الممولة هو عقد رئيسي تمّ التحضير له خلال المفاوضات الأولية المرتبطة بالدخول في رأس المال⁽¹⁾، لكن المشكل الجوهرى الذي يواجهه المخاطر برأس المال هو توقيت الخروج، إن كيفية الخروج يمكن تنظيمها عند الدخول في رأس المال.

* **منطق مالي** : هناك عاملين يفسران نوع الخروج المنتظر من قبل المخاطر برأس المال :

- خصائص المؤسسة وطبيعة أصولها (قطاع النشاط، أهمية الأصول غير الملموسة ومرحلة النمو).

- فترة بقاء المستثمرين والتي تخضع بدورها لفرص الشراء وحالة السوق المالى، يشير Cumming et

Macintosh بأن فترة بقاء المستثمر تتوقف على أربعة عوامل هي⁽²⁾ :

- وجود بنود تعاقدية تحدد المستثمر.

- مرحلة النمو.

- لحظة وسيولة سوق رأس المال.

- وجود فرصة لإعادة شراء المساهمة (كمثال صناعى يقوم بشراء المساهمة ذات الأقلية من المخاطر برأس المال خاصة إذا كانت المنتجات أو المحتوى التكنولوجى للمنشأة بإمكانه أن يساهم في تطوير مؤسسته).
تعددت أشكال الخروج من رأس مال المنشأة الممولة بالنسبة للمخاطر برأس المال، سنحاول تناول أهمها من خلال الآتي :

* **الخروج الصناعى** : يقوم المخاطر برأس المال بالتنازل عن حصته لصالح مجمع صناعى أو شركة كبيرة.

⁽¹⁾Smith D.G, Control over exist in venture capital relationship, congré European financial management lugano, Juin 2001.

⁽²⁾Cumming D et Macintosh the extend of venture capital exists evidence from Canada and united states, working papers, University of Alberta.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

- * بيع المساهمة لمؤسسة مالية : تختص بعض شركات رأس المال المخاطر بتمويل مراحل معينة لنمو المنشأة، بإمكان المخاطر برأس المال التنازل عن مساهمته لصالح مؤسسة أخرى لرأس المال الاستثماري.
- * بيع المساهمة للمنشأة الممولة نفسها : أي بيعها للمبادرين أو بعض المسيرين.
- * الشراء بتعويض رأس المال : وهذا من خلال إهلاك رأس المال عن طريق الاقتطاع من الاحتياطات أو تخفيض رأس المال من خلال تخفيض رأس المال الاجتماعي.
- * الخروج عبر البورصة : يشير M. Cherif⁽¹⁾، إن الخروج عبر البورصة يعتبر المسلك الملكي بالنسبة للمخاطر برأس المال حيث يسمح بضمان سيولة المساهمة وتحقيق الأرباح الرأسمالية المنتظرة، كما يمكن المخاطر برأس المال من تقديم مكاسب للمساهمين في صندوق رأس المال المخاطر، وتجديد محفظة المساهمة، كما أن هذا المسلك يتطلب عديد الشروط التي تمثل أساسا في نوعية واستمرارية توريد المعلومات للمستثمرين في البورصة وكذا التوقيت الاستراتيجي للخروج وتكلفة العملية.
- إن كل هذه الاجتهادات التي تمت لبناء تصور نظري وتطبيقي لصناعة رأس المال المخاطر لا يعني بأن المبادر بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر لا تعترضه أية عقبات أو مشاكل وهو ما سنحاول أن نفصل فيه في المبحث الموالي .

⁽¹⁾M. Cherif, Le capital risqué, Editions Banque cite par Eric Stephany, op. cit, p 182.

البحث الرابع : معوقات تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

بالرغم من الاجتهادات النظرية التي قدمها الباحثون لتفعيل تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر، إلا أن الواقع التطبيقي أثبت وجود فجوة وهوة كبيرة بين الممارسة التطبيقية والإطار النظري، إضافة إلى تركيز مختلف الأعمال البحثية على شركات رأس المال المخاطر وإهمالهم لمختلف المعوقات التي يواجهها المبادر بطلب الحصول على التمويل من شركات رأس المال المخاطر، يضاف إلى هذا الأصول الفكرية باعتبارها أساس استثمارات رأس المال المخاطر من جهة وكذا المقاربات الحديثة لمخطط الأعمال في ظل الأصول الفكرية (الغير مادية).

في ظل كل هذا نحاول من خلال هذا المبحث تناول المعوقات الحقيقية التي تواجهها المشاريع الاستثمارية المبادرة بطلب التمويل برأس المال المخاطر والتي أثبتتها الممارسة التطبيقية.

1 - الهوة بين الإطار النظري والتطبيقي : قدمت الممارسة التطبيقية لصناعة رأس المال المخاطر نقدا واسعا لمختلف المقاربات النظرية التي صيغت حوله ويمكن توضيح كل هذا من خلال الآتي :

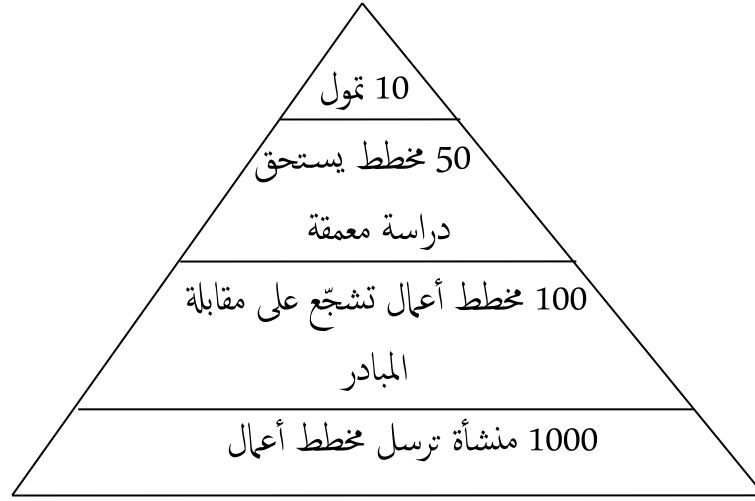
1 - 1 - ندره المخاطرين برأس المال : إنّ الفرق بين التمويل البنكي والتمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر هو دور الوساطة الذي يلعبه المخاطر برأس المال في تقليص مخاطر عدم تماثل المعلومة خاصة في المرحلة الأولية لدراسة المشروع أين يعتمد على مخطط الأعمال، إلا أن الواقع التطبيقي أثبت عكس ذلك، حيث يشير المخاطر برأس المال الكاليفورني Doerr Jhon⁽¹⁾ العامل بشركة رأس المال المخاطر Kleiner Perkins Caufie Byers بان تكوين المخاطرين برأس المال لا يتم في المدارس العليا للتجارة ولكن بالتطبيق والممارسة الميدانية هذا ما يجعل تكوينهم مكلفا جدا، يضيف أيضا بأن شركات رأس المال المخاطر تتطلب موردين هامين، الأول الأموال والثاني المخاطرون برأس المال، الأول متاح في أسواق المال التنافسية أما الثاني فيتطلب تكويننا طويل المدى، كل هذا يعيق تطور صناعة رأس المال المخاطر.

1 - 2 - تكلفة الدراسة المعمقة : نظرا لخطر عدم تماثل المعلومة والذي يكون عالي في المرحلة الأولية لدراسة المشروع وكذا الجدل حول موثوقية و جودة معلومات مخطط الأعمال، يعتمد المخاطرون برأس المال على المراجعة المعمقة في اختيار المشاريع الممولة، إلا أن تكلفة هذه العملية تعتبر مكلفة جدا حيث تتراوح تكلفتها من 2% إلى 5% من مبلغ الاستثمار المعني، فالمخاطر برأس المال يستعين بالاستشارات الخارجية ويتحمل كل هذه التكاليف، ويضاف إلى هذا أن 20% فقط من المشاريع التي تمر لمرحلة المراجعة المعمقة تتحقق، ما يهدد صناعة رأس المال المخاطر ومن تم تمويل المشاريع الابتكارية.

إحصائيات أخرى تظهر بأن عددا قليلا جدا من المشاريع المرشحة تحصل على قرار الموافقة، حيث أن العملية تخضع لمنطق هرم سيلفر الذي يبين أنه من بين 1000 ملف مرشح 10 فقط تحصل على التمويل أي 1% و 5% فقط أي 50 تستحق دراسة معمقة.

⁽¹⁾Karl Alexander, que vaut ma start up, editions Edipro, Belgique, 2013, p 17.

الشكل رقم (1-12): هرم سيلفر للمرشحين



Source : A. D. Silver, venture capital, the complete guide for investors, Ed Jhon Wiley and sons, New York, 1985.

1 - 3 - أسس العلاقة مبادر - مخاطر برأس المال : حاولت المقاربة النظرية حوكت العلاقة بين المبادر بالمشروع والمخاطر برأس المال من خلال الورقة المالية إلا أن تكلفتها تعتبر جد عالية، خاصة إذا كانت المشاريع في مراحلها المبكرة، كما أن المبادر بإمكانه أن يتحكم في حجم مشروعه بناء على الخطر المحيط به خاصة إذا كان التمويل بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كما أن العقد لا يمكنه أن يحكم العلاقة مبادر - مخاطر برأس المال لعدم تنبئه بمختلف أشكال الصراع، وهو ما سبق أن أشرنا إليه عند تناولنا للإطار النظري لرأس المال المخاطر.

1 - 4 - صعوبة نمذجة القرار التمويلي : سبق وأن أشرنا إلى أن الخيارات الحقيقية كطريقة لنمذجة القرار التمويلي وتقييم المشاريع المبادرة بطلب التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر، إلا أن التعقيدات الرياضية التي تشوبها وصعوبة طرح وتحديد معالم الإشكالية يقف حاجزا في استخدامها من قبل المخاطرين برأس المال وهو ما أجمعت عليه مختلف الكتابات الأكاديمية خاصة ل Stephany Eric.

2 - معوقات مرتبطة بتحديد قيمة المشروع من وجهة نظر المبادر : يمكن إيجاز كل هذا من خلال

الآتي:

2 - 1 - معوقات تقنية يواجهها المبادر : يسعى المبادرون بطلب التمويل من شركات رأس المال

المخاطر إلى معرفة القيمة الحقيقية لمنشآتهم إلا أن هناك عديد العقبات التقنية التي تقف حاجزا في وجه المبادر.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

2 - 1 - 1 - طرق الذمة المالية : هذا المدخل لا يتناسب مع المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر لأن أساسه الثروة المادية للمنشأة، في حين أن غالبية هذه المشاريع هي عبارة عن مشاريع صغيرة ومتوسطة وابتكارية، قيمتها تستمد من قدرتها على توليد التدفقات النقدية في المستقبل وأيضا من قيمة أصولها الفكرية خاصة براءات الاختراع.

2 - 1 - 2 - الطرق المقارنة : صعوبة التطبيق بسبب صعوبة إيجاد منشآت شبيهة في الحجم والمرحلة وقطاع النشاط يمكن الاعتماد عليها في تحديد قيمة المنشأة، إضافة إلى أن غالبية المشاريع الصغيرة والمتوسطة و الابتكارية و التي تكون في مراحلها المبكرة غالبا غير مدرجة في البورصة.

2 - 1 - 3 - طريقة تحمين التدفقات النقدية : يمكن الإشارة إلى أهم العقبات التي يواجهها المبادرون بطلب تمويل مشاريعهم من شركات رأس المال المخاطر عند استخدامهم لهذه الطريقة في تقييم منشآتهم من خلال الآتي :

- صعوبة تحديد معامل الخطر بسبب المعوقات التقنية في تحديد المعامل β بالنسبة للمشاريع غير المدرجة في البورصة وصعوبة إيجاد مشاريع مشابهة بالإمكان استخدامها للمقارنة.
- درجة موثوقية المعامل g (معامل نمو التدفقات النقدية على المدى الطويل).
- درجة موثوقية فرضيات مخطط الأعمال فيا يخص حساب تقديرات التدفقات النقدية المتاحة.
- تعطي هذه الطريقة قيمة جدّ عالية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة وكذا الابتكارية ما يجعلها في نظر المستثمرين برأس المال عبارة عن مشاريع وهمية (تتناسب هذه الطريقة أكثر مع المشاريع الكبيرة المدرجة في البورصة ذات التاريخ المالي الطويل)⁽¹⁾.

2 - 2 - صعوبة تحديد القيمة Premoney : يمكن الإشكال في أن المبادرين بطلب التمويل بالأموال الخاصة، يقومون بتقييم منشآتهم بناء على طاقتها الاستثمارية الحالية إضافة إلى استثماراتها المستقبلية، يشير Bernard Marois⁽²⁾ ليس من مصلحة المستثمرين خاصة في المنشآت الصغيرة والمتوسطة شراء شيء غير موجود بعد ونضيف بأن قيمة المنشأة بعد الرفع المالي تسمى بالقيمة Postmoney التي تساوي القيمة Premoney مضافا إليها الرفع المالي، كما أن هذا الإشكال يطرح في حالة تمويل مرحلة التطوير.

2 - 3 - صعوبة تحديد مجال التقييم وتحديد قيمة الرفع المالي الأمثل : يعود كل هذا إلى طرق التقييم فمدخل الذمة المالية يعتبر مجحفا في حق المشاريع الصغيرة والمتوسطة و الابتكارية نظرا لقلّة أصولها المادية، أما

⁽¹⁾V. Juguet et autres, op. cit, p 170..

⁽²⁾A Fustec et B Marois, valoriser le capital immatériel de l'entreprise, éditions d'organisations, France, 2006, p 73.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

مدخل التقييم الذي يعتمد على مردودية المؤسسة فيقدم قيمة جد عالية لها و يظهرها في شكل مشاريع وهمية في نظر المخاطر برأس المال، هذا التباعد بين المدخلين يجعل مجال التقييم الذي يستند إليه المبادر متباعد جدا وغير منطقي، لا يمكنه من تحديد القيمة الحقيقية لشركته و كذا تحديد قيمة الرفع المالي الأمثل.

ويمكن الإشارة أيضا⁽¹⁾ بأن هذا التباعد تزداد حدته كلما كانت المشاريع الصغيرة تحتوي على درجة ابتكار عالية وهو ما أشارت إليه دراسة أكاديمية على مشاريع شابة و ابتكاره في New Hampshire من قبل مركز البحث والتقير لرأس المال المخاطر.

2 - 4 - صعوبة تبرير سعر المساهمة للمخاطر برأس المال : يشير Karl Alexander أحد ملائكة

الأعمال البلجيكيين إلى مثال حي لمشروع صغير له عامين من الوجود قطاع نشاطه High Tech، المشروع حقق و وصل إلى عتبة المردودية وأن أصحاب هذه المنشأة سبق لهم وأن قاموا بتحويل 2,2% من أسهم المنشأة مقابل 1,2 مليون أورو و هم حاليا يحاولون القيام برفع رأس مالي يقدر بـ 10 مليون أورو مقابل 5% من رأس مال المنشأة، هنا يتبين بأن قيمة المنشأة في المرحلة الأولى للتمويل قدر بـ 50 مليون أورو، أما في المرحلة الثانية (التطوير) قدر بـ 200 مليون أورو ليضيف Karl إلى أن شركات رأس المال المخاطر أمام احتمالين إما أن تنظر إلى سعر المساهمة بأنه مغال فيه وترفض، أو تقوم بالمقارنة مع مشاريع مشابهة في نفس المرحلة من حياة المشروع وتقبل بالعرض، الإشكال هنا يظهر كيف للمبادرين تبرير سعر المساهمة المقترح لشركات رأس المال المخاطر⁽²⁾؟

3 - الأصول الفكرية (الغير مادية) : تعتبر الأصول الفكرية أساس استثمارات رأس المال المخاطر

إضافة إلى أن المقاربات الحديثة لمخطط الأعمال تندرج حول هذا المحور.

3 - 1 - الأصول الفكرية أساس استثمارات رأس المال المخاطر : عادة ما تتسم المشاريع الشابة أي

التي تكون في مراحلها المبكرة بكثافة أصولها الغير الملموسة، دراسة على عينة من دول OCDE وعلى عدة سنوات توصلت إلى معامل ارتباط موجب بين المنشآت التي تستثمر في رأس مالها الفكري وحجم قطاع رأس المال المخاطر، كما أشارت بأن الدول التي تمول المرحلة البذرية ومرحلة الانطلاق تكون أكثر نموا وتطورا⁽³⁾.

⁽¹⁾Karl Alexandre, op. cit, p 106.

⁽²⁾Karl Alexandre, op. cit, p 105 - 106.

⁽³⁾OCDE, Nouvelles sources de croissance, Le capital intellectuel, réunion du conseil au niveau des ministères, Paris, 29/30 Mai 2013, p 63.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

يشير أيضا (1) Mario W. et Cardullo P.E. إلى أن استثمار رأس المال المخاطر في المشاريع الشابة وخاصة الصغيرة والمتوسطة أساسه الملكية الفكرية أي براءات الاختراع بشكل خاص، كل هذا يجعل غالبية المنشآت الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر تتركز قيمتها في أصولها الفكرية (الغير مادية) وهو ما يصعب تحديد قيمتها، إن أصعب تقويم هو تقويم المادة الرمادية.

3 - 2 - مقارنة مخطط الأعمال في ظل الأصول الفكرية (الغير مادية) : يعتبر مخطط الأعمال المستند

المرجعي الذي يمكن المخاطر برأس المال من تقييم فرصة الاستثمار المقترحة كما يمثل السند الوصفي والكمي للمشروع من وجهة نظر المبادر ومفتاح حصوله على التمويل، إلا أن الجدل حول موثوقية و جودة المعلومات التي يتضمنها خاصة ما تعلق بالمعلومات المالية التقديرية والتي تعكس قيمة المنشأة يبقى محل شك وعدم أكادة. حسب المحللين الماليين والخبراء المحاسبين قيمة المنشأة تتمثل في مجموع التدفقات النقدية المستقبلية المحينة، أي تحديد قيمة المنشأة وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية المستقبلية بالاعتماد على فرضيات تقديرات مخطط الأعمال.

الباحثون في رأس المال الفكري (أو الغير المادي) يطرحون سؤالا : من أين تتولد المردودية المستقبلية للمنشأة ؟ ما هي عوامل إنتاج الثروة ؟ الإجابة على هذا التساؤل واضحة، كي تتولد المردودية المستقبلية، يجب أن يكون زبائن اليوم مثل زبائن الغد يشتركون منتجات المنشأة، في هذه الحالة كيف نقوم بخلق منتجات وخدمات قابلة للبيع، لتحقيق كل هذا يجب توفير آلات، أصول مالية، رأس مال بشري، براءات، اختراع، تنظيم، علامة تجارية ... الخ.

ما تم ذكره سابقا يمثل أصول المنشأة أو عوامل إنتاج الثروة المستقبلية، نجد أن التثبيات المادية إضافة إلى الأصول الجارية وبعض الأصول غير الملموسة بإمكانها أن تظهر في قائمة المركز المالي للمنشأة، ولكن ما لا يظهر هو رأس المال البشري والتنظيم، رأس مال العلاقات وغيرها من الأصول الفكرية أو الغير المادية. إن ما يمكن استخلاصه مما سبق بأن قيمة المنشأة نادرا ما تساوي قيمة أصولها المحاسبية الصافية والتي تعبر عن الأصول المادية والمالية وبعض الأصول الغير ملموسة.

في الواقع المتنازل عن منشأته أو حصة من منشأته، يتنازل على أصولها التي تدخل في عملية خلق الثروة وهذا ما يفسر فارق الاقتناء Goodwill.

(1) Marion W, Cardullo P.E., La propriété intellectuel fondement des investissement de CR.

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

حسب Bercy Thesaurus يمكن حساب قيمة المنشأة بطريقتين⁽¹⁾:

- الأولى : قيمة المنشأة تساوي التدفقات النقدية المستقبلية المحينة.

- الثانية : قيمة المنشأة تساوي التدفق النقدي الذي يمكن أن يتولد في المستقبل باستخدام كل

الأصول الموجودة حالياً.

في الحالة الأولى يتم حساب قيمة المنشأة بالاعتماد على حساب مجموع التدفقات النقدية المستقبلية المحينة والتي تظهر في مخطط الأعمال، أما في الحالة الثانية فنقوم بتحليل حالة كل الأصول وخصم قدرتها على توليد الأرباح.

الطريقتين السابقتين يجب أن تقدمتا نفس النتيجة، لكن الحقيقة عكس ذلك.

المسيّر عند إعداد مخطط الأعمال يقدم وعود وصورة جميلة عن الأرباح المستقبلية للمنشأة، حتى وإذا كانت الموارد المادية والغير مادية التي يمتلكها لا تسمح له بذلك.

يجب الأخذ بعين الاعتبار بأن قائمة المركز المالي للمنشأة لا تسمح بتحديد نوعية عوامل إنتاج الثروة المستقبلية، إضافة إلى أن مخطط الأعمال يمثل مستند يصف المشروع وفي نفس الوقت محصلته عبارة عن جدول حساب النتائج التقديري أي الوعود المنتظرة فقط.

حسب Thésaurus Bercy⁽²⁾ رأس المال الفكري (الغير المادي) يوضح السلوك الاقتصادي الذي يدرس نوعية وقيمة كل عوامل إنتاج الثروة.

إذا المالية ليست منبع التدفق النقدي أي مخطط الأعمال عبارة عن نتائج مالية، ما يستدعي بالضرورة تحليل عوامل خلق التدفق النقدي المستقبلي من حيث النوعية و الجودة و الصلابة.

مما سبق نستخلص بأن على المشاريع الاستثمارية المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر دراسة وتحليل الأصول الغير ظاهرة في قائمة المركز المالي للمنشأة ومعرفة نوعيتها و جودتها، والاستناد عليها في بناء مخطط أعمال موثوق وهذه الأصول هي ما أصبح يطلق عليه رأس المال الفكري.

أشار أيضا⁽³⁾ Alan Fustec إلى ضرورة إنتاج المعلومات حول رأس المال الغير المادي (الفكري) والإفصاح عنها لمختلف المتعاملين الماليين من بنوك تجارية، مؤسسات تأمين وشركات رأس المال المخاطر.

⁽¹⁾ Thésaurus Bercy V1, Référentiel Français de mesure de valeur extra financière du capital immatériel des entreprises, Ministère de EFI, France 2011, p 11.

⁽²⁾ Karl Alexandre, op. cit, p 106.

⁽³⁾ Alan Fustec et autres, Proposition d'une politique publique en faveur du capital immatériel pour la France, France, 2013, p 78, (Rapport au Président du CESE).

خلاصة الفصل الأول:

ظهر رأس المال المخاطر الحديث في الو.م.ا تحت مسمى رأس المال المغامر و تعتبر شركة ARD أول منظمة لرأس المال المخاطر تأسست بمبادرة من Doriot ، إلا أن فكرة إنشاء هيكل للتمويلات الخطرة للمؤسسات الجديدة كان ضمن أفكار نخب إقليم انجلترا الجديدة في الو.م.ا .

شكل تحديد مفهوم دقيق لرأس المال المخاطر ضرورة الأخذ بوجهة نظر الجمعيات المهنية لهذه الصناعة في العالم و هذا تباديا للبس الحاصل بين رأس المال المخاطر و رأس المال الاستثماري، مع الأخذ بمعيار مرحلة تطور المشروع كأساس لتحديد هذا التعريف و كان نتيجة لكل هذا اعتبار رأس المال المخاطر صيغة تمويلية تهدف إلى المساهمة في المشاريع الاستثمارية في مراحل ما قبل الانطلاق و الانطلاق و التوسع، مع تقديم هذه الصيغة التمويلية المتابعة و المشاركة و الاستشارة للمشاريع الممولة.

إن ممارسة هذا النشاط التمويلي عجل ببروز عديد الإشكاليات مما دفع بعديد المنظرين لتقديم نماذج نظرية و توجيهات تطبيقية لهذه الصناعة، كان أهم هذه النماذج تبرير شرعية رأس المال المخاطر و الاعتماد على نظرية العقد و الوكالة لتسيير العلاقة بين مختلف أطراف هذه الصيغة التمويلية مع استخدام نظرية الخيارات الحقيقية كحل لنمذجة القرار التمويلي لشركات رأس المال المخاطر.

لا يخلو أي إطار نظري و توجيهه تطبيقي من نقائص فالحلول المقدمة لحل إشكالية عدم تماثل المعلومات و تنظيم العلاقة بين مختلف الأطراف و نمذجة عدم الأكادة إعتزتها عديد العقبات.

إن تركيز هذه النماذج النظرية على شركات رأس المال المخاطر في حل مختلف المعوقات يعتبر العقبة في تطوير هذا النمط التمويلي.

إن أهم عقبة تعترض المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر هي المشاريع الاستثمارية في حد ذاتها.

عند إعداد المسير لمخطط أعماله فهو يقدم مستند يصف من خلاله المشروع و تكون محصلته تقديرات مالية تستند لعدد الفرضيات، هذه التقديرات تبقى عبارة عن وعود منتظرة الجدل حول موثوقيتها يبقى قائماً، ما يطرح إشكالية عدم الأكادة و يخلق جواً من عدم تماثل المعلومة و يعيق بناء العلاقة بين المخاطر و المبادر، كما يظهر هذه المشاريع و كأنها وهمية من وجهة نظر شركات رأس المال المخاطر.

إن مخطط الأعمال عبارة عن نتائج مالية تقديرية، لا يوضح كيفية خلق القيمة داخل المنشآت الاقتصادية كما أن المركز المالي للمنشأة يقدم صورة ساكنة عن موارد و استخدامات المنشآت و المتمثلة في الخصوم و الأصول ما يستدعي بالضرورة اخذ المبادرين بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر بالأصول الغير

الفصل الأول: إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر

الظاهرة في المركز المالي للمؤسسة أو ما يصطلح عليها بالأصول الفكرية (الغير مادية)، و هذا للاستناد عليها في إعداد مخطط الأعمال و توضيح كيفية خلق القيمة في الحاضر و المستقبل و إجراء مختلف التقييمات القبلية التي يقوم بها المبادر بالمشروع و محاولة الخروج بنتائج يمكن الاستناد عليها لتدليل كل العقبات التي تعترض هذه الصيغة التمويلية في بناء العلاقة مخاطر-مبادر.

الفصل الثاني

دور القياس و الإفصاح عن رأس

المال الفكري في تمويل المشاريع

الاستثمارية

تمهيد :

تعددت الأبحاث الأكاديمية على الأصول غير الملموسة أو ما يسمى بالأصول الفكرية أيضا، نظرا لوزنها الكبير وأهميتها في المنشآت الاقتصادية الحديثة.

قدّم عديد الباحثون والمهنيون اجتهادات كثيرة حول موضوع رأس المال الفكري تركزت في مجملها من زاوية خلق القيمة والميزة التنافسية للمنشآت الاقتصادية، كما أن الاهتمام بطرق قياسه والإفصاح عنه أخذ يتزايد بشكل كبير، نظرا لأهميته بالنسبة لمختلف الأطراف سواء مؤسسات مالية أو أصحاب مشاريع.

نحاول من خلال هذا الفصل تناول الدور الذي يلعبه القياس والإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية، مع التركيز على المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر، لكن قبل كل هذا سنتناول نشأة ومفهوم ومكونات رأس المال الفكري، وكذا محددات القياس والاعتراف المحاسبي به.

المبحث الأول : رأس المال الفكري نشأته، مفهومه ومكوناته

لاشك أن ثقافة الأعمال التقليدية تجعل من الصعب فهم أبعاد التطور الحاصل الذي تشهده المشاريع الاستثمارية الحديثة والتي تتركز قيمتها في الغالب في أصولها الغير الملموسة (الفكرية). نحاول من خلال هذا المبحث تناول نشأة وتطور الاهتمام برأس المال الفكري ومحاولة صياغة تعريف حوله وإبراز مختلف تقسيماته وهذا من أجل تحديد المكونات الرئيسية له.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

1 - نشأة وتطور رأس المال الفكري : يمكن تحديد ثلاث مراحل مهدت لظهور رأس المال الفكري، وساهمت في تطوير وبناء استخداماته وهي على النحو التالي :

1 - 1 - مرحلة الاهتمام بالموارد البشرية : يعتبر William Petty أول من اهتم بالموارد البشري وهذا في بداية القرن السابع عشر، حيث تناول اختلاف نوعية العمالة و ركز على أهمية احتساب قيمة العاملين في تحديد قيمة المنشأة.

عام 1776 م طرح Adam Smith كناية ثروة الأمم وأشار إلى تأثير مهارات العاملين في العملية الإنتاجية وجودة المخرجات، وطالب بأن تحدد الأجور وفقا لما يتم بذله من وقت وجهد وكلفة لكسب المهارات المطلوبة في أداءهم لمهامهم.

شهد عام 1906 م ظهور الأساس الفعلي لنظرية رأس المال البشري على يد الاقتصادي Irving Fixher عندما أدخل رأس المال البشري في مفهوم رأس المال العام.

نهاية الخمسينيات من القرن 20، قدم Mincer و Shutz نظرة شاملة أكثر حول رأس المال البشري، حيث اعتبره فئة من رأس المال مستقلة عن رأس المال التقليدي، آخذان بعين الاعتبار خصائصه الاقتصادية والإنتاجية وأدوات قياسيه.

مرحلة الستينيات وحتى نهاية السبعينيات شهدت تطورا سريعا في نظرية رأس المال البشري، فقد ميّز Becker عام 1964 م بين رأس المال البشري العام والخاص، وصنف Blaug عام 1976 م رأس المال البشري إل ست فئات هي : التعليم الرسمي في المدارس، وفي المعاهد والجامعات وفي البحث عن الوظيفة وفي التدريب أثناء العمل، وفي استرجاع المعلومات وفي التنقل بين الوظائف بقصد تحويل المهارات وزيادة الخبرات⁽¹⁾.

يلاحظ من كل ما تقدم أن الحقبة السابقة التي امتدت من القرن السابع عشر إلى نهاية السبعينات شددت الانتباه إلى المورد البشري وضرورة دراسته بوصفه عاملا مكملا لرأس المال المادي. يمكن القول إن موضوع رأس المال البشري يمثل نقطة الارتكاز والأساس والمؤشر المنطقي لدراسة موضوع رأس المال الفكري.

1 - 2 - مرحلة الاهتمام بالأصول غير الملموسة : تمتد هذه المرحلة خلال ثمانينيات القرن 20، حيث خلاص غالبية الباحثين والمدراء إلى أن الأصول غير الملموسة هي المحدد الرئيسي لأرباح المنشآت الاقتصادية

(1) سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، إدارة رأس المال الفكري في منظمات الأعمال، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

وأساس ميزتها التنافسية، ففي عام 1980 م لاحظ Hiroyuki وجود تباين في أداء الشركات اليابانية، وبعد الدراسة تمكن من تحديد هذا التباين حيث أرجعه إلى الاختلاف في نسبة الموجودات غير الملموسة التي تمتلكها كل شركة من هذه الشركات.

في عام 1986 م نشر Sveiby/Karl-Eric وهو مدير شركة نشر صغيرة كتاب (The know how company)، إذ وضح فيه ضرورة الاهتمام بالموجودات غير الملموسة وكيفية إدارتها، لأنها تمثل المصدر الحقيقي لبقاء الشركة ونموها⁽¹⁾.

بالرغم من قصر هذه المرحلة إلا أنها شكلت نقطة الانطلاق للاهتمام بالأصول غير الملموسة بشكل واسع وهذا تحت تسمية رأس المال الفكري.

1 - 3 - مرحلة الاهتمام برأس المال الفكري : أولى الاهتمامات برأس المال الفكري تعود إلى Ralph Stayer سنة 1990 م عندما أطلق لأول مرة مصطلح رأس المال الفكري، تبعه Stewart بمقالة تحت عنوان (القوة الذهنية)، سنة 1991 م شهد العالم تعيين أول مدير في العالم لرأس المال الفكري من قبل شركة SKANDIA السويدية للخدمات التأمينية والمالية وهو السيد Leif Edvinsson.

كللت هذه المرحلة بانعقاد عديد الندوات والملتقيات أبرزها ملتقى إدارة رأس المال الفكري عام 1995 م والذي كان وراء انعقاده كل من (Sublivan,Edvinsson, Restrash) وكان جدول أعماله يتضمن عديد المسائل أهمها الاتفاق على تعريف مصطلح رأس المال الفكري وتحديد عناصره الأساسية وكذا طرائق استخراج القيمة منه.

في نفس السنة أيضا قامت شركة SKANDIA للخدمات التأمينية والمالية بنشر أول تقرير سنوي عن رأس المال الفكري وذلك باستخدام مستكشف SKANDIA.

عام 1996 م قامت هيئة الأوراق المالية SEC بإقامة ندوة حول رأس المال الفكري، وأكد فيها المفوض Steven Wallman أن رأس المال الفكري سيصبح جوهر التقارير السنوية للمنظمات الحديثة.

تلا كل هذا إصدار توماس ستيوارت لكتابه رأس المال الفكري الثروة الجديدة للمنظمات، حيث أكد من خلاله أن رأس المال الفكري لا يتمثل فقط في براءات الاختراع وحقوق التأليف ولكنه أيضا هو مجموع كل شيء في المنظمة يساهم في جعلها أكثر قدرة تنافسية⁽²⁾.

(1) سعد علي العنزي، أحمد علي صالح، مرجع سبق ذكره، ص 162 - 163.

(2) سيد محمد جاد الرب، إدارة الموارد الفكرية والمعرفية في منظمات الأعمال العصرية، مطبعة العشري، مصر، 2006، ص 91.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

شهد عام 1998 م انطلاق انعقاد المؤتمر الدولي السنوي حول رأس المال الفكري، يضاف إلى هذا إنشاء عديد المجالات المتخصصة بهذا الموضوع مثل Journal of intellectual capital، كما تم في فرنسا إنشاء عديد الجمعيات المهنية خاصة جمعية Goodwill والتي تعنى برأس المال الفكري (الغير مادي)، أمام كل هذا تتواصل الأبحاث والدراسات حول رأس المال الفكري وهذا لأجل بناء مفهوم وأسس وأبعاد لهذا الموضوع.

2 – مفهوم رأس المال الفكري : قبل الإشارة إلى تعريف رأس المال الفكري لابد من تناول إشكالية التسمية.

2 – 1 – إشكالية التسمية : رأس المال الفكري، الأصول غير الملموسة، رأس المال غير المادي، الأصول المعرفية، كل هذه المصطلحات تستعمل بشكل متبادل كترادفات، في حين يرى البعض بأن مصطلح رأس المال الفكري يتم تناوله من طرف الإداريين، الأصول اللاملموسة من قبل المحاسبين، أما الاقتصاديون فيفضلون أصول المعرفة.

يشير نجم عبود نجم إلى أن رأس المال الفكري بمكوناته منها رأس المال البشري، ورأس المال الزبوني وغيرها يمكن أن تعني أيضا الأصول الغير ملموسة بمختلف جوانبها وذلك لأن المعرفة بالمعنى الواسع هي المضمون الحقيقي لكل الأصول الغير ملموسة، إن حقوق المؤلف وبراءات الاختراع هي نتاج عمل فكري العلامة التجارية من تصميمها إلى تراكم خبرة الزبون فيها، إلى خطة الشركة في دعم علامتها التجارية⁽¹⁾.

إضافة إلى هذا رأس المال الزبوني الذي يعدّ الأصل المورّد للتدفق النقدي في الشركة، هو في الأخير نتيجة أو محصلة تفاعل أصول المؤسسة سواء ملموسة أو غير ملموسة والتي تم تسخيرها ووضعها وفق أفكار المبادر بالمشروع أي أنها نتيجة عمل معرفي بامتياز.

إن الأوروبيين اكتشفوا رأس المال الفكري خاصة في أعمال Leif Edvinsson المدير الأول لقسم رأس المال الفكري في شركة SKANDIA السويدية، والتي أصدرت أول تقرير سنوي داخلي لرأس المال الفكري، في حين أن الأمريكيين اكتشفوا اللاملموسات في أعمال باروس⁽²⁾، كما تناول الفرنسيون هذا الموضوع مؤخرا تحت تسمية رأس المال غير المادي خاصة أعمال Bernard Marois و Alan Fustec، والمتعمن جيدا لكتاب Leif Edvinsson و Michaël Malour والذي جاء في نسخته باللغة الإنجليزي كالآتي :

(1) نجم عبود نجم، إدارة اللاملموسات، دار اليازوري العلمية للنشر التوزيع، الأردن 2014، ص 12..

(2) نجم عبود نجم، مرجع سبق ذكره، ص 13.

Intellectual capital, Realizing your's company truc value it is hidden Bronpower.

في حين أن ترجمته للغة الفرنسية كانت كالآتي :

Capital immatériel de l'entreprise، حيث نجد أنه تم ترجمة رأس المال الفكري بالانجليزية إلى رأس المال غير المادي بالفرنسية وهو ما يمكن تفسيره أيضا بأن المصطلحات والتعبيرات هي مترادفات لا يميّزها إلا تفضيلات الباحثين و الرغبة في تمييز تجربة عن أخرى.

في حين يرى الباحث أن المصطلح أو التسمية المناسبة هي رأس المال الفكري وهذا نظرا لأن أول من تناول هذا الموضوع بشكل معمّق وتحت هذا المصطلح هو Leif Edvinsson، إضافة إلى هذا يمكن القول بأن الأصول غير الملموسة هو إنتاج فكري، كما أن التفصيل الدقيق والعميق للأصول غير الملموسة بدأ عند تناول موضوع رأس المال الفكري، حيث أن الأصول غير الملموسة سبق وأن تم تناولها محاسبيا ولكن في إطار جدّ ضيق لم يتعدّى حقوق الملكية الفكرية، وهو ما سنحاول أن نوضحه فيما بعد، وكون أن مختلف وأغلبية المنشورات المهنية و الأكاديمية والملتقيات العلمية في الوطن العربي تناولته تحت مصطلح رأس المال الفكري، وهذا سواء كانت هذه المنشورات من وجهة نظر محاسبين أو إداريين.

إن الكتاب الذين تناولوا موضوع رأس المال الفكري كثر ولا يمكن تناولهم كلهم، إن الأساس من كل هذا هو محاولة صياغة تعريف لرأس المال الفكري.

2 - 2 - تعريف رأس المال الفكري : إن مختلف المفاهيم التي قدّمها عديد الكتاب متغيرة من كاتب

إلى آخر، حيث أنه حتى اليوم لا يوجد قياس عالمي حول تعريف رأس المال الفكري.

بالنظر إل كتاب رأس المال الفكري للمؤسسة لـ Leif Edvinsson و Michaël Malone،

باعتبارهما السباقين في تناول هذا الموضوع، نجد أن الكاتبين لم يقدموا مفهوما دقيقا حول رأس المال الفكري واكتفيا بتقديم مكونات رأس المال الفكري أو الأصول التي تدخل في تشكيل قيمة المؤسسة ويمكن توضيح مكونات رأس المال الفكري من وجهة نظر الباحثين من خلال الآتي :

قيمة المؤسسة = رأس المال الفكري + رأس المال المادي (المالي).

رأس المال الفكري = رأس المال الهيكلي + رأس المال البشري.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

في حين عرّف Christian Pierrat الأصل الفكري بأنه عنصر⁽¹⁾ من عناصر ثروة لدم المؤسسة والذي يتميز في نفس الوقت بخصائص عديدة أهمها :

- غياب الجوهر (المضمون) المادي.
- مدّة حياة غير محدودة (غير منتهية).
- تفرد وقوة خصوصية.
- عدم أكادة وشك حول عوائده المستقبلية.
- صعوبة فصله عن بقية الأصول.

أما بحسب Bernard Marois و⁽²⁾ Alan Fustec فإن مفهوم رأس المال الفكري (اللاملموس) هو كالآتي : هو مكوّن من مكونات المؤسسة قابل للتحديد (قابل للفصل)، يشارك في العمليات المولدة للمردودية في الحاضر والمستقبل ولكن لا تظهر قيمته في التقارير المالية (المركز المالي). في حين قدمت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) تعريفاً لرأس المال الفكري، حيث أنه يمثل القيمة الاقتصادية لفئتين من الأصول غير الملموسة للمنشأة هما رأس المال الهيكلي ورأس المال البشري، ويعبر عن رأس المال الهيكلي بالبرامج الجاهزة (Soft Ware) وشبكات التوزيع وسلاسل التوريد، أما رأس المال البشري فالمقصود به، الموارد البشرية داخل المنشأة (العاملين) وخارجها والتي يعبر عنها بصفة أساسية بالعملاء والموردين.

كما أشارت (Annie Brooking) إلى أن رأس المال الفكري يمثل مجموعة الأصول الغير الملموسة التي تجعل المنشأة قادرة على أداء وظيفتها.

أما توماس ستيوارت فعرفه بأنه يتمثل في المعرفة والمعلومات وحقوق الملكية الفكرية والخبرات التي يمكن توظيفها لإنتاج الثروة وتدعيم القدرة التنافسية للمنظمة⁽³⁾.

نجد من التعاريف السابقة توافق شبه كلي بين كل من Bernard Marois و Leif Edvinsson حول مفهوم رأس المال الفكري، حيث وضحا بأنه لا يظهر في التقارير المالية للمؤسسة أي يمكن القول بأنه يمثل فارق الاقتناء أو ما يسمى بالشهرة Goodwill أي الفارق بين القيمة السوقية للمؤسسة وقيمتها الدفترية وتمثل هذه النظرة من زاوية مدخل قيمة المؤسسة أما Christian Peirrat فقد ركز على الخصائص التي

⁽¹⁾Bernard Marois, Alan Fustec, Valoriser la capital immatériel de l'entreprise, Editions d'organisation, 2006, Paris, France, p 16.

⁽²⁾ Bernard Marois, Alan Fustec, op. cit, p 18.

⁽³⁾ هاني محمد السعيد، رأس المال الفكري، انطلاقة إدارية معاصرة، السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص 20.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

يتميز بها الأصل الفكري، في حين Annie Brooking أكدت أنه يمثل كل الأصول غير الملموسة، في حين أكدت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إضافة إلى Stewart على مكونات رأس المال الفكري.

بالنظر إلى مختلف التعاريف السابقة فإن الباحث يرى بأن رأس المال الفكري يمثل كل الأصول غير الملموسة في المؤسسة والتي من شأنها المساهمة في خلق القيمة وكذا تدعيم القدرة التنافسية للمنشآت، ومن ثم ضمان استمراريته وبقاءها، يضاف إلى هذا القدرات المتميزة التي يتمتع بها بعض الأفراد و التي تساهم في زيادة وتحسين أداء المنشآت بفضل الابتكارات والمهارات التي يمتلكونها، ولا تظهر هذه الأصول عادة في التقارير المالية للمؤسسة.

بالرغم مما سبق، يظهر بأن التعمق و التدقيق في موضوع رأس المال الفكري يقتضي ويتطلب تحديد مكوناته.

3 - تقسيمات ومكونات رأس المال الفكري : قبل الإشارة إلى المكونات الرئيسية لرأس المال الفكري

سنحاول التذكير بأهم الاجتهادات التي تمت في تقسيم مكوناته.

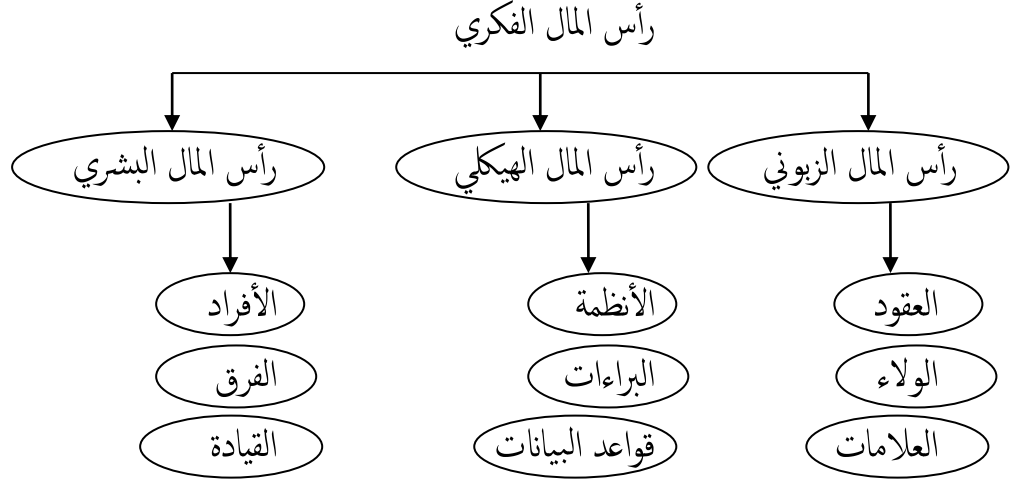
3 - 1 تقسيمات رأس المال الفكري من وجهة نظر عدد من الباحثين : تعددت واختلفت وجهات

النظر فيما يخص مكونات رأس المال الفكري وهذا باختلاف المحاولات الجادة التي بذلت لوضع مفهوم لرأس المال الفكري، ويمكن تناول أهم وجهات النظر هذه على النحو التالي :

- يعتبر تقسيم T. Stewart لمكونات رأس المال الفكري الأكثر شيوعاً، استناداً لأدبيات الموضوع

المتداولة حالياً، حيث قسمه إلى : رأس المال الهيكلية، ورأس المال البشري ورأس المال الزبوني، ويمكن توضيح كل هذا من خلال الآتي :

الشكل رقم : (1-2) : مكونات رأس المال الفكري حسب (T. Stewart)



المصدر : نجم عبود نجم، إدارة المعرفة، المفاهيم والاستراتيجيات والعمليات، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص 295.

سار Petrosh⁽¹⁾ على نفس خطى Stewart وقسم أيضا رأس المال الفكري إلى رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي، إضافة إلى رأس المال الزبوني.

قدم Edvinsson و Mallon تقسيما تضمن مكونين رئيسيين تمثلان رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي وضمنا رأس المال الهيكلي كلا من رأس المال الزبوني و رأس المال التنظيمي الأخير يتكون بدوره من رأس مال العمليات ورأس مال الابتكار.

قدّمت عديد الكتابات تصورا آخر لرأس المال الزبوني ممتثلا في رأس مال العلاقات وهذا ما حاول تقديمه مشروع Meritun حيث صنف رأس المال الفكري إلى رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي، إضافة إلى رأس مال العلاقات الذي يعكس طبيعة العلاقات التي تربط المنشأة بعملائها ومورديها وكذا كل الموارد المتعلقة بالعلاقات الخارجية للمنشأة.

رغم تعدد المؤهلات العلمية للباحثين سواء محاسبية أو إدارية إلا أن التقسيم الذي ظل شائعا حول مكونات رأس المال الفكري هو التقسيم الذي قسمه إلى رأس المال البشري، و رأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات، إلا أنه ظل هناك اختلاف بين مختلف الباحثين حول المكونات الفرعية لهذه المكونات الرئيسية، وهو ما يقودنا بالضرورة إلى الرجوع إلى التقسيم الذي قدّمه ، Edvinsson و Malone، حيث

(1) نجم عبود نجم، إدارة المعرفة، مرجع سبق ذكره، ص 254.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

نجده الأكثر منطقية لأنه يأخذ في الحسبان قيمة المؤسسة والتي تتكون من رأس المال المادي (المالي) ورأس المال الفكري هذا الأخير يمثل الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية للمؤسسة.

3 - 2 - المكونات الرئيسية لرأس المال الفكري : إن تحديدنا لمكونات رأس المال الفكري سيستند

إلى آخر الاجتهادات التي تمت حوله خاصة الفرنسية والتي تقصد بها أعمال كل من Bernard Marois و Alan Fustec إضافة إلى الجمعية الفرنسية لملاحظة رأس المال غير المادي والذين ساروا على نفس نظرة Edvinsson، عندما قدما مكونات رأس المال الفكري بالاعتماد على عملية خلق القيمة في المؤسسة، حيث تتفاعل كل الأصول المجمع للقيمة والمتمثلة في الأصول المادية والفكرية ومجموع هذه الأصول يمثل قيمة المؤسسة وأنه من بين 10 أصول رئيسية للمؤسسة، تسعة منها أصول فكرية أي تمثل المكونات الرئيسية لرأس المال الفكري ويمكن إنجازها من خلال الآتي :

3 - 2 - 1 - رأس المال الزبوني : إذا كان هناك رضا زبوني وولاء للمؤسسة أو المنتج، إضافة إلى

العدد، وقدرة ائتمانية ووفاء بالسداد فإن المؤسسة تمتلك عامل من عوامل النجاح.

3 - 2 - 2 - رأس المال البشري : موظف يمتلك الحافز حركي وديناميكي، يقدم ولاء للمؤسسة،

إضافة إلى امتلاكه القدرات والتحامه مع المجموعة يسمح للمؤسسة بالنمو والتطور أكثر، مقارنة بموظف أقل حركية ويمتلك قدرات محدودة ولا يؤمن بالعمل الجماعي أو العمل ضمن فريق.

3 - 2 - 3 - رأس مال الشراكة : في ظل اقتصاد يطور المناوأة، المؤسسة بحاجة إلى موردين لهم

نفس خصائص موظفيها، كفاءة، حافز وديناميكية ... الخ ينطبق هذا أيضا على البنوك، شركات التأمين والمحامين.

3 - 2 - 4 - رأس المال التنظيمي : إذا كانت المؤسسة منظمة بشكل جيد وكل مصلحة فيها تعرف

مسؤوليتها، إذا لم يكن هناك مبالغة في توزيع الأدوار، عدم وجود عمل أو وظيفة لا يشغلها الموظفون، سيولة وانتقال المعلومة بسرعة، المؤسسة تستحوذ على جزء هام من أصولها الفكرية.

3 - 2 - 5 - نظام المعلومات : يعتبر أصل فكري رئيسي بدونه تكون أغلب المؤسسات في وقتنا

الحاضر شبه مشلولة، خلل في نظام الإعلام الآلي يمكنه أن يساهم في خسارة نفود كبيرة.

3 - 2 - 6 - رأس مال المعرفة : في ظل اقتصاد مؤسس على المعرفة، تصبح نوعية المعرفة هامة

بالنسبة للمؤسسة ويتمثل رأس مال المعرفة في سر التصنيع، براءات الاختراع، برامج البحث والتطوير التي تعطي امتياز تنافسي مستدام للمؤسسة، أو يمكن القول إذا كانت معرفة المؤسسة محدودة، مهمة المؤسسة ستكون غائبة.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

لا يجب الخلط بين رأس مال المعرفة ورأس المال الفكري للمؤسسة، ولا يجب خلطه أيضا مع رأس المال البشري، لأن رأس مال المعرفة لا يعبر إلا على المعرفة كمنتج من قبل الموظفين (الأجراء) أي ليست المعرفة التي يمتلكها الموظفون، ويمكن إبراز أهم مكونات رأس مال المعرفة (نتائج البحث والتطوير، براءات الاختراع، صيغ، معادلات، نظام إدارة المعرفة ... الخ)، أما المعرفة المملوكة من قبل الأجراء فتتمثل في رأس المال البشري.

3 - 2 - 7 - رأس مال العلامة التجارية (رأس مال السمعة): يعتبر الأصل الغير الملموس الأكثر

قياسا والأكثر شهرة، إن العلامة التجارية يمكن أن تصنع منتجا أو تمثل منتجا أو مؤسسة بعينها Danone مثلا.

3 - 2 - 8 - رأس مال المساهمين: يلعب دورين في قيمة المؤسسة فهو موجود في رأس المال

المادي لأنهم يجلبون للمؤسسة حصة في رأس مالها، ولكن لهم خصائص غير ملموسة جد هامة، الصبر، الولاء، الاستماع ... الخ، إذا كان للمؤسسة مساهمين غير صبورين يتحركون وفق منطق الربح القصير المدى فالمساهمين هنا يدفعون بالمؤسسة إلى إستراتيجية تكون مردوديتها آنية.

المسير مثلا ممدد برؤية المساهمين يقومون بسحب ثقتهم وأموالهم من المؤسسة، فيتجه للبحث عن تحقيق أكبر مردودية ممكنة بالطبع تكون آنية وعلى حساب مثلا الميزانية أو الاستثمار في البحث والتطوير والإعلام الآلي أيضا.

3 - 2 - 9 - المحيط (البيئة) (رأس المال البيئي أو المجتمعي): إن مفهوم المحيط يأخذ معنى واسع،

فهو يغطي المحيط الطبيعي وأيضا المجتمعي و الجيوبوليتيكي، إذا كان هناك مؤسسة مثلا تقع بالقرب من حقل المواد الأولية التي تحتاجها، و إذا كان موقعها يضيف عليها سمعة أو محيطها السياسي مستقر فهي تستفيد من ميزة وأفضلية ثمينة.

إن الأصول الفكرية السالفة الذكر بالإضافة إلى الأصول المادية، تمثل في الواقع الثروة الحقيقية للمنشأة، إلا أن القياس و الاعتراف المحاسبي بها تعترضه عديد المعوقات العقبات.

المبحث الثاني : القياس المحاسبي لرأس المال الفكري

يعدّ القياس أحد الوظائف الرئيسية للمحاسبة، حيث أنه يعنى بترجمة الأحداث الاقتصادية على شكل أرقام، يسهل من خلالها تبويبها وتلخيصها، وجعلها معلومات مهمّة ومفيدة للمنشأة. بالرغم من الاجتهادات التي تمت لتطوير القياس والاعتراف المحاسبي بالأصول، إلا أن أغلبيتها صيغت لتتلاءم مع الأصول الملموسة مثل : الأراضي، المباني والآلات، و مع دخولنا لاقتصاد المعرفة الذي أساسه الأصول غير الملموسة، إضافة إلى الهوة بين القيمة الدفترية والسوقية لغالبية المنشآت الاقتصادية والذي يعزو لأصولها الفكرية، يبرز الإشكال حول مدى المعرفة المحاسبية لأصول رأس المال الفكري وكذا قدرتها على قياسها.

نحاول من خلال هذا المبحث تناول معوقات القياس و الاعتراف المحاسبي برأس المال الفكري، لكن قبل تناول كل هذا سنحاول التذكير بالقياس المحاسبي والقياس و الاعتراف المحاسبي برأس المال الفكري من منظور المعيار المحاسبي الدولي IAS 38.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

1 - القياس المحاسبي مفهومه، معايير وطرقه : إنّ وظيفة القياس وظيفته أساسية في شتى العلوم الطبيعية والاجتماعية، ينطبق هذا أيضا على المحاسبة، حيث يحكم عملية القياس المحاسبي معايير وطرق تقوم على مفاهيم.

1 - 1 - مفهوم القياس المحاسبي : لقد تعددت مفاهيم القياس المحاسبي من باحث إلى آخر ولكن إن اختلفت إلى حد ما في الشكل إلا أنها تتفق في المضمون ولقد تم تعريف القياس المحاسبي كالتالي :
- يتمثل القياس بشكل عام في قرن الأعداد بالأشياء للتعبير عن خواصها وذلك بناء لقواعد طبيعية يتم اكتشافها، إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة.

- ولكن Steven أضاف بعدا رياضيا إلى تعريف عملية القياس حيث عرّفها بما يلي : «يتمثل القياس في المطابقة بين الخواص أو العلاقات بموجب نموذج رياضي»⁽¹⁾.

أما تعريف القياس المحاسبي الأكثر شمولاً واستخداماً من قبل الباحثين هو الصادر في تقرير جمعية المحاسبين الأمريكيين (AAA) والذي ورد فيه ما يلي : «يتمثل القياس المحاسبي في قرن الأعداد بأحداث المنشأة الماضية والحالية والمستقبلية وذلك بناء لملاحظات ماضية أو جارية وبموجب قواعد محددة»⁽²⁾.

إضافة إلى هذا يجب التسليم بأن القياس المحاسبي قياس كمي على أساس نقدي و موضوع القياس في نطاق المحاسبة المالية هو : الأصول، الخصوم، الإيرادات، الأعباء، الأرباح و الخسائر، إضافة إلى ما تتضمنه قائمة التغيرات في المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية.

كما أن القياس المحاسبي يجب أن يسير الافتراضات الأساسية والمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، والمقبولة قبولاً عاماً، وهذا يدعو إلى الحاجة إلى وجود المعرفة والخبرة والمهارة اللازمة لمن يمارس القياس المحاسبي والذي يجب أن يحدد⁽³⁾ :

- الشيء المراد قياسه.
- متى تحصل عملية القياس.
- القيمة التي ستعطي على القياس.
- تبويب وتصنيف القياس.

(1) إبراهيم خليل حيدر السعدي، مشكلات القياس المحاسبي الناجمة عن التضخم أثرها على استبدال الأصل، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد 21، 2009، ص 10.

(2) إبراهيم خليل حيدر السعدي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

(3) حيدر محمد علي بني عطا، مقدمة في نظرية المحاسبة والمراجعة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ص 40.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

1 - 2 - معايير القياس المحاسبي : يمكن اعتماد أربعة معايير أساسية لقياس الأصول في المحاسبة

وهي:

1 - 2 - 1 - الصلاحية للغرض المستهدف : يعتبر كل من قياس الربح وإظهار حقيقة المركز المالي

للمشروع، أو الوحدة الاقتصادية، هما الهدفان الأساسيان في القياس المحاسبي، وهذا يتطلب بيانات ومعلومات محاسبية كافية و دقيقة، ويمكن الاعتماد عليها لتفسير الاحتياجات المختلفة للمستخدمين منها.

ولا بد من وجود التكافؤ بين الأرقام الكمية المعبرة عن الأهداف المحاسبية وبين الأحداث، أو العمليات الاقتصادية التي تعبر عنها هذه الأرقام، حتى يمكن الاعتماد عليها وعرضها عرضاً صادقاً وأميناً، وهذا ما يزيد من درجة الاعتمادية على البيانات المحاسبية في اتخاذ القرارات الرشيدة⁽¹⁾.

1 - 2 - 2 - القابلية للتحقق : يجب أن تستند البيانات والمعلومات المحاسبية إلى مصدر موثوق

فيه كالمستندات والإجراءات المدونة التي يمكن التحقق من صحتها ومطابقتها للمصدر، بغض النظر عن شخصية الفاحص أو المستخدم منها.

كل هذا يعني وجود درجة عالية من الإجماع والإتقان، بين المحاسبين المستقلين الذين يستخدمون نفس طرق القياس.

1 - 2 - 3 - الالتزام بالموضوعية : يجب أن تكون البيانات والمعلومات المحاسبية بعيدة عن الحكم

الشخصي والحيادية سمتها الرئيسية ومسندة ومبررة بمصادر حقيقية ومبنية على مقاييس اقتصادية موضوعية كالاعتماد على التكلفة التاريخية.

1 - 2 - 4 - القابلية للقياس الكمي : يجب التعبير على الأحداث الاقتصادية في المشروع تعبيراً

كمياً وحدته الرئيسية النقد.

1 - 3 - طرق قياس العناصر المحاسبية : يمكن توضيح أهم الطرق التي تقيس الأصول والالتزامات

في التطبيقات المحاسبية كما يلي :

1 - 3 - 1 - التكلفة التاريخية : المباني، الأراضي والممتلكات ومعظم أنواع المخزون السلعي تسجل

بتكلفتها التاريخية وهي عبارة عن مبلغ النقدية، أو ما يعادلها التي تدفع مقابل الحصول على الأصل وامتلاكه. وقد تعدل هذه التكلفة بعد الاهتلاك عن طريق الاهتلاك، أو الإطفاء أو غيرها من مصاريف التخصيص الأخرى.

(1) حيدر محمد علي بني عطا، مرجع سبق ذكره، ص 41.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

بالمقابل تتميز التكلفة التاريخية بسهولة التحقق من صحتها وموضوعيتها كون الأسعار محددة ومعروفة سابقا نتيجة وجود صفقة أو معاملة تجارية قد حدثت بين المنشأة والمورد.

بالرغم من كل ما تقدم فإن تطبيق طريقة التكلفة التاريخية تعترضه عديد العقبات أهمها حالة التضخم، حيث تصبح القيم غير واقعية ولا يمكن الاستناد إليها في المقارنة بين مختلف الدورات ويؤثر هذا أيضا على صافي المركز المالي للمنشأة ويقلص ثروتها، كل هذا يقودنا إلى تناول طرق أخرى بإمكانها إيجاد حل لهذه الإشكالية.

1 - 3 - 2 - طريقة التكلفة التاريخية المعدلة بالمستوى العام للأسعار : تعتمد هذه الطريقة في تقييم الأصول على أساس تكلفتها التاريخية بوحدة النقد الثابتة بعد الأخذ في الاعتبار التقلبات السعرية العامة في تاريخ التقييم، وذلك من أجل المحافظة على القدرة الشرائية لرأس المال المستثمر أي أن يحافظ على شراء نفس الأصول عند نهاية الفترة والتي إشتراها في بدايتها.

لتعديل التكلفة التاريخية يتم الاستناد إلى أرقام قياسية وأهم هذه الأرقام القياسية هي : نسبة ارتفاع المستوى العام للأسعار لتكون لدينا التكلفة التاريخية المعدلة كما يلي⁽¹⁾ :

التكلفة التاريخية المعدلة = التكلفة التاريخية + (التكلفة التاريخية x نسبة ارتفاع المستوى العام للأسعار).

أو

التكلفة التاريخية المعدلة = التكلفة التاريخية x الرقم القياسي للأسعار.

1 - 3 - 3 - طريقة التكلفة الجارية (الاستبدالية) : أشار عديد المحاسبين إلى إمكانية استخدام التكلفة الاستبدالية كأساس لتقييم عناصر القوائم المالية خاصة في مرحلة التضخم، تهدف هذه الطريقة أيضا إلى المحافظة على رأس المال الفعلي للمنشأة وإبراز ثروتها الحقيقية.

تعددت التعاريف فيما يخص التكلفة الاستبدالية، حيث عرّفها B. Daniel⁽²⁾ بأنها التكلفة الاستبدالية لأصل ما أي ما تتكلفه المنشأة لحصول على أصل مشابه أو مماثل للأصل المعني، أي بنفس الخصائص التقنية والقدرة الإنتاجية، ويعرّف Salmonso بأنها السعر الذي يجب دفعه من أجل استبدال أصل معين.

(1) بالرقم تجاني، القياس في المحاسبة ماهيته وقيوده ومدى تأثره بالتضخم، مجلة العلم الاقتصادية، جامعة سطيف، العدد 8، 2008، ص 69.

(2) Yves Simon Patrich, Encyclopédie de gestion, 2^{ème} tome, Economica, Paris, 1997, p 559.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

إن غالب الدراسات المحاسبية في مجال تقييم الأصول توضح بان الاتجاه الغالب لتحديد التكلفة الاستبدالية هو الاعتماد على أسعار السوق.

1 - 3 - 4 - صافي القيمة التحصيلية : بعض الحسابات المدينة، مستحقات القبض، قصيرة الأجل وبعض أنواع المخزون السلعي، يتم الإفصاح عنها وفقا لصافي قيمتها التحصيلية أي القيمة التي يمكن تحصيلها، والتي تمثل مبلغ النقدية غير المخصومة أو ما يعادلها، والتي يتوقع فيها أن يتحول الأصل إلى نقدية، مطروح منها، التكاليف المباشرة (إن وجدت) الضرورية لعملية هذا التحويل وذلك لأجل الدورة العادية للمنشأة، وتسجل الالتزامات كأوراق الدفع أو الكفالات أو الضمانات حسب صافي القيمة بعد تسويتها في الفترة العادية للمنشأة.

1 - 3 - 5 - القيمة الحالية أو القيمة المالية للتدفقات النقدية : يتم قياس المبالغ المستحقة الطويلة الأجل حسب قيمتها الحالية أو المخصومة، بالتالي تمثل القيمة الحالية صافي التدفقات النقدية الداخلية و التي يتوقع أن يتحول الأصل خلال الدورة التشغيلية العادية لأعمال المنشأة إلى مبلغ نقدي بعد أن يطرح منه القيمة المالية للتدفقات النقدية الخارجية اللازمة للحصول على التدفقات النقدية الداخلية، وتسجل الالتزامات طويلة الأجل حسب صافي القيمة الحالية المخصومة للتدفقات النقدية المستقبلية بعد تسويتها في الفترة العادية للمنشأة⁽¹⁾.

2 - الاعتراف والقياس المحاسبي بالأصول الفكرية :

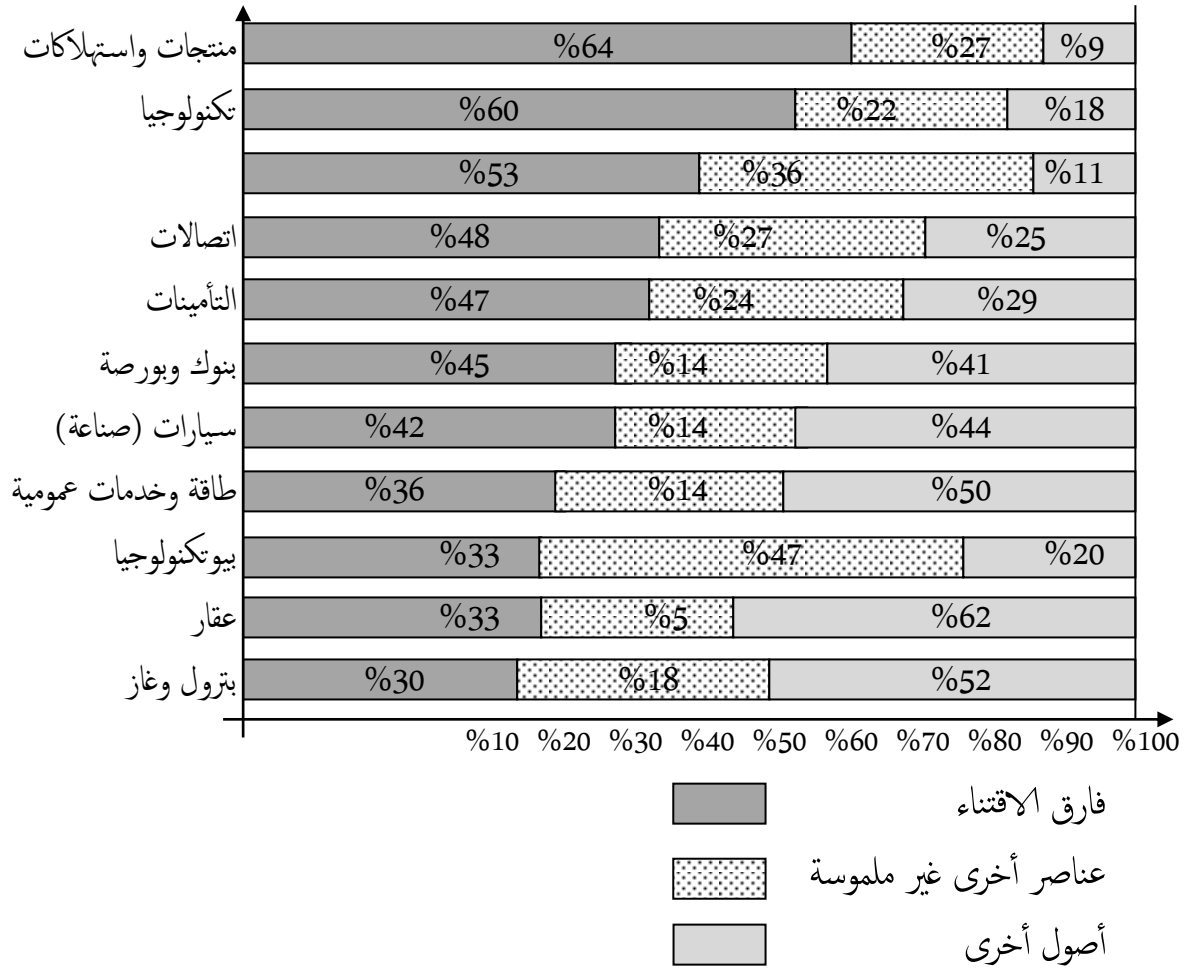
يواجه الاعتراف والقياس المحاسبي للأصول الفكرية عديد المعوقات والعقبات، يظهر جليا هذا من خلال معايير المحاسبة الدولية، خاصة المعيار المحاسبي الدولي 38 الأصول غير الملموسة، قبل تناول كل هذا لابد من الإشارة إلى المعرفة المحاسبية للأصول الفكرية.

2- 1 - المعرفة المحاسبية للأصول الفكرية :

أشارت عديد الدراسات إلى محدودية المعرفة المحاسبية للأصول الفكرية حيث يشير مكتب ERNST و Young على سبيل المثال من خلال دراسة قام بها على 709 مؤسسة مقتناة تمت على مستوى 21 دولة، تظهر بأن غالبية الحصص الرئيسية لهذه المؤسسات تعود لأصولها الفكرية (الغير مادية) وأن 34% فقط من رأس المال الفكري من عينة المؤسسات تم الاعتراف به في قائمة المركز المالي.

(1) حيدر محمد علي بني عطا، مرجع سبق ذكره، ص 56.

الشكل رقم (2-2): تقسيمات قيم المؤسسات المقتناة



Source : Elisabeth Walliser, Corinne Bessieux-ollier, le capital immatériel de l'entreprise, un défi pour les comptable et les managers, éditions ems, Paris, 2011, p 21.

دليل آخر هو حساب القيمة السوقية (البورصية) و القيمة المحاسبية للمؤسسة ما يعني نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، حيث يوضح Lav بأن هذه النسبة أو المعدل قد تضاعف 7 مرات في الو.م.أ خلال الفترة ما بين 1980 م و 2000م.

ويشير مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB إلى شرطين أساسيين للاعتراف بالأصل مهما كانت طبيعته وهما :

- يجب أن يحتمل هذا العنصر تدفقات نقدية مستقبلية.
- تحديد تكلفة أو قيمة هذا العنصر بشكل موثوق.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

الشرط الأول يوضح بأن مردودية الأصل تحدد قيمته إضافة إلى أن العنصر الذي لا يولد تدفقات لا يمكن اعتباره أصلاً.

أما الشرط الثاني فيجب على أساس القياس المحاسبي المبني على التكلفة و أيضاً الموثوقية في تحديدها هذه الأخيرة تتم بعد خصم الاهتلاكات إضافة إلى التخفيضات الأخرى الضرورية.

هذه الشروط السابقة تنطبق على جميع الأصول مهما كانت طبيعتها، إن تطبيقها على الأصول غير الملموسة (الفكرية) يكون حساساً بسبب مميزات (خصوصيات) هذه الأصول، إن الصعوبة الأولى التي تواجه المعرفة المحاسبية للأصول الفكرية هي عدم دقة وغموض المفهوم (المصطلح)⁽¹⁾.

إن مجلس المعايير المحاسبية الدولية إضافة إلى المحاسبين بصفة عامة يتحدثون عن الأصول غير الملموسة، حسب المعيار المحاسبي الدولي IAS 38 الأصول غير الملموسة هي «الأصل غير الملموس هو أصل محدد غير نقدي ليس له وجود مادي، يتم السيطرة عليه بواسطة المنشأة كنتيجة لأحداث سابقة مثل شراء أو بناء ذاتي (مولد داخلياً)، ويتم توقع الحصول على منافع اقتصادية مستقبلية منه تدفقات نقدية داخلية و أي أصول أخرى⁽²⁾».

لذلك فالمميزات الثلاثة للأصول غير الملموسة هي⁽³⁾ :

- محددة.

- مسيطر عليها (القدرة على الحصول على منافع من الأصل).

- تولد منافع اقتصادية مستقبلية مثل الإيرادات أو تخفيض التكاليف المستقبلية.

- والتحديد، يكون الأصل غير الملموس محددًا إذا كان :

* منفصل (القدرة على بقاء الأصل منفصلاً بحيث يمكن بيعه وتحويله، ترخيصه، تأجير، مبادلتها، سواء كان بشكل منفصل أو كجزء من المجموعة).

* يظهر نتيجة لحقوق تعاقدية أو قانونية أخرى بغض النظر عن إمكانية أن تكون هذه الحقوق قابلة للتحويل أو منفصلة عن المنشأة أو عن أي حقوق أو لالتزامات أخرى.

إن التعريف السابق يتحدث إلا على الأصول غير الملموسة المسجلة في الميزانية (المركز المالي).

⁽¹⁾ Elisabeth Wallister, Corrine Bissieux-Ollier, Le capital immatériel de l'entreprise, un défi pour les comptables et les managers, édition ems, Paris 2011, p 21-22, بتصرف

⁽²⁾ خالد جمال الجعرات، معايير التقارير المالية الدولية، الشارقة - الإمارات، إثراء للنشر والتوزيع، 2008، ص 372-373.

⁽³⁾ خالد جمال الجعرات، مرجع سبق ذكره، ص 373.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

هذا التعريف ضيق مقارنة بالمفاهيم التي نجدها في بعض الأدبيات المحاسبية أو من باب أولى الإدارية التي فصلت وتناولت بشكل واسع العناصر غير الملموسة تحت مصطلح رأس المال الفكري وهو ما جعلنا في بحثنا هذا نأخذ مصطلح رأس المال الفكري، مثل منظمة الـ OECD 2008 و Edvinsson وعديد الكتاب الآخرين، كم سار بعض الكتاب الآخرين إلى الأخذ بمصطلح رأس المال غير المادي كترجمة عن الإنجليزية إلى الفرنسية لمصطلح رأس المال الفكري ومثال ذلك Fustec و Marois 2006، هذا الاختلاف في المصطلحات لم يؤثر كثيرا في مضمون ومفهوم ومكونات رأس المال الفكري أو غير المادي، حيث تعتبر المصطلحات مرادفات لبعضها⁽¹⁾.

من جهة أخرى فإن محدودية المعرفة المحاسبية للأصول الفكرية يعود أيضا إل القصور في تناول وتحديد مكوناته، حيث يشير المعيار المحاسبي الدولي للأصول غير الملموسة IAS38 إلى أمثلة عن الأصول غير الملموسة مثل⁽²⁾:

- برامج الكمبيوتر.
 - براءات الاختراع.
 - حقوق الطبع.
 - أفلام الصور المتحركة.
 - قوائم العملاء.
 - حقوق خدمة الرخص العقارية.
 - الرخص.
 - حصص الاستيراد.
 - حقوق التأليف.
 - علاقات العملاء والموردين.
- ولا ينطبق المعيار على الأصول التالية :

- الأصول غير الملموسة التي يغطيها معيار آخر مثل الشهرة التي يغطيها المعيار IFRS3 اندماج الأعمال.

- الأصول المالية التي تمت تغطيتها بموجب المعيار IAS39 الأدوات المالية.

⁽¹⁾Elisabeth Wallister, Corinne Bissieux-Ollier, op. cit, p23.

⁽²⁾ خالد جمال الجعرات، مرجع سبق ذكره، ص 372.

- الموارد المعدنية والأصول ذات العلاقة والتي تمت تغطيتها بموجب المعيار IFRS6.

- أصول أخرى غير ملموسة توضع خارج المعيار وهي :

* الأصول غير الملموسة المحددة والمنتقاة لأغراض البيع.

* الأصول الضريبية المؤجلة.

* الإيجارات.

* الأصول المتعلقة بمنافع العاملين وتكاليف الاندماج المؤجلة.

2 - 2 - المعالجة المحاسبية (الاعتراف والقياس) للأصول غير الملموسة من منظور المعيار IAS38 :

تناول المعيار المحاسبي IAS38 شروط الاعتراف المحاسبي بالأصول غير الملموسة وكذا كيفية قياسها

كما فصل في شروط الاعتراف والقياس لبعض الأصول بشكل منفرد.

2 - 2 - 1 - الاعتراف: ينبغي الاعتراف بالأصل غير الملموس سواء المصنع (المولد داخليا) أو الذي

تم اقتناؤه بتوفر الشروط التالية⁽¹⁾ :

- أن يتوفر فيه تعريف الأصل غير الملموس.

- أن تتوفر فيه شروط الاعتراف بالأصول باختلاف طبيعتها والمتمثلة في احتمالية تدفق منافع

اقتصادية للأصل، إضافة إلى تحديد تكلفته بشكل موثوق.

كما ينبغي على المؤسسة تقييم احتمال المنافع الاقتصادية باستخدام فرضيات معقولة ومدعومة تتمثل في

أفضل تقدير للإدارة لمجموعة الظروف الاقتصادية التي ستسود على مدى العمر النافع للأصل، وإذا لم تتوفر

شروط الاعتراف أي إذا كان الأصل غير الملموس لم تتوفر فيه تعريف الأصل غير الملموس ولم ينطبق عليه

شروط الاعتراف بالأصل غير الملموس فيتطلب المعيار المحاسبي الدولي IAS38 أن يتم الاعتراف بالنفقات

على هذا الأصل كمصروفات عند تحميلها.

وتعتبر تكلفة الأصول غير الملموسة التي يتم الاعتراف بها عند اقتناءها القيمة العادلة التي يتم تحديدها

لها⁽²⁾.

2 - 2 - 2 - القياس الأولي للأصول غير الملموسة : يشير المعيار المحاسبي الدولي IAS38

الأصول غير الملموسة، بأن عملية قياسها يتم وفق محاسبة التكلفة أي القياس المبني على التكلفة التاريخية وكذا

محاسبة القيمة المعادلة لها.

(1) لخضر علاوي، معايير المحاسبة الدولية، دار النشر الورقة الزرقاء، الجزائر 2012، ص 123.

(2) خالد جمال الجعرات، مرجع سبق ذكره، ص 374.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

ويشير المعيار المحاسبي الدولي IAS38 من خلال مجلس المعايير المحاسبية الدولية إلى أن القيمة العادلة تمثل المبلغ الذي يتم على أساسه مبادلة أصل بين طرفين مطلعين ومتراضين، المشتري والبائع يعملان في ظروف منافسة عادية، هذا التعريف ليس إلا تعريف قيمة السوق في وجود سوق نشطة أي سوق تبادلات مفتوحة أمام الجميع⁽¹⁾.

وتتمثل معايير السوق النشطة في :

- تجانس العناصر المتداولة في السوق.

- تواجد وبصفة دائمة بائعين ومشتريين على علم تام بظروف السوق السائدة.

- الأسعار في متناول الجمهور.

2 - 2 - 1 - الامتلاك المنفصل للأصول غير الملموسة : عن طريق الاقتناء المباشر (حسب

تكلفة الشراء) : يتم قياس الأصل غير الملموس مبدئياً بسعر التكلفة وتتألف تكلفة الأصل غير الملموس المشتري بشكل منفصل من⁽²⁾ :

- سعر الشراء الخاص به، متضمناً رسوم الاستيراد وضرائب الشراء غير القابلة للاسترجاع بعد طرح الخصومات و الحسومات التجارية.

- أي تكلفة منسوبة بشكل مباشر لإعداد الأصل لاستخدامه المقصود.

- عن طريق تبادل الأصول : إذا تم امتلاك الأصل غير الملموس مقابل مبادلة مع أصول أخرى فإنه يقيم ويسجل بقيمته العادلة والفرق بين القيمة الصافية للأصل المحصل عليه والأصل الممنوح في عملية التبادل تسجل ضمن نتيجة المؤسسة كنتيجة تنازل.

إذا تعذر تحديد القيمة العادلة بصورة صادقة لكل من الأصل الممنوح والأصل المحصل عليه، فإن التثبيت المتحصل عليه يسجل بالقيمة المحاسبية للأصل الممنوح، ومنه لا يسجل أي فرق في نتيجة المؤسسة بشرط أن لا تمثل عملية التبادل في صفة التجارة.

- امتلاك التثبيتات الغير الملموسة عن طريق الإعانات والمساعدات الحكومية وغيرها :

في بعض الحالات من الممكن امتلاك أصل غير ملموس بدون تكلفة أو بمقابل رمزي من خلال منفعة حكومية، وقد يحدث عندما تقوم الحكومة بتحويل أو تخصيص أصل غير ملموس لمؤسسة مثل : حقوق النزول في المطار أو التراخيص لتشغيل محطة الراديو أو التلفزيون أو حصص استيراد أو حقوق الوصول إلى

⁽¹⁾دوكاس وآخرون، ترجمة للعربية بحار حسنة، معايير المحاسبة الدولية، الورقة الزرقاء للنشر والتوزيع، الجزائر 2009، ص 117.

⁽²⁾ Arab Chartered Accountants Society, IAS 38, www.arbcas.com.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

مصادر أخرى متعددة، وبموجب المعيار المحاسبي الدولي IAS38 محاسبة الإعانات العمومية والإفصاح عن المساعدات الحكومية فقد تختار المؤسسة بين⁽¹⁾ :

- الاعتراف بالأصل غير الملموس من الإعانات الحكومية، كإيرادات مؤجلة حيث يتم تقييمه على أساس قيمته العادلة.

- عدم الاعتراف بالأصل مبدئياً بقيمته العادلة، حيث يعترف به بمقدار مبلغ رمزي بموجب المعاملة الأخرى التي سيسمح بها المعيار المحاسبي الدولي IAS20 بالإضافة إلى أي إنفاق يؤدي مباشرة لإعداد الأصل لاستعماله المقصود.

- امتلاك الأصول غير الملموسة كجزء من اندماج الأعمال بموجب المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية 3 اندماج الأعمال، يقيم الأصل الثابت الغير الملموس الناتج عن عملية اندماج الأعمال بقيمته العادلة في تاريخ الحصول عليه، أي إذا كان الأصل المكتسب في اندماج الأعمال منفصلاً.

إذا لم يكن هناك سوق نشط للأصل فإن تكلفته تعكس المبلغ الذي كانت المؤسسة ستدفعه في تاريخ الامتلاك للأصل في عملية محايدة بين أطراف مطلعة و رغبة بناء على أفضل معلومات متوفرة وعند تحديد هذا المبلغ تأخذ المؤسسة في عين الاعتبار نتيجة العمليات الأخيرة للأصول المماثلة.

كما يشير المعيار الدولي للإعداد التقارير المالية اندماج الأعمال بأن المنشأة المشتريّة تعترف بالأصول الغير الملموسة المنفصلة عن الشهرة للمؤسسة المشتراة بصرف النظر عما إذا كان الأصل قد تم الاعتراف به من قبل المنشأة المشتراة قبل اندماج الأعمال، هذا يعني أن المنشأة المشتريّة تعترف بمشروع البحث و التطوير القائم والتابع للمنشأة المشتراة على أنه أصل بشكل منفصل عن الشهرة إذا توافق المشروع مع تعريف الأصل الغير الملموس.

2 - 2 - 2 - 2 - الأصول الغير الملموسة المولدة داخليا : غالبا ما يكون للمؤسسات مراكز بحث

تضع خبراء ومهندسين مما يؤدي إلى اكتشاف طرق إنتاج جديدة أو تطوير الطرق المنتهجة سابقا مما يؤدي في نهاية المطاف إلى توليد أصول غير ملموسة داخليا، ولصعوبة غرض تحديد ما إذا كانت الأصول الغير الملموسة المولدة داخل المؤسسة تستجيب لشروط إدراجها ضمن الأصول يجب تحديد :

- قدرتها على توليد منافع اقتصادية مستقبلية محتملة.

- إمكانية قياس تكلفتها بصورة عادلة.

(1) لخضر علاوي، مرجع سبق ذكره، ص 125.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

- القدرة على السيطرة عليها (الرقابة القانونية) كما تجدر الإشارة أن الشهرة المولدة داخليا لا يتم الاعتراف بها كأصل حيث أن المؤسسة تقوم في بعض الأحيان بإفصاحات من شأنها توليد منافع اقتصادية لها.
- أما بالنسبة لتكاليف البحث فيتم اعتبارها دائما مصروفات وإن لم تستطع المنشأة التفريق بين مرحلة البحث للمشروع الداخلي ومرحلة التطوير فيتم معاملة نفقات المشروع كأنها تم تحملها في مرحلة البحث فقط، أما بالنسبة لتكاليف التطوير و وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم 3 يخضع تسجيل (الاعتراف) بتكاليف التطوير كأصول إلى ستة شروط هي⁽¹⁾ :

- ✓ قابلية التنفيذ التقنية الضرورية لإنجاز الأصل الغير ملموس بهدف تشغيله.
 - ✓ نية إنجاز الأصل غير الملموس أو بيعه.
 - ✓ القدرة على استخدام الأصل غير الملموس و استخدامه أو بيعه.
 - ✓ الطريقة التي سيولد بها الأصل غير الملموس منافع اقتصادية مستقبلية متوقعة، يجب أن يثبت الكيان وجود سوق للإنتاج المتحصل عليه من الأصل غير الملموس أو الخاص بالأصل غير الملموس في حد ذاته أو إثبات منفعة إذا كان هذا الأخير مخصص للاستخدام الداخلي.
 - ✓ توفر الموارد المناسبة (الموارد التقنية والمالية أو الموارد الأخرى) من أجل تطوير الأصل غير الملموس واستعماله أو بيعه.
 - ✓ إمكانية تقدير النفقات المحصنة للأصل غير الملموس خلال تطويره بمصادقية.
- 2 - 2 - 2 - 3 - التكاليف اللاحقة⁽²⁾ :** وفقا لتعريف الأصل يجب إضافة النفقات اللاحقة التي ترفع من مستوى أداء الأصل والتي من المحتمل أن تولد منافع اقتصادية مستقبلية تفوق تلك التي تتوقعها المؤسسة في البداية إلى القيمة المحاسبية للأصل المعني، وبالمقابل تدرج النفقات التي لا تعود بمنافع اقتصادية مستقبلية إضافية ضمن أعباء السنة المالية التي تم استحقاقها خلالها.
- 2 - 2 - 2 - 4 - العلامات التجارية، البيانات الإدارية، العناوين والقوائم المولدة داخليا :** يجب عدم الاعتراف بالعلامات التجارية والبيانات الإدارية، عناوين النشر، قوائم العملاء والأصول المماثلة في وجودها التي تم توليدها داخليا.
- 2 - 2 - 2 - 5 - برامج الإعلام الآلي :** يتم التعامل معها على النحو التالي :

⁽¹⁾دوكاس وآخرون، مرجع سابق ذكره، ص 121-122.

⁽²⁾دوكاس وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 128.

✓ المشتراة يتم رسملتها.

✓ النظام التشغيلي للأجهزة يدخل في تكلفة الأجهزة.

✓ المطورة داخليا : سواء للاستخدام أم البيع، تعتبر مصروفات بتوفر الشروط التالية : ملاءمتها تقنيا، وجود منافع اقتصادية محتملة، النية في استخدام أو بيع برامج الكمبيوتر، والقدرة على القيام بذلك، وكذا وجود موارد لتكملة البرامج والقدرة على قياس التكلفة.

الاهتلاك على مدى العمر النافع بالاستناد إلى نموذج المنافع، حيث يعتبر القسط الثابت تقصيرا أو فشلا في إهلاك تكاليف الكمبيوتر.

بعض أنواع التكاليف الأخرى : يجب اعتبار التكاليف التالية مصروفات عند تحملها⁽¹⁾:

- تكاليف ما قبل التشغيل، قبل الافتتاح والتأسيس.

- تكاليف التدريب.

- تكاليف تغيير مواقع الأصول.

2 - 2 - 3 - القياس اللاحق للأصول غير الملموسة : عند إقفال المؤسسة لحساباتها يسمح المعيار

المحاسبي الدولي الاختيار بين طريقتين لإعادة تقييم الأصول غير الملموسة سوء الاعتماد على الطريقة المرجعية المتمثلة في التكلفة التاريخية أو الاعتماد على الطريقة المسموح بها (الاختيارية) المتمثلة في نموذج إعادة التقييم.

2 - 2 - 3 - 1 - الطريقة المرجعية (نموذج التكلفة)⁽²⁾ : على أساس هذه الطريقة وبعد الاعتراف

الأولي بالأصول غير الملموسة، يتم تسجيلها بتاريخ التقييم البعدي بتكلفتها مطروحا منها مبلغ الاهتلاكات المتراكمة وأي خسائر متراكمة لانخفاض القيمة (بمفهوم آخر يتم تسجيلها بقيمتها المحاسبية الصافية انطلاقا من تكلفتها التاريخية).

2 - 2 - 3 - 2 - الطريقة الاختيارية (نموذج إعادة التقييم) : يمكن تسجيل الأصول غير الملموسة

بالقيمة المعاد تقييمها (بالاستناد إلى القيمة العادلة) ناقصا الاهتلاك اللاحق وخسائر الانخفاض فقط، عندها يمكن تحديد القيمة العادلة بالاستناد إلى سوق نشط، ويتوقع لمثل هذا السوق أن يكون مناسباً للأصول غير الملموسة.

(1) خالد جمال الجعرات، مرجع سبق ذكره، ص 379.

(2) دوكاس وآخرون مرجع سبق ذكره، ص 134.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

وبموجب نموذج إعادة التقييم يتم إقفال الزيادات التي تظهر بسبب إعادة التقييم مباشرة في احتياطي إعادة التقييم في حقوق الملكية، ما عدا ما يتعلق منها بخسائر انخفاض تم الاعتراف بمحاسبتها بسبب إعادة التقييم في الربح أو الخسارة، وإذا كان للأصل غير الملموس الذي تم إعادة تقديره عمر محدد يتم إهلاكه على مداره فإنه عندئذ يتم إهلاك القيمة المعاد تقديرها على مدار هذا العمر.

ويجب إعادة تقييم فترة الإهلاك وطريقته في نهاية كل سنة مالية، وإذا كانت فترة الإهلاك و/ أو طريقته لا تعكس الاستنفاد المتوقع للمنافع الاقتصادية المستقبلية، فإنه يتم تغيير فترة الإهلاك و/ أو طريقته لتعكس التغيير المتوقع للنفاد ونموذجه، ويعتبر هذا التغيير تغييرا في السياسات المحاسبية استنادا إلى المعيار IAS38.

وبالنسبة للأصول محددة الأعمار فيتم إهلاكها على مدى العمر المتوقع لها ويتم فحصها سنويا من أجل الانخفاض عند وجود مؤشرات تدل على ذلك، أما بالنسبة للأصول غير محددة الأعمار والأصول غير المتاحة لاستخدام بعد فيتم فحصها من أجل الانخفاض سنويا، أو عند ظهور مؤشر يدل على انخفاض قيمتها. أما إذا كان هناك سوق نشط فيتم إعادة تقييم الأصل غير الملموس استنادا إلى الأسعار السائدة فيه، و باعتبار ندرة وجود سوق نشط للأصول غير الملموسة، ولكن يمكن أن يوجد في حالة المتاجرة بناء على أسس منتظمة، ومثال ذلك تراخيص السيارات العمومية، يمكن تحديد ثمنها استنادا إلى أسعارها في السوق⁽¹⁾.

أظهرت الأدبيات المحاسبية خاصة المعيار المحاسبي الدولي IAS38 قصورا كبيرا في القياس والاعتراف المحاسبي بأصول رأس المال الفكري ما يعني وجود عديد المعوقات التي تقف حاجزا في القياس و الاعتراف به.

3 - معوقات القياس والاعتراف المحاسبي بالأصول الفكرية :

3 - 1 - معوقات مرتبطة بشروط الاعتراف : والتي يمكن إيجازها من خلال الآتي :

3 - 1 - 1 - عدم أكادة التدفقات النقدية : يعتبر احتمال توليد التدفقات النقدية شرط أساسي في

اعتبار أي عنصر أصلا، فالمخزون السلعي مثلا ينتج تدفقا نقديا عند بيعه كما أن الأصول لا تولد تدفقا نقديا من بيعها ولكنها تساهم في خلق القيمة و المردودية المستقبلية من خلال استعمالها⁽²⁾.

(1) خالد كمال الجعرات، مرجع سبق ذكره، ص 380-381.

(2) Elisabeth Walliser, Corinne Bessieux-Ollier, op cit, p24.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

بالنسبة لغالبية الأصول الملموسة، احتمالية توليدها لتدفقات نقدية تكون واضحة، لا ينطبق هذا على الأصول غير الملموسة، نأخذ كمثال تكاليف البحث والتطوير، تمثل هذه التكاليف في بعض القطاعات مبالغ معتبرة، كما أنها مهمة جدا بالنسبة لمستقبل المؤسسة ولها وزن كبير في توليدها للتدفقات النقدية.

تغطي تكاليف البحث والتطوير نشاطين مختلفين، البحث ليس عملية نهائية، لكن هو عملية تكسب المؤسسة معارف علمية أو تقنيات جديدة التي يمكن استخدامها في ضبط منتجات جديدة أو ابتكار عمليات تصنيع (أسرار تصنيع).

لا تولد إذن أي تدفق نقدي في حد ذاتها، هو السبب الذي يجعل هذه الأعباء لا يمكن اعتبارها أصولا.

أما بالنسبة للتطوير الذي يمثل تطبيق نتائج البحث، يمكن أن يجلب تدفقات نقدية إذا كان يؤدي إلى بلورة منتجات تستجيب لحاجيات السوق، أو وضع طرق مبتكرة لعمليات التصنيع.

إن تسجيل كل تكاليف التطوير كأصل يؤدي إلى تحمل خطر تقويمها أكثر من قيمتها، حيث أنها في بعض الأحيان تمثل ثروة المؤسسة، هذا ما يجعل معايير المحاسبة الأمريكية (US GAAP) تمنع بشكل مطلق الاعتراف بهذه التكاليف كأصول، أما موقف مجلس المعايير المحاسبية الدولية IASB موقفه في هذا الشأن يشوبه بعض الغموض، حيث يسمح بتسجيلها كأصول، لكنه اشترط أن تكون هناك رؤية جيدة تؤدي إلى كون هذا الاختراع يولد مردودية.⁽¹⁾

هذه الشروط لا يمكن أن تتحقق بصفة قطعية وأكيدة خاصة عند المراحل الأولى من حياة المشروع، لكن عدم الأكادة يخفض مع تقدم وتطور المشروع.

عادة ما يتم تسجيل تكاليف التطوير في المركز المالي كمشاريع رهن البحث والتطوير. عند اقتناء مؤسسة لأخرى سنجد بأن مجموع هذه الأصول (الأصول غير الملموسة لا يمكن استعماله كـ بصفة قطعية، فقد تجد المؤسسة على سبيل المثال علامات تجارية قديمة تم نسيانها أو مشاريع تطوير لا تريد المضي فيها.

3 - 1 - 2 - صعوبة تحديد تكلفة الأصول غير الملموسة (الفكرية) : تكلفة أصل تساوي سعره

مضافا إليه المصاريف المرتبطة بالشراء كالنقل الحقوق الجمركية، بالنسبة للأصول المشتراة معرفة هذه العناصر لا يطرح أي إشكال، بحيث أن كل الأصول المقتناة من قبل المؤسسة يتم الاعتراف بها وتسجيلها في الميزانية. ينطبق هذا على كل الأصول الملموسة كما هو الحال على الأصول غير الملموسة.

(1) Elisabeth Walliser, Corinne Bessieux-Ollier, op cit, P25 .

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

عند شراء مؤسسة لأخرى نجد الأصول غير الملموسة للمؤسسة المقتناة تكون كجموعة مع بعضها، الإشكال هو أن تكلفة كل هذه العناصر كل على حدا لا يمكن تحديدها بصفة مباشرة أو لا يمكن تقييمها بصفة منفردة⁽¹⁾.

الحل المعتمد من قبل المحاسبين هو اعتبار وجود نوعين من الأصول : الأصول المحددة والتي تستجيب لهدف التقييم المنفرد والأصول غير المحددة والتي تقيم كجموعة. الأولى تتشكل بشكل رئيسي من الأصول الملموسة وبعض الأصول غير الملموسة والتي لأجلها يوجد سوق نشط ما يسمح بإمكانية تقييمها بشكل موثوق.

أما الأصول الثانية المجمعة مع بعضها فيطلق عليها فارق الاقتناء أو الشهرة Goodwill. مما سبق يبرز صعوبة تحديد تكلفة الأصول غير الملموسة مما يصعب الاعتراف بهذه العناصر كأصول. **3 - 2 - صعوبات التقييم المحاسبي للأصول الفكرية:**⁽²⁾ تشير معايير المحاسبة الدولية إلى إمكانية تقييم بعض الأصول الفكرية بقيمتها العادلة بالرغم من أن غالبيتها لا تقبل بهذا الحل. إن أحسن تقريب للقيمة العادلة هو السعر الملاحظ في السوق النشط. إن خصائص السوق النشط، إلا أسواق رأس المال والمواد الأولية والأصول الملموسة هي فقط التي تستجيب لخصائصه.

لا يوجد بحكم التعريف علامتين تجاريتين أو براءتي اختراع أو كتابين متجانسين، إن الغرض من حماية الملكية الفكرية هو ضمان تفرد الأصول غير الملموسة لتجنب النسخ أو التقليد. إن الأصول غير الملموسة ليست متجانسة بحيث لا يمكن تقييمها بالقيمة السوقية. هنا السؤال المطروح : كيف يمكن تعريف القيمة العادلة في غياب سوق نشطة، حيث نجد المعيار المحاسبي الدولي IAS38 (تدني قيمة الأصول) يقدم إجابة على ذلك حيث يشير بان قيمة المنفعة تساوي مجموع المنافع الاقتصادية المستقبلية المقدرة الناتجة عن استعمال الأصل المعني. مما سبق يمكن الحصول على القيمة العادلة للأصل من خلال الصيغة التالية :

$$V_0 = \sum_{t=1}^N \frac{Cft}{(1+K)^t}$$

V_0 : القيمة العادلة للأصل.

CF : التدفقات النقدية المتوقعة قبل الضريبة.

⁽¹⁾ Elisabeth Walliser, Corinne Bessieux-Ollier, op cit, p25.

⁽²⁾ Elisabeth Walliser, Corinne Bessieux-Ollier, op cit, pp27-32. بصرف.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

K : معامل التحيين الذي يعكس خطر الأصل.

N : المدة التي يمكن للأصل من خلالها توليد التدفقات النقدية.

تتلاءم هذه الطريقة بشكل كبير مع الأصول الملموسة عكس الأصول غير الملموسة وهو ما سنحاول أن نفصل فيه من خلال الآتي :

3 - 2 - 1 - استحالة قياس مردودية بعض العناصر غير الملموسة : سبق وأن أشرنا إلى عدم

الأكادة المتعلقة بمردودية تكاليف البحث والتطوير بصفة خاصة في المرحلة الأولية لحياة المشروع، لكن يوجد أيضا عديد الأصول لا يمكن قياس مردوديتها منطقيا بسبب استحالة تحديد التدفقات النقدية لهذه الأصول.

كمثال العلامة التجارية حيث أنه في عدد كبير من قطاعات النشاط (المنتجات ذات الاستهلاك الواسع كمثل) مثل المنتجات الالكترونية، قطاع غيار السيارات، يشكل رأس المال الفكري المكون الرئيسي والوزن الكبير في قيمة هذه القطاعات.

لا يمكن إنكار علامات تجارية عالمية معروفة مثل Apple, Coca Cola, Sony... الخ، لا تمتلك قيمة، لكن كيف يتم قياسها، نظريا يجب مقارنة مردودية كل مؤسسة مع مؤسسة مماثلة لها مع عدم إدماج العلامة في المقارنة.

بطبيعة الحال غير ممكن لأنه لا يوجد مؤسسات مماثلة، وكل مؤسسة تحتوي على علامة أو عدة علامات تجارية.

3 - 2 - 2 - التدفقات النقدية المقدرة : حتى بالنسبة للأصول الفكرية فإن تحديد التدفقات

النقدية ممكن، لكن تعترضه عديد العقبات بسبب خصائصها.

الأصول الملموسة بصفة عامة لها قدرة إنتاجية محدودة فمثلا طائرة ذات 300 مقعد لا يمكنها السفر بـ 1000 شخص في كل رحلة، على عكس الأصول الفكرية التي تمتلك قدرة إنتاجية تقريبا غير محدودة لأن الأساس في قيمتها يكمن في العمل الفكري اللازم لبلورتها وليس إلى التكلفة المحتملة المادية الداعمة. إن الزيادة في حجم مبيعات الأصول الفكرية لا يكون ولا يتحدد إلا حسب حجم السوق المستهدف، هذا ما يجعل تقدير التدفقات النقدية المستقبلية بالغ الصعوبة.

3 - 2 - 3 - مجال (مدة) التقدير : تقييم أصل بالاعتماد على التدفقات النقدية يتطلب تثبيت المدة

التي من خلالها يمكن للأصل أن يولد تدفق نقديا.

بالنسبة للأصول الثابتة يعتبر هذا الأمر سهلا نسبيا، كل آلة لها مدة حياة بحسب خصائصها وسرعة

تقادمها.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

أما بالنسبة لغالبية الأصول غير الملموسة تحديد المدة التي من خلالها يتم توليد التدفق النقدي يعتبر صعبا للغاية.

إن المحدد الوحيد لانتشار الابتكار هو السوق أي حجمه وليس كل اختراع يحصل على براءة. في عديد القطاعات كقطاع الإعلام الآلي، التكنولوجيا تتجدد بتسارع معين مما يجعل حياة الاختراع يمكن أن تكون قصيرة جدا، تثبت المدة التي من خلالها تتحصل المؤسسة على عوائد على اختراعها يكون بدرجة مخاطرة كبيرة، ما يعيق تحديد مدة التقدير.

3 - 2 - 4 - معامل التحيين : التدفق النقدي المنتظر، يجب أن يحدّد بمعامل أو معدل تحيين يعكس مخاطر الأصل، في ظل عدم أكاده التدفقات النقدية المستقبلية ومدة استخدام الأصل، التدفق النقدي المنتظر للعناصر غير الملموسة (الفكرية) يجب تحيينها بمعدل عالي ومرتفع على ما هو مطبق في غالبية الأصول المادية.

إن التقرّد الذي يميّز به كل عنصر من الأصول الغير ملموسة (الفكرية) يجعل تحديد المعدل صعبا للغاية، في ظل غياب مؤشرات مرجعية تصبح كل معدلات التحيين وكأنها اعتباطية غير منطقية مما يضيف عدم أكاده وشك آخر حول تقييم الأصول الغير ملموسة، في ظل كل هذا برزت طرق مبتكرة لقياس رأس المال الفكري نظرا لدوافع استخداماتها خاصة بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب الحصول على التمويل⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Elisabeth Walliser, Corinne Bessieux-Ollier, op cit, p32.

المبحث الثالث : الطرق المبتكرة لقياس رأس المال الفكري واستخداماتها بالنسبة للمبادرين بطلب

الحصول على التمويل

بالرغم من المعوقات المحاسبية التي تقف حاجزا أمام القياس والاعتراف برأس المال الفكري، إلا أن الاجتهادات المحاسبية وغير المحاسبية لقياسه نتج عنها عديد الطرق المبتكرة سواء كانت مقاييس مالية أو غير مالية أو مختلطة وهذا نظرا لدوافع وأهمية استخدامات قياسه بالنسبة للأطراف الداخلية والخارجية للمنشآت الاقتصادية.

نحاول من خلال هذا المبحث تناول الدور الذي يلعبه قياس رأس المال الفكري وأهميته بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب الحصول على التمويل خاصة من شركات رأس المال المخاطر، لكن قبل كل هذا سنحاول تناول دوافع وأهمية قياس رأس المال الفكري وأهم الطرق المبتكرة التي تم استخدامها لقياسه.

1 - دوافع وأهمية قياس رأس المال الفكري :

إن الاهتمام برأس المال الفكري نتج عنه دوافع وأهمية كبيرة بالنسبة لمختلف الأطراف الداخلية والخارجية للمنشأة للاهتمام بقياسه.

1 - 1 - دوافع قياس رأس المال الفكري :

- يساهم قياس رأس المال الفكري في تحديد مكوناته ومن ثم زيادة فعالية الرقابة عليه.
- إن الهدف الرئيسي بالنسبة للإداريين هو العمل على الإدارة الفعالة لكل أصول المنشأة، هذا ما يفسر الدافع الرئيسي بالنسبة للإداريين في قياس رأس المال الفكري، ويبرر المقولة، ما يمكن قياسه يمكن إدارته.
- يساهم رأس المال الفكري في تحقيق الميزة التنافسية للمنشآت الاقتصادية كل هذا جعل ضرورة قياسه ضرورة ملحة بالنسبة لغالبية المنشآت الاقتصادية، خاصة التي تعيش في محيط تنافسي كبير.
- لا تعكس القيمة الدفترية للمنشأة أو صافي مركزها المالي قيمتها الحقيقية، إن قياس رأس المال الفكري يوضح الفرق بين القيمة الدفترية والسوقية للمنشآت الاقتصادية.
- يدعم هدف المنشأة الخاص بتعزيز قيمة أسهمها وإبراز أصولها التي لا تظهر في قائمة مركزها المالي.
- تقدم الأدبيات المحاسبية تقارير مالية لا تمكن المستثمر من أخذ صورة شاملة ودقيقة حول قيمة المنشأة، لذا فإن تقرير رأس المال الفكري يكمل التقرير المالي التقليدي ويساهم في إعطاء صورة مستقبلية للمنشآت الاقتصادية.
- يساهم قياس رأس المال الفكري في تخطيط وتمويل البحث والتطوير.
- يساعد قياس رأس المال الفكري في تحديد موارد المنشأة ومعرفة الأصول التي تساهم في خلق القيمة ومن ثم تفادي إعادة التصنيع.
- يساعد على تقوية قدرة المنشأة على تحقيق أهدافها.
- إنَّ قياس رأس المال الفكري يبرر الاستثمار و الإنفاق على الأصول الفكرية، وإقناع الإدارة والمالكين بضرورة الإنفاق عليها.
- يساعد قياس رأس المال الفكري في فهم كيفية خلق القيمة في المنشآت الاقتصادية، خاصة بالنسبة للإداريين وأصحاب المشاريع والمستثمرين.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

1 - 2 - أهمية قياس رأس المال الفكري : يمكن الإشارة إلى أهمية قياس رأس المال الفكري من خلال الآتي :

1 - 2 - 1 - من وجهة نظر خارجية : يساعد قياس رأس المال الفكري على تبرير الهوية بين القيمة الدفترية والسوقية للمنشآت الاقتصادية كما يساعد على تقديم المعلومات الضرورية والإضافية التي تساعد على فهم عملية خلق القيمة للمستثمرين و البنوك وغيرها من الأطراف الخارجية المهتمة بالمنشأة.

1 - 2 - 2 - من وجهة نظر الأطراف الداخلية : تحديد مكونات رأس المال الفكري بغرض إدارته و الرقابة عليه وكذا استخدامه في اتخاذ القرارات وتوجيه و إعداد مخططات أعمال المنشآت الاقتصادية و المشاريع الاستثمارية.

2 - الأشكال المطورة لقياس رأس المال الفكري : قدم الباحثون بمختلف توجهاتهم الأكاديمية والمهنية عديد المقاييس لقياس رأس المال الفكري، والتي تم تصنيفها في عملنا البحثي هذا إلى مقاييس القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والمقاييس التي تستند إلى المؤشرات وكذا المقاييس المختلطة.

2 - 1 - مقاييس القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية : والتي يمكن إيجازها من خلال الآتي :

2 - 1 - 1 - طريقة القيمة السوقية مقابل القيمة الدفترية : تعتمد هذه الطريقة على المعادلة التالية :

رأس المال الفكري = القيمة السوقية للمنشأة - القيمة الدفترية

في هذه الحالة نلاحظ بأن رأس المال الفكري قيمته تتمثل في فارق الاقتناء أي Goodwill، كما أن القيمة الدفترية للمنشأة تتمثل في الأموال الخاصة للمنشأة، إن حساب القيمة السوقية للمنشأة يتم من خلال متوسط القيمة السوقية للسهم خلال مدى زمني معين مضروباً في عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال المصدر.

ما يعاب على هذه الطريقة هو تقديمها لقيمة إجمالية لرأس المال الفكري كما أنها لم تحدد قيمة كل مكون له، إضافة إلى أنها تساعد أكثر المنشآت المدرجة في البورصة وبالتالي لا يمكن تعميمها وتطبيقها على المنشآت غير المدرجة خاصة الصغيرة والمتوسطة.

ويمكن الإشارة إلى الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لعينة من الشركات العالمية من خلال الجدول التالي :

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

جدول رقم (1-2) : نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لعينة من الشركات العالمية

الشركة	المبيعات السوقية بليون دولار	القيمة السوقية بليون دولار	القيمة الدفترية بليون دولار	نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية
إيبي	0,4	13,9	0,9	10,4
أوراكل	10,9	80,7	6,5	12,4
مايكروسوفت	25,3	327,4	41,4	7,9
إنتل	33,7	77,0	32,5	5,4
ناكول لصلب	4,6	3,3	2,2	1,5
جنرال موتورز	184,6	30,5	20,6	1,5
جود بير	14 ,4	3,0	3,6	0,83

المصدر : نجم عبود نجم، إدارة اللاملموسات، ص 228.

2 - 1 - 2 - مقياس توبين EQ Tobin's : تعتمد هذه الطريقة على مؤشر القيمة السوقية إلى

تكلفة الإحلال كما يتضح من خلال الآتي :

$$\frac{\text{القيمة السوقية للمنشأة}}{\text{تكلفة الإحلال لاصول المنشأة}} = \text{القيمة السوقية إلى تكلفة الإحلال}$$

إذا كان الناتج أكبر من واحد فهذا مؤشر على تحقيق المنشأة لأرباح نتيجة استثماراتها في رأس المال

الفكري.

ما يعاب على هذه الطريقة أنها تقدم قياساً للعائد على الأصول الفكرية لكنها لا تقدم أيضاً قياساً

واضحاً ومنفصلاً لكل أصل من أصول رأس المال الفكري.

2 - 1 - 3 - طريقة حساب القيمة غير الملموسة CIN : قام فريق بحثي في جامعة الشمال الغربي

في أمريكا North Western University بتقديم مقياس لقياس الأصول غير الملموسة أطلق عليه

اختصار (CIN) Calculated intangible value، في إطار استخدام مقاييس القيمة السوقية إلى القيمة

الدفترية للمنشآت الاقتصادية، يرى مبتكرو CIN بأن قيمة الأصول غير الملموسة تتمثل في مستوى الأداء

الزائد عن متوسط أداء المنافسين والذين لديهم أصول مشابهة لما لدى المنظمة.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

وفيا يلي كيفية حساب القيمة غير الملموسة وفق طريقة CIN: (1)

- حساب متوسط الأرباح لمدة ثلاث سنوات قبل الضريبة.

- حساب متوسط الأصول الملموسة في الثلاث سنوات الأخيرة بالاعتماد على قائمة المركز المالي .

- حساب معدل العائد على الأصول والذي يمثل: $\frac{\text{الأرباح}}{\text{الأصول}}$

- الحصول على معدل العائد على الأصول لنفس الشركات المماثلة.

- لحساب العائد الزائد أو الناقص يجب ضرب متوسط العائد على الأصول في المنشآت المماثلة في متوسط الأصول الملموسة لنفس المنشأة، وهذا يوضح أرباح المنشأة المماثلة من التي تماثل نفس متوسط حجم أصول الشركة.

- طرح النتيجة السابقة من الأرباح أو متوسط أرباح المنشأة التي تم حسابها في الخطوة الأولى والفارق يوضح أرباح المنشأة من أصولها غير الملموسة مقارنة بالمنشآت المماثلة.

ولتوضيح هذه الطريقة، قدّم ستيوارت مثلا عن شركة Merckl and Co مقارنة بإحدى شركات

الأدوية و يمكن توضيح هذا المثال من خلال الآتي :

- أرباح الثلاث سنوات في شركة Merckl قدر بـ 3,693 بليون دولار بما فيها الضرائب.

- متوسط الأصول الملموسة خلال الثلاث سنوات هو 12,953 بليون دولار.

- معدّل العائد على الأصول = $(12,953 \div 3,93) = 29\%$

- معدّل العائد على الأصول لقطاع الأدوية = 10%.

- متوسط العائد على الأصول لقطاع الأدوية \times متوسط أصول شركة Merckl = $12,953 \times 0.1 = 1,2953$

بليون دولار، وهو يعبر عن حجم الأرباح التي تكسبها شركة الأدوية والتي لها نفس متوسط حجم أصول شركة Merckl.

العائد الزائد في شركة Merckl = الأرباح الخاصة بشركة Merckl التي تم حسابها في الخطوة الأولى – الناتج السابق.

$3,6940 - 1,2953 = 2,39$ بليون دولار تقريبا، هذا يوضح بأن أرباح شركة Merckl أكبر من متوسط الأرباح في قطاع الأدوية.

(1) سيد محمد جاد الرب، مرجع سبق ذكره، ص 440 ، ص 441.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

لحساب الأرباح الصافية لشركة Merckl نقوم بحساب قيمة الضريبة على الأرباح الزائدة، مع الإشارة بان متوسط الضريبة يساوي 31% ومنه قيمة الضريبة على الأرباح الزائدة هي :

$$0,7409 = 2,39 \times 31\%$$

بعد ذلك يتم طرح الضريبة من الأرباح لنحصل على الأرباح الزائدة لشركة Merckl الحالية من الضرائب كآآتي :

$$1,65 = 0,7405 - 2,39$$

بليون دولار أي أن العائد على الأصول غير الملموسة هو 1,65 بليون دولار في شركة Merckl.

بعد كل هذا يتم حساب القيمة الحالية لهذا العائد فنحصل على القيمة الحالية للأصول غير الملموسة لشركة Merckl.

قدّم هذا النموذج إضافة بالنسبة لطرق قياس رأس المال الفكري فيما يخص مرونة استخدامه بالنسبة للمشاريع غير المدرجة في البورصة، إلا أن عديد الانتقادات وجهت له خاصة فيما يخص إيجاد شركات شبيهة أي مماثلة يمكن الاعتماد عليها، إضافة إلى عدم قدرته على تحديد قيمة الأصول الفكرية منفصلة. في ظل كل هذا وأمام الانتقادات التي وجهت لمختلف هذه الطرق التي تستند إلى القيمة السوقية إلى الدفترية، اتجه عديد الباحثون إلى ابتكار طرق أخرى تستند إلى المؤشرات.

2 - 2 - المقاييس التي تستند إلى مؤشرات : تنحصر أبرز المقاييس التي تستند إلى مؤشرات في مقياسين رئيسيين هما : مقياس بطاقة الدرجات المتوازنة و مستكشف سكانديا.

2 - 2 - 1 - بطاقة الدرجات المتوازنة : قام Kaplan و Norton بتطوير مقياس بطاقة الدرجات المتوازنة، إن الهدف من هذا المقياس هو معرفة وترجمة الرؤية الإستراتيجية للمنشأة من خلال تقييم الأنشطة التي تساهم في توليد القيمة في المنشأة من خلال الاستناد إلى عدد من المؤشرات.

يركز هذا المقياس على الأهداف الإستراتيجية للمنشأة من خلال الاستناد إلى نظام من المؤشرات التي ترتبط بها وتراقب تطورها من خلال بعد مالي وثلاثة أبعاد غير ملموسة وهي :

- **البعد المالي :** يتضمن هذا البعد الإجابة على السؤال الرئيسي التالي : كيف يمكن خلق قيمة للمساهمين، ويتضمن هذا البعد عدة مؤشرات أهمها : التدفق النقدي، النمو في الأرباح، العائد على رأس المال الموظف نتيجة تغيير في السياسة الاستثمارية مثلاً، إن هذا البعد يهتم بنظرة المساهمين إلى المنشأة أي في أبعادها المالية و المردودية المنتظرة.

- **بعد العملاء :** يهتم هذا البعد بتناول نظرة العملاء للمنشأة أي تناول المؤشرات التي لها علاقة بالعملاء، كالخصة السوقية للمنشأة، رضا الزبون، معدل الولاء الزبوني، جودة المنتج نسبة إلى معايير

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

الصناعة، يحاول هذا البعد أيضا الإجابة على الأسئلة التي تتبادر في ذهن الزبائن والتي تتلخص في الاحتياجات التي يطلبها الزبائن من المنشأة.

- **بعد العمليات الداخلية** : يركز هذا البعد على تناول العمليات الداخلية للمنشأة والتي تساهم في خلق القيمة من خلال مختلف الأنشطة الداخلية التي تساعد على تقديم منتج أو خدمة ذات نوعية، تعتبر جودة العمليات الداخلية مؤشرا على النجاح المالي المستقبلي، أي قدرة المنشأة على تقديم أداء وتحقيق مردودية في المستقبل.

- **بعد التعلم والنمو** : يهتم هذا البعد بالمؤشرات التي تركز على مدى اهتمام المنشأة بأفرادها من خلال عملية التدريب والتعليم المستمر الذي من شأنه أن يساهم في بلورة مورد بشري يتحكم في التقنيات الحديثة ويساهم في تطوير المنشأة وخلق القيمة، يعبر على هذا البعد من خلال عديد المؤشرات مثل : رضا الموظفين، النسبة المئوية للمبيعات الناتجة عن المنتجات الجديدة، الاستثمار في البحث والتطوير وغيرها.

يحاول هذا البعد الإجابة على التساؤل عن كيفية خلق قيمة إضافية من خلال التدريب وتعليم فريق عمل المنشأة.

يعتبر مقياس الدرجات المتوازنة مهما خاصة بالنسبة للمنشآت التي لها إستراتيجية للتطوير كما أنه يتسم بالشمول، حيث يأخذ في اعتباره مجموعة كبيرة من المؤشرات كل منها يعبر عن بعد معين يساهم في خلق القيمة داخل المنشأة ويساعد على تحقيق الرؤية الإستراتيجية لها، إلا أن ما يعاب على هذا المقياس هو صعوبة إيجاد خوارزمية رياضية تنسق بين مختلف المؤشرات وتساعد على اتخاذ القرارات.

2 - 3 - 2 - مقياس مستكشف سكانديا : تعتبر شركة سكانديا السويدية للخدمات المالية

والتأمينية الشركة الرائدة والسابقة في نشر تقارير حول أصولها الفكرية.

قامت شركة سكانديا بتعيين أول مدير يعنى بإدارة أصولها الفكرية هو Leif Edvinsson، إن الهدف من وراء كل هذا هو محاولة تقديم تقرير حول رأس مالها الفكري خاصة و أن القوائم المالية التقليدية تقدم معلومات تاريخية، في حين أن المعلومات حول رأس مال الفكري بإمكانها أن تقدم إضافة حول القدرات المالية والمستقبلية للمنشأة، كما أن الهدف من وراء تعيينها لمدير لأصولها الفكرية يعود إلى محاولتها تعظيم أصولها الفكرية وكذا قيمة منشأتها من خلال الإدارة الجيدة لهذه الأصول.

كللت اجتهادات شركة سكانديا بتطوير مقياس للأصول الفكرية يسمى مستكشف سكانديا، يساعد مستكشف سكانديا على تتبع أداء المنشأة وكذا قدرتها على تحقيق أهدافها، يعمل مستكشف سكانديا على

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

فهم عملية خلق القيمة داخل المنشأة من خلال الاهتمام بإدارة الأصول الفكرية وكذا الاهتمام بخمسة أبعاد رئيسية هي :

- الاهتمام برأس المال المالي : والذي أضيف إلى تركيز رأس المال الفكري لتقديم الجانب المالي التاريخي.
- التركيز والاهتمام بالعنصر البشري : يعتبر العنصر البشري قلب المنشأة وعنصر مهم في خلق القيمة، إن رضا الأفراد بإمكانه أن يقود إلى رضا زبوني ويساهم في تطوير رقم أعمال ونتائج المنشأة.
- التركيز على التجديد والتطوير : يعتبر البحث والتطوير مهما في ضمان النمو الطويل المدى للمنشأة وكذا التنمية المستدامة لها.

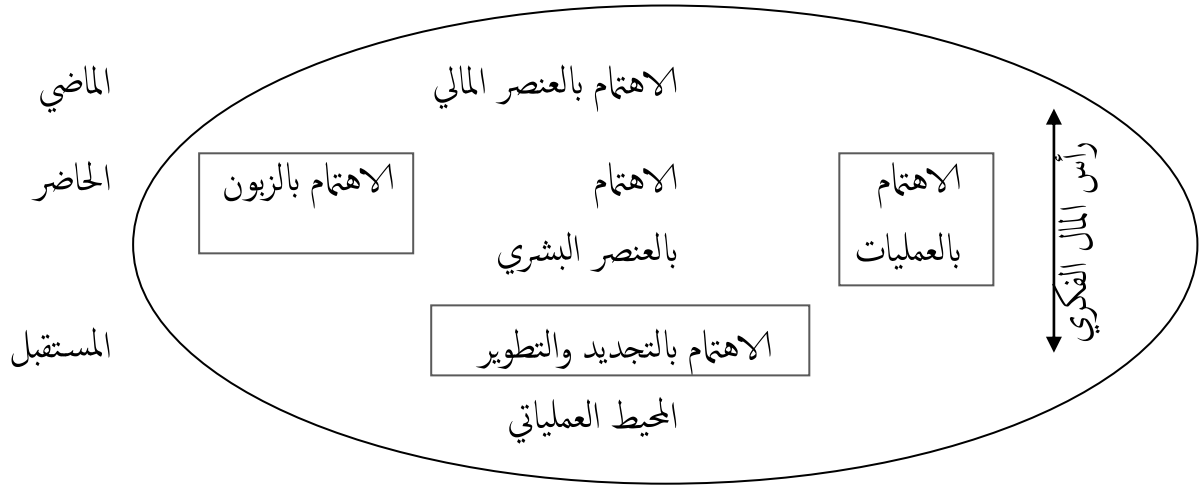
إن عملية التجديد والتطوير تجيب على التساؤل حول كيفية تطوير المعارف الضرورية للمنشأة اللازمة لتحقيق احتياجات زبائن المنشأة.

- التركيز على الزبون.

- الاهتمام برأس مال العمليات (العمليات الداخلية للمنشأة).

إن الشكل رقم (2-3) يوضح الأبعاد الخمسة لمستكشف سكانديا.

شكل رقم (2-3): مستكشف سكانديا



Source : Comité européen de normalisation, guide européen de bonne pratique de gestion des connaissances, Bruxelles, 2004, p 16, www.knowledgeboard.com.

قدّم الشكل السابق الجوانب الرئيسية لمستكشف سكانديا، إن كل جانب صيغت حوله عديد

المؤشرات، سنحاول أن نقدّم المؤشرات الرئيسية لكل جانب من خلال الآتي :

- المؤشرات المستخدمة للتعبير عن البعد المالي : يمكن ذكر أهمها: ⁽¹⁾

- المصاريف الكلية للمنشأة (\$) .
- إجمالي الإيرادات (\$) .
- الإيرادات / إجمالي الأصول (%) .
- الإيرادات بالنسبة للموظف الواحد (\$) .
- الإيرادات من الزبائن الجدد / إجمالي الإيرادات (%) .
- الأرباح الناتجة عن العمليات التشغيلية (\$) .
- الإيرادات الناتجة عن المشروعات الجديدة (\$) .
- المؤشرات المستخدمة للتعبير عن بعد العمليات .
- عدد الحواسيب الشخصية بالنسبة لعدد الموظفين (\neq) .
- زمن المعالجة (\neq) .
- مصاريف تكنولوجيا المعلومات بالنسبة لكل موظف (\$) .
- المصاريف الإدارية / الإيرادات الإجمالية (%) .
- طاقة وأداء تكنولوجيا المعلومات بالنسبة لكل موظف .
- التغيير في مخزون تكنولوجيا المعلومات .

- البعد الخاص بالتجديد والتطوير : أهم مؤشراتته هي :

- مؤشر رضا الموظف (%) .
- مصاريف تطوير الاكتشافات بالنسبة لكل موظف (\$) .
- مصاريف التدريب بالنسبة لكل موظف (\$) .
- عدد الساعات المخصصة للتدريب والتطوير (\neq) .
- مصاريف البحث والتطوير / المصاريف الإدارية (%) .

⁽¹⁾ ولاء محمد عدنان التقي ، مرجع سبق ذكره، ص 67 ص 68 .

- موارد البحث والتطوير / إجمالي الموارد (%).
- مصاريف التدريب / المصاريف الإدارية (%).
- متوسط عمر براءات الاختراع (\neq).

- مؤشرات البعد المتعلق بالموارد البشرية:

- عدد الموظفين (\neq).
- عدد المدراء (\neq).
- المدراء الذين يحملون شهادات عليا (%).
- معدّل الدوران السنوي لفريق العمل (%).
- متوسط خدمة الموظف في الشركة (\neq).
- مؤشر القدرة على القيادة والتحفيز (%).
- متوسط أعمار الموظفين (\neq).
- عدد الموظفين الإناث (\neq).
- عدد المدراء الإناث (\neq).

- مؤشرات البعد المتعلق برأس المال الزبوني هي :

- الحصة السوقية (%).
- عدد العملاء (\neq).
- عدد العملاء الذين خسروناهم / عدد العملاء الذين كسبناهم (%).
- متوسط الفترة بين اتصال العميل واستلامه للمنتج أو الخدمة (\neq).
- المبيعات السنوية بالنسبة للزبون الواحد (\$).
- مؤشر رضا العميل (%).
- عدد الأيام المستغرقة لزيارة الزبائن (\neq).

• عدد زيارات العملاء للشركة (\neq).

حيث أن \neq تمثل الأعداد (قياس كمي)، % تمثل النسبة المئوية (القياس نسبي)، \$ المبالغ النقدية (قياس نقدي).

يمكن الإشارة بان مستكشف سكانديا قدم أبعاد جديدة لقياس رأس المال الفكري من خلال اعتماده على مؤشرات لكل بعد يساهم في خلق القيمة للمنشأة، كما انه قدم مؤشرات بإمكانها أن تعبر عن الفجوة بين القيمة الدفترية والسوقية للمنشأة، إلا أن هذا المقياس وجهت له عديد الانتقادات أهمها هو عدم وجود ارتباط بين الجوانب والأبعاد الخمسة السالفة الذكر، إضافة إلى عدم تقديمه لقيمة مالية لرأس المال الفكري، إضافة إلى صعوبة إيجاد خوارزمية تجمع بين الجوانب الخمسة لرأس المال الفكري.

في ظل الاجتهادات السابقة التي سعت إلى أن تقدم مقاييس لرأس المال الفكري والتي كانت إما مالية أو تستند إلى مؤشرات ظهرت مقاييس أخرى تسمى بالمقاييس المختلطة.

2-3- الطرق المختلطة :

برزت الطرق المختلطة لحل إشكالية قياس رأس الفكري، وقد برزت طريقتين هما : طريقة BM و AF، إضافة إلى طريقة Thesaurus.

2-3-1 - طريقة BM Bernard Marois و AF Alan Fustec : قبل القيام بعملية القياس

المالي للأصول الفكرية تقوم هذه الطريقة على تنقيط جودة و نوعية الأصول الفكرية أولا، والمتمثلة في الأصول الفكرية وفق تقسيم BM و AF، إنَّ هذا التنقيط ضروري لحساب القيمة المالية للأصول الفكرية وكذا إعداد لوحة قيادة لإدارة هذه الأصول.

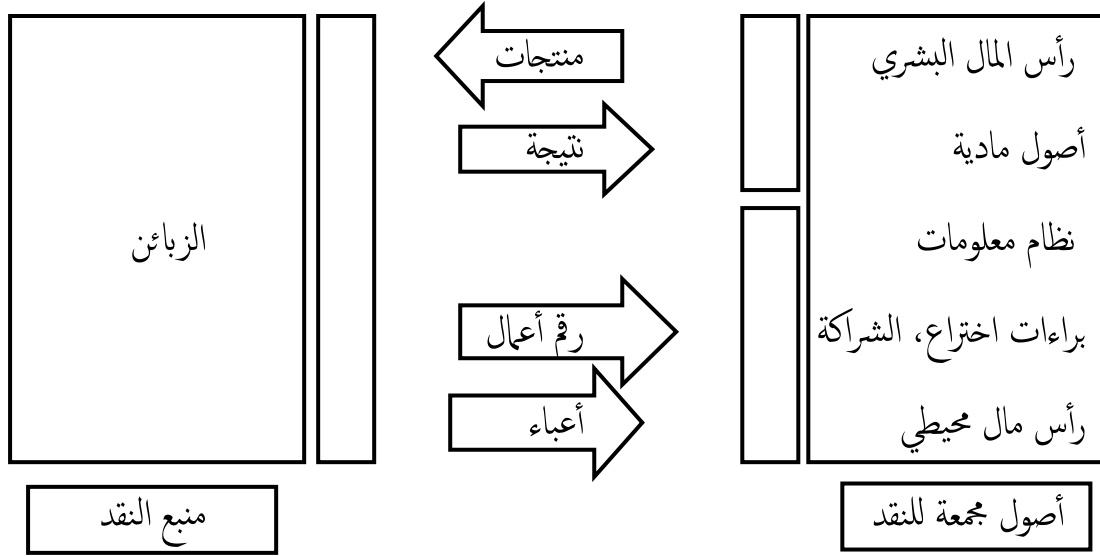
2-3-1-1 - القياس الغير المالي للأصول الفكرية وفق طريقة BM و AF :

2-3-1-1-1 - مبادئ تنقيط الأصول الفكرية وفق طريقة BM و AF :

2-3-1-1-1-1 - تصنيف الأصول الغير مادية :

ينطلق تحديد تصنيف الأصول الفكرية من توضيح كيفية خلق القيمة في المنشآت الاقتصادية، حيث أن رأس المال الزبوني يمثل مورد التدفق النقدي، ويتم خلق القيمة في المؤسسة من خلال الزبائن الذين يتم استقطابهم من خلال الأصول المجمععة للنقد أو ما يسمى أصول الاستقطاب، وتم العملية بتبادل المنتجات والخدمات مقابل النقد والشكل رقم (2-4) يوضح ذلك.

الشكل رقم (2-4): يوضح الأصول المجمعّة و الموردّة للنقد



Source : Alan Fustec, Bernard Marois, Op cit, p 43.

إنّ تصنيف الأصول الفكرية إلى أصول مجمعة وموردّة للنقد يعتبر مهماً في عملية التنقيط والقياس المالي لها، حيث يسمح بروز ضعف في أصل من الأصول المجمعّة للنقد للمؤسسة من معرفة مدى إمكانية باقي الأصول في تعويض هذا الضعف، كعجز في رأس المال البشري يعوضه رأس مال الموردين.

2 - 3 - 1 - 1 - 1 - 2 - حساب وزن كل أصل من الأصول المجمعّة للنقد : تختلف أهمية

كل أصل فكري من قطاع إلى آخر، كمثال تمثل العلامة التجارية 70% من قيمة شركة Coca-Cola و14% فقط من قيمة Général Electric⁽¹⁾، إن حساب أوزان الأصول الفكرية يتطلب الأخذ بتكلفة استبدالها كأساس لحساب أوزانها، أي وزن الأصل يساوي تكلفته الاستبدالية على مجموع التكلفة الاستبدالية لكل الأصول المجمعّة للنقد، في الحالة المثالية أين يتخذ المسير إلا القرارات الجيدة تكون أهمية الأصول المادية والفكرية متناسبة جيداً مع تكلفة استبدالها.

2 - 3 - 1 - 1 - 1 - 3 - الخصائص الخاصة لكل أصل : ينص هذا المبدأ على أن الأصول

الفكرية لا تقيم إلا بمميزاتها الذاتية، أي أن تنقيط رأس المال الزبوني مثلاً يأخذ في الحسبان إلا الخصائص التي تستمد من رأس المال الزبوني ويتم إلغاء كل الخصائص التي تقوم بها المؤسسة لاستقطاب الزبائن.

2 - 3 - 1 - 1 - 1 - 4 - التفكير المتكرر للأصول الفكرية : يعرف التنقيط بأنه نموذج

استدلالي تقريبي، تركز صحته على تحليل موضوع معيّن إلى عناصر بسيطة، كلما كانت طريقة التفكير

⁽¹⁾Bernard Marois, Alan Fustec, op.cit, p 44.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

المتكرر ملائمة كلما كان النسيج مقبولاً⁽¹⁾، إن صحة هذه الملائمة ترتكز على عاملين مهمين، تحديد العوامل الرئيسية التي تشكل موضوع التنقيط وكذا تفكيكه وتحليله لمستوى دقيق يسمح بتقييم موثوق. إن الفهم الجيد لهذا المبدأ يلخصه الشكل رقم (2-6) والذي يوضح كيفية تحليل وتفكيك رأس المال البشري لعناصر دقيقة.

2 - 3 - 1 - 1 - 1 - 5 - الثنائي معيار مؤشر : إن تنقيط كل أصل يستند إلى عديد المعايير، كما أن كل معيار يعتمد على مؤشرات، حيث يمثل المؤشر طريقة للقياس. تنقيط معيار الإمكانيات الجماعية لرأس المال البشري يتطلب توليفة بين الخبرة والقيادة. تمثل الخبرة و القيادة مؤشرات يستند إليها المقيم في تنقيط هذا المعيار كما يوضحه الشكل رقم (2-5).

الشكل رقم (2-5) : توليفة معيار الإمكانيات الجماعية

الخبرة	قوية	خبير	كفاءة عالية
	متوسطة	عامل	مدير
		ضعيفة	قوية
			القيادة

Source : Alan Fustec, Bernard Marois, op cit, p 48.

إن تقسيم سيء للخبراء والقياديين يفضي إلى إمكانيات جماعية ضعيفة لرأس المال البشري، كعدم وجود خبراء للإعلام الآلي مثلاً.

يوجد خمسة أنواع من المؤشرات⁽²⁾:

- المؤشرات الثنائية (نعم، لا، حاضر، غائب).
- المؤشرات الرقمية والتي تستدعي تحكيم خبير كمثال : (نسبة نمو السوق تقدر بـ 25%، هل هي قوية أو متوسطة أو ضعيفة بالنسبة للقطاع).
- المؤشرات الرقمية المؤطرة والتي حدودها معروفة مثل : متوسط عمر الموظفين.
- نتائج التحقيق والاستبيان (النقطة توضع من قبل الفريق الذي قام بالاستجواب).

⁽¹⁾ Bernard Marois, Alan Fustec, op.cit, p 45.

⁽²⁾ Bernard Marois, Alan Fustec, op.cit, p 48-49.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

- التقديرات الوصفية المقدمة من قبل شخص مستجوب (الإجابة على مقابلة).
يبقى أن نشير بأن المؤشرات المستعملة متغيرة من مؤسسة لأخرى كما أنها متغيرة من سنة لأخرى بالنسبة لنفس المؤسسة.

2 - 3 - 1 - 1 - 1 - 6 - سلم التنقيط ومعاني القيم المتحصل عليها : قبل القيام بعملية إدماج التقييمات لكل الأصول، سلم التنقيط موحد و ضروري ومهم والجدول رقم (2-2) يوضح ذلك :

جدول رقم (2-2) : سلم التنقيط ومعاني القيم

المستوى	النقطة على 20	النقطة على 10
A	16 +	8 +
B	12 +	6 +
C	8 +	4 +
D	4 +	2 +
E	0 +	0 +
F	سلبي	سلبي

Source : Alan Fustec, Bernard Marois, op, cit, p 50.

2 - 3 - 1 - 1 - 1 - 7 - أسس ترجمة وفهم التنقيط : إن وجود فارق كبير بين تنقيط الأصول الموردة للنقد والأصول المجمعّة للنقد ينبئ بحدوث صعوبات للمؤسسة.
هناك قاعدتين رئيسيتين لفهم هذا المبدأ⁽¹⁾:

- في الحالة المثالية يجب أن تكون الأصول المجمعّة للنقد منقطة أحسن من الأصول الموردة للنقد، في هذه الحالة الأصول المجمعّة للنقد تمتلك القدرة لرضا الزبائن الحاليين وكذا استقطاب زبائن في المستقبل، لكن لا يجب أن يكون الفارق كبير، لأن رأس المال الزبوني ضعيف، لا يمكن استدراكه وكذا خطر صعوبة تجميع رأس مال بشري حول هذه المؤسسة.

- على العكس أصول مجمعّة للنقد لها تنقيط أضعف من الأصول الموردة للنقد في هذه الحال هناك احتمال تدني في رأس المال الزبوني.

يمكن أن نشير أيضا بأن رأس المال الفكري الحالي يمثل رأس المال البشري التاريخي أو الماضي، وكنتيجة لهذا يجب أن يكون رأس المال البشري في حالة جيدة لأنه يشكل القدرة على تطوير باقي الأصول و العكس صحيح.

⁽¹⁾Alan Fustec, Bernard Marois, op.cit, p 51.

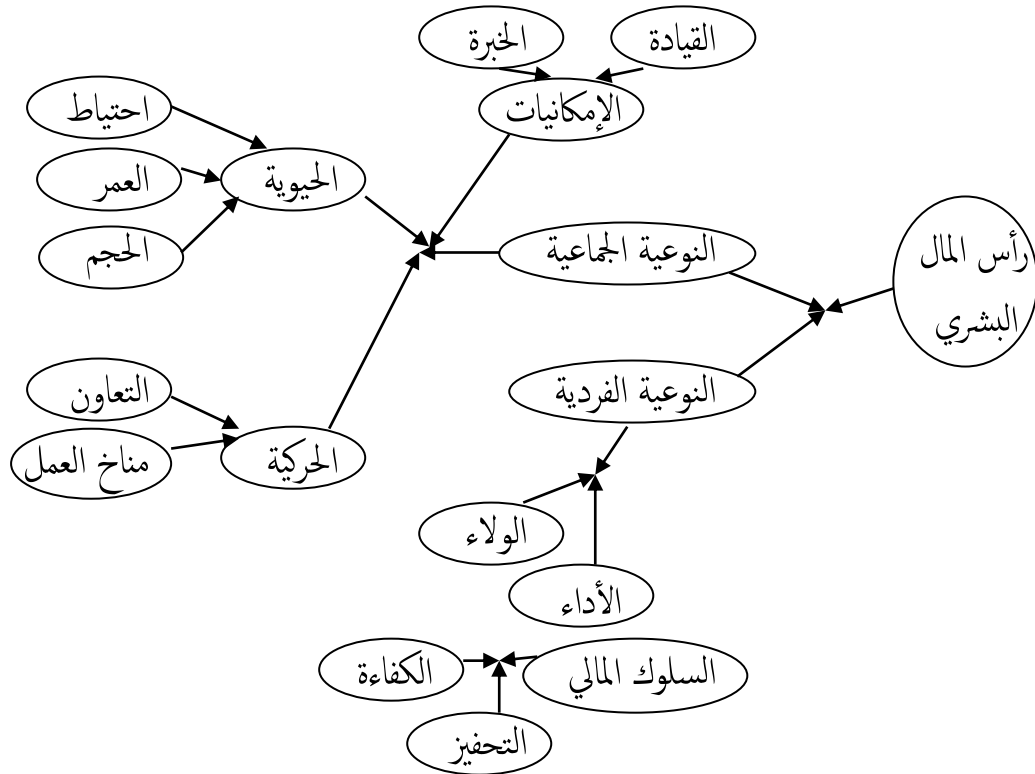
الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

في حالة كون رأس المال البشري جيّد ونقطة تسيير المعرفة ضعيفة، إمكانيات الخبراء يمكنها أن تعوّض غياب تسيير المعرفة وإنتاجها، لكن هذا بإمكانه أن يضع المؤسسة في أوقات ضعف في حالة ذهاب هؤلاء الخبراء لأن كل المعارف في حوزتهم.

2 - 3 - 1 - 1 - 2 - كيفية تنقيط رأس المال البشري : يوضح الشكل رقم (2-6) أهم العناصر

التي تعبّر عن رأس المال البشري و التي تستدعي تنقيطها.

الشكل رقم (2-6) : شبكة رأس المال البشري



Source : Alan Fustec, Bernard Marois, op, cit, p 54.

يتم تنقيط كل معيار بحساب معدّل النقاط المتحصّل عليها من المعايير التي تكون في المستوى الأدنى، يوضح الجدول رقم (2-3) كيفية حساب مؤشرات مختلف المعايير وتنقيط نوعية رأس المال البشري.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

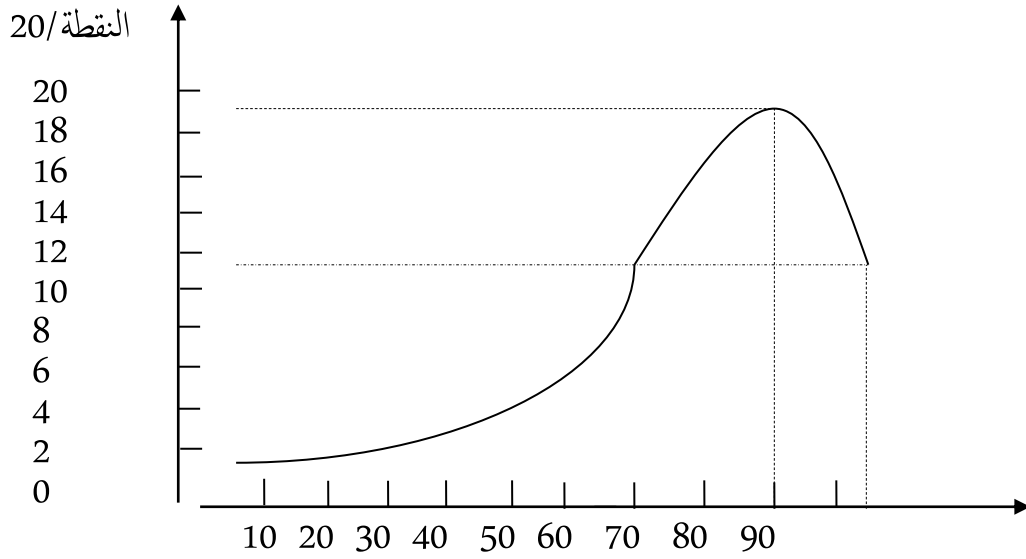
جدول رقم (2-3): تنقيط مؤشرات المعايير المرتبطة بالتنوع الفردي لرأس المال البشري

النقطة	القيمة	المؤشرات	المعيار
13	%12 %21 %18 %23 %17 خسارة العال الولاء = 83%	A- مغادرة المدرء لإجمالي المدرء في بداية السنة B- مغادرة المسيرين لإجمالي المسيرين في بداية السنة C- مغادرة الخبراء لإجمالي الخبراء في بداية السنة D- مغادرة باقي العال لإجمالي باقي العال في بداية السنة $10/(D + C2 + B3 + A4) =$ الولاء	الولاء
10 1 3 13 12	Bac +2 Bac 3,5 4%	متوسط المستوى الدراسي للمسيرين والمدرء والخبراء متوسط المستوى الدراسي للبقية متوسط الأقدمية في الوظيفة موازنة التكوين لإجمالي الكتلة الاجرية نقطة المعيار	الكفاءة
7 7 8 10	%7 صعب متوسط	الغياب عملية التسيير تسهل الحصول عل تجاوز ساعات العمل تقييم نظام التحفيز (متغير ومنح) نقطة المعيار	التحفيز
13 11 10	قريب من الجيد صحيح	تحقيق حول رضا الزبائن مؤشر قياس اجتماعي حول هذا المعيار نقطة المعيار	السلوك العملي

Source : Alan Fustec, Bernard Marois, op, cit, p 55.

إن الانتقال من القيمة إلى النقط يتم بالاعتماد على نظام رقي للمعايرة والشكل رقم (2-7) يوضح ذلك:

الشكل رقم (2-7) : نظام تنقيط ولاء العمال



Source : Alan Fustec, Bernard Marois, op, cit, p 55.

- إن الولاء المثالي للموظفين ليس 100%، يجب أن يتجدد رأس المال البشري.
 عند الانتهاء من التنقيط على المسير الوقوف على نقاط ضعف رأس المال البشري كما عليه وضع
 مخطط عملي لتدارك النقائص واحترام الأولوية في عملية القياس :
- خسارة في القيادة.
 - عدد الاحتياط غير كافي.
 - حجم الفريق تم تنقيطه بشكل ضعيف (عدد كبير من الفرق تم الحكم على صغر حجمها).
 - جو التحفيز خادع.
- كما يمكن أن نشير أنه في حالة تنقيط رأس المال الزبوني بشكل جيد إلا أن رأس المال البشري يظهر
 ضعفا فإن المؤسسة يمكن أن تواجه مخاطر على المدى الطويل مما سيستدعي وضع مشروع لتنمية الموارد
 البشرية.

2 - 3 - 1 - 2 - القياس المالي للأصول الفكرية حسب طريقة BM و AF :

قدم BM و AF طريقتين للقياس المالي للأصول الفكرية، تتمثل الطريقة الأولى في حساب القيمة
 الاستبدالية لكل أصل، أما الطريقة الثانية فتستند على مدخل المردودية.

2 - 3 - 1 - 2 - مبادئ القياس والتقييم المالي للأصول الفكرية حسب طريقة BM

و AF: يمكن الإشارة لكل هذا من خلال الآتي :

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

2 - 3 - 1 - 2 - 1 - 1 - 1 - تقويم الأصول الموجودة :

ينص هذا المبدأ على تقدير الأصول المادية والفكرية الموجودة وليس الأصول المستقبلية، يكون هذا مهما بالنسبة للمؤسسات الناشئة والصغيرة والمتوسطة.

2 - 3 - 1 - 2 - 1 - 2 - 2 - تصنيف الأصول الفكرية إلى أصول موردة ومجمعة للنقد :

هذا المبدأ سبق وتناولناه عند تناول طريقة تنقيط الأصول الفكرية.

2 - 3 - 1 - 2 - 1 - 3 - 2 - العلاقة بين تنقيط الأصول الفكرية والأداء الاقتصادي للمؤسسة :

في ظل مهمة قام بها BM و AF لأجل تنقيط الأصول الفكرية لعينة من المؤسسات، قاما بالموازاة مع هذا بتقييم الأداء الاقتصادي لهذه المؤسسات.

توصلا الباحثان من دراستهما لعينة محدودة شملت 20 مؤسسة إلى وجود ارتباط قوي 0,85 بين مستوى تنقيط الأصول الفكرية و مردوديتها الاقتصادية⁽¹⁾.

يعني كل هذا أنه إذا تم تصنيف رأس المال الفكري للمؤسسة ما بـ A فهذا يعني أنها تمتلك مردودية عالية أو جدّ عالية ضمن قطاعها، أما إذا كان التصنيف B فإن معدّل المردودية يكون جيدا أو قريب من الجيد ضمن قطاعها.

أما إذا كانت المؤسسة تمتلك أصول فكرية جيّدة وأصولها أقل من الجيد فإنه يمكن توقع تحسّن مع مستوى جيّد من الثقة على العكس في حالة امتلاك المؤسسة لمردودية جيّدة مع أصولها الفكرية أقل من الجيد فإنه يفضي إلى إنذار جدّي بالنسبة للمؤسسة.

2 - 3 - 1 - 2 - 2 - 2 - كيفية القياس المالي للأصول الفكرية وفق طريقة BM و AF :

إنّ الهدف من القياس المالي للأصول الفكرية وفق طريقة BM و AF هو تحديد قيمة للمنشآت الاقتصادية، حيث يشير BM و AF⁽²⁾ بأن الشهرة الموجبة Goodwill (فارق الاقتناء بين القيمة السوقية والدفترية للمنشأة) هي نتيجة لقيمة الأصول الفكرية التي لا تظهر في قائمة المركز المالي للمنشأة، أمّا الشهرة السالبة Badwill فهي أيضا نتيجة لتدني قيمة الأصول الفكرية ويشير الكاتبان بأن قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة تتحدد من خلال العلاقة التالية⁽³⁾ : قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة = قيمة مردودية رأس المال الزبوني (الأصل المورّد للنقد) + قيمة الأصول الصافية المعدّلة = قيمة مردودية الأصول الفكرية المجمعة للنقد + قيمة الأصول الصافية المعدّلة.

(1) Alan Fustec, Bernard Marois, op.cit, p 75.

(2) Alan Fustec, Bernard Marois, op.cit, p 78.

(3) Alan Fustec, Bernard Marois, op.cit, p 78.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

لحساب كل هذا يجب القيام بعدد التقييمات أهمها حساب القيمة الاستبدالية لأصول المؤسسة إضافة إلى حساب قيمة مردودية الأصول الفكرية.

2 - 3 - 1 - 2 - 2 - 1 - كيفية حساب القيمة الاستبدالية للأصول الفكرية :

يتطلب هذا القيام بتقدير قيمة خلق أو القيمة الاستبدالية لمختلف الأصول الفكرية ولتحقيق كل هذا

يكفي طرح التساؤل الرئيسي التالي⁽¹⁾ :

كم يكلف أو سيكلف كل هذا :

- استقطاب الزبائن الحاليين ؛

- توظيف الأجراء ؛

- وضع التنظيم، إجراءات سياسة الجود والأمن ؟

- تشكيل وتكوين رأس مال المعرفة ؛

- تصميم العلامة التجارية ؛

- استقطاب موردين وشركاء (شراكة).

تعتبر هذه التقديرات جد هامة في إعطاء أول قيمة قاعدية للمؤسسة : قيمة المؤسسة = الأصول

الصافية المعاد تقييمها المعدلة + قيمة خلق الأصول الفكرية.

إنّ تقويم المؤسسات غالبا ما يكون مرتبط بنتائج حسابات أخرى مثل الطرق التي تستند إلى

المردودية، هذا ما يثبت بأن عديد المؤسسات لا تقوم المكونات المادية والغير مادية بتكلفتها، ما يقودنا

بالضرورة لتناول كيفية حساب مردودية الأصول الفكرية وفق طريقة BM و AF.

2 - 3 - 1 - 2 - 2 - 2 - حساب قيمة مردودية الأصول الفكرية وفق طريقة BM و AF :

تم طريقة الحساب بتقدير قيمة مردودية رأس المال الزبوني كأصل مورد للنقد وكذا حساب قيمة

الأصول المجمعّة للتدفق النقدي على حدا.

-كيفية حساب قيمة مردودية رأس المال الزبوني :

لتحديد قيمة مردودية رأس المال الزبوني يشير BM و AF 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 لزبوني الحالي في المستقبل ؟

(1) Alan Fustec, Bernard Marois, op.cit, p 76.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

ضمن عديد القطاعات يمكن حساب قيمة مردودية رأس المال الزبوني بالاعتماد على عنصرين، المردودية المالية ومعدل الولاء الزبوني، حيث أنه إذا كان الولاء الزبوني قوي جدا فإن رأس المال الزبوني يحافظ من سنة إلى أخرى على حصة مهمّة من قدرته على إنتاج القيمة الحالية، أمّا إذا كان الولاء الزبوني أقل من الجيد فإن التدفقات النقدية للنقد المولد ستتناقص بسرعة كبيرة ويمكن إعطاء العلاقة التالية لكيفية قياس مردودية رأس المال الزبوني بحسب هذا النموذج⁽¹⁾ :

$$VRclient = \sum_{t=1}^N \frac{(F_{n-1})(TF)^N(1-IS)(Tb)_x}{(1+r)^N}$$

حيث :

F_{n-1} : التدفق النقدي للسنة n-1.

TF : معدل الولاء الزبوني والذي يمثل وزن زبائن السنة n-2 خلال السنة n-1 برقم أعمال سنة n-2.
n : سنوات التقييم.

Tb_x : معدل تحسين الولاء الزبوني وهو يختلف من سنة إلى أخرى متغيّر ويتم استنتاجه من خلال السنوات الماضية و التبوّ 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 وتحسن وتصبح أكثر مردودية.
r : معدل التحيين الخالي من المخاطرة.

-كيفية حساب مردودية الأصول الفكرية المجمعة للنقد :

يشير نموذج BM و AF لضرورة وأهمية تحديد القيمة الاستبدالية للأصول الفكرية المجمعة للنقد في تحديد قيمة مردوديتها، في الحالة المثالية يكون الإنفاق على أصل معين متناسبا بمقدار أهميته في خلق قيمة المردودية المنتظرة منه.

يمثل مجموع القيم الاستبدالية للأصول الفكرية المجمعة للنقد الأساس الذي يستند إليه في حساب وزن وأهمية كل أصل، إلا أن بعض التعديلات لا بد منها خاصة في حالة الإنفاق على أصل أكثر من اللازم، ما يستدعي بالضرورة مراجعة وزن هذا الأصل.

⁽¹⁾Alan Fustec, Bernard Marois, op.cit, p 80.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال البشري في تمويل المشاريع الاستثمارية

يشير BM و AF إلى نقطة البداية في حساب مردودية الأصول الفكرية المجمعة للنقد والتي أساسها رأس المال البشري حيث يتم تحديد قيمة مردودية رأس المال البشري في البداية واستنتاج قيمة مردودية باقي الأصول الفكرية المجمعة للنقد بالاستناد إلى وزنها أو نسبتها من إجمالي القيمة الاستبدالية للأصول الفكرية المجمعة للنقد.

يتم تحديد قيمة مردودية رأس المال البشري وفق العلاقة التالية⁽¹⁾ :

$$VR_{CH} = \sum_{t=1}^N \frac{(FH_{n-1})(TF)^N(1-IS)(Tb)_x}{(1+r)^n}$$

حيث :

FH_{n-1} : التدفق النقدي للسنة n-1 المنسوب لرأس المال البشري والذي يتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$FH_{n-1} = F_{n-1} \times P_{CH}$$

حيث : F_{n-1} : التدفق النقدي للسنة n-1.

P_{CH} : وزن رأس المال البشري في عملية خلق القيمة.

TF : معدل ولاء العاملين والذي سبق وأن أشرنا إلى كيفية حسابه من خلال تناولنا لكيفية تنقيط الأصول الفكرية.

IS : الضريبة على الأرباح.

r : معدل التحيين الخالي من المخاطرة.

n : السنوات.

Tb_x : معدل تحسين ولاء العاملين وهو المعدل الذي يغطي خسارة العاملين (دوران العنصر البشري أي حركة الأجراء)، حيث أن أداء العاملين يتحسن ويتطور مع مرور الوقت ويكون متغيراً.

عند الانتهاء من تحديد قيمة مردودية رأس المال البشري يتم استنتاج مردودية باقي الأصول الفكرية المجمعة للنقد وهذا مقارنة بقيمة وزنها من إجمالي التكلفة الاستبدالية لكل الأصول الفكرية المجمعة للنقد. عند الانتهاء من تحديد قيمة مردودية الأصول الفكرية المجمعة للنقد يمكن تحديد قيمة المنشأة سواء بالاعتماد على الأصول الموردة أو المجمعة للنقد أو حساب متوسط القيمتين.

⁽¹⁾Alan Fustec, Bernard Marois, op.cit, p 84.

2 - 3 - 2 - طريقة Thesaurus Bercy لقياس رأس المال الفكري :

تعتبر طريقة Thesaurus من أهم الطرق لقياس رأس المال الفكري، فهي تجمع بين القياس الغير مالي والقياس المالي.

2 - 3 - 2 - 1 - القياس الغير مالي وفق طريقة (T.B) Thesaurus :

تحاول هذه الطريقة استعراض أهم العناصر التي لها تأثير على القيمة الاقتصادية للأصول الفكرية و من تم القيام بعملية تقييم جودتها و تنقيطها.

2 - 3 - 2 - 1 - مبادئ القياس الغير المالي وفق طريقة (T.B) :

يمكن الإشارة إل أهم هذه المبادئ من خلال الآتي :

- مقارنة الأولوية :

إنّ الهدف من هذه الطريقة هو القياس المالي للأصول الفكرية، إلا أن هذه الطريقة كسابقتها أي طريقة BM و AF تحاول تقديم جودة الأصول الفكرية التي تدخل في عملية خلق القيمة، وهذا قبل عملية القياس المالي لهذه الأصول.

- المبادئ العامة للتنقيط الغير المالي للأصول الفكرية :

تحاول هذه الطريقة الاعتماد على عدد قليل من المؤشرات التي تدخل في القياس الغير مالي للأصول الفكرية.

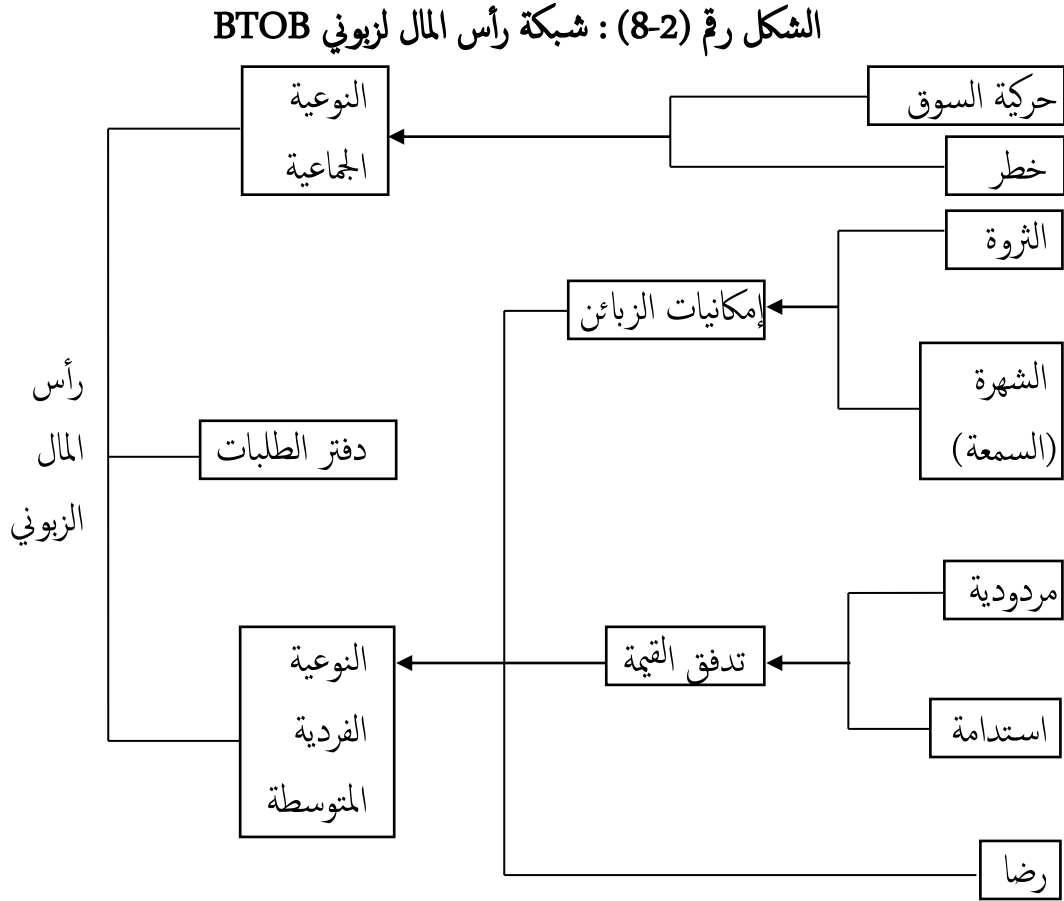
إن الأصل المراد قياسه وتنقيطه يمثل وحدة مركبة تتوافق قيمته مع حالة العناصر الرئيسية التي تركبه، فوفق هذه الطريقة يعبر عن التقييم أو القياس الغير مالي للأصل الفكري بدالة تتكون من عديد المتغيرات وهو ما سنقوم بتوضيحه من خلال تناول كيفية القياس الغير مالي لرأس المال الزبوني.

2 - 3 - 2 - 1 - 2 - كيفية القياس الغير مالي لرأس المال الزبوني وفق طريقة TB :

القيمة الغير مالية لرأس المال الزبوني BTOB هو دالة تتكون من دفتر الطلبات والنوعية الجماعية للزبائن والنوعية الفردية لهم.

النوعية الجماعية للزبائن بدورها هي دالة لثلاث متغيرات : إمكانيات الزبائن، تدفق القيمة المحصل عليها و رضا الزبائن، إن تدفق القيمة المحصل عليه هو أيضا دالة من متغيرين هما الهامش المنجز من قبل الزبائن واستدامة علاقة الأعمال.

كل هذه العناصر تمثل المعايير التي تتركب رأس المال الزبوني، وهو ما يوضحه الشكل رقم (2-8).



Source : Alan Fustec et Autres, Référentiel français de mesure de la valeur extra – Financière et financière du capital immatériel des entreprises, Thésaurus Bercy v1, France, 7 octobre 2011, p 49.

سنحاول تناول كيفية قياس شبكة رأس المال الزبوني من خلال عرض جداول خاصة بكل معيار متضمنة مؤشرات القياس وكيفية التنقيط.

جدول رقم (2-4) : مؤشرات قياس دفتر الطلبات

التقطة	متوسط حجم المحفظة يكون	عدم وجود معلومات قطاعية
المنبع	دراسة قطاعية + مقابلة مع المسيرين	أسئلة للمسيرين
20	2 مرة حجم متوسط القطاع	عام وأكثر
15	1,5 مرة حجم متوسط القطاع	6 أشهر
10	الحجم المتوسط للقطاع	3 أشهر
5	0,5 مرد الحجم المتوسط للقطاع	شهر رقم أعمال
0	0	//

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 50.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

جدول رقم (2-5): مؤشرات قياس حركة السوق (النمو)

النقطة	النمو	أثر القوانين على النمو
المنبع	الكشف	مقابلة مع المسيرين والتأكيد الخارجي
20	أكثر من 10%	تأثير قوي موجب (أكثر منه 1% نمو منتظر)
15	10%	تأثير موجب (10% نمو منتظر)
10	وحدات بالمائة	تأثير ضعيف (بعض الوحدات من المائة)
5	ثابت	لا يوجد تأثير والسوق مستقر
0	في حالة تدني	تأثير سلبي قوي ومؤكد

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 50.

جدول رقم (2-6): حركة السوق (استقرار النمو)

معامل يضرب في حركة السوق (النمو)

النقطة إذا كان النمو موجب	النقطة إذا كان النمو معدوم أو سالب	حركة السوق
المنبع		دراسة اقتصادية أو تقديرية
1,2	0	مستقر على المدى الطويل
1	0,5	مستقر على المدى المتوسط
0,8	1	مستقر على المدى القصير (غير مستقر)
0,5	1,1	لا يمكن التنبؤ به
0,2	1,2	تحول كامل لوضعية السوق

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 51.

جدول رقم (2-7): مؤشرات قياس الخطر

النقطة	نسبة الزبائن ذو سمعة قوية
المنبع	الكشف
1	5%
0,95	10%
0,8	20%
0,7	30%
0,4	50% وأكثر

معامل يضرب في حركة السوق

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 51.

جدول رقم (8-2) : مؤشرات قياس الثروة

النقطة	مردودية الاستغلال المتوسطة	نقطة المتوسطة
المنبع	كشفت	كشفت
20	% 15	20
15	% 10	15
10	% 5	10
5	% 2	5
0	صفر و سلبية	0

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 52.

جدول رقم (9-2) : مؤشرات قياس الشهرة

النقطة	نسبة الزبائن ذو سمعة قوية
المنبع	كشفت
20	كل الزبائن رئيسيون في السوق
15	غالبية الزبائن رئيسيون في السوق
10	المؤسسة تعمل مع زبائن لهم سمعة خاصة
5	بعض الزبائن لهم سمعة سلبية
0	كل زبائن المؤسسة لهم سمعة سيئة

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 52.

جدول رقم (10-2) : مؤشرات قياس المردودية

النقطة	معدل الهامش الصافي (EBE) عند الزبون
المنبع	الكشفت
20	% 15
15	% 10
10	% 5
5	% 2
0	معدوم أو سلبى

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 52.

جدول رقم (2-11) : مؤشرات قياس الاستدامة

الولاء	النقطة
الكشف	المنبع
95 % وأكثر	20
90 % وأكثر	15
80 % وأكثر	10
50 %	5
20 % وأقل	0

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 53.

لحسب الولاء الزبوني من خلال العلاقة التالية :

$$\text{الولاء الزبوني} = 100 - \frac{\text{رقم الاعمال الضائع}}{\text{رقم الاعمال الاجمالي}}$$

يمثل رقم الأعمال الضائع رقم أعمال الزبائن في السنة الماضية والذين تم خسارتهم خلال هذه السنة و رقم الأعمال الإجمالي يمثل رقم أعمال السنة الماضية.

جدول رقم (2-12) : مؤشرات قياس رضا الزبائن

رضا الزبائن	النقطة
تحقيق أو تحليل الشكاوي	المنبع
95 % وأكثر	20
90 %	15
80 %	10
50 %	5
30 % وأقل	0

Source : Alan Fustec et Autre, Thesaurus Bercy v1, op, cit, p 53.

مما سبق يمكن أن تستنتج بأن لكل أصل فكري شبكة معايير تستند لمؤشرات قياس، كما أن لعملية القياس الغير مالي للأصول الفكري أهمية كبيرة في القياس المالي لها.

2- 3 - 2 - القياس المالي للأصول الفكرية وفق طريقة T.B :

حسب طريقة Thesaurus يمكن تحديد قيمة الأصول الفكرية من خلال طريقتين :

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

-طريقة القيمة الاستبدالية الصافية.

- طريقة قيمة المردودية، والتي تتمثل في التدفقات النقدية المحينة للأصل في المستقبل، وهذا قبل إهلاكه الكلي، يساهم تحديد قيمة مردودية الأصول وفق طريقة T.B في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة.

2 - 3 - 2 - 1 - المبادئ الرئيسية لتقييم الأصول الفكرية :

يمكن الإشارة لها من خلال الآتي :

- تقسيم الأصول إلى أصول عرض وأصول طلب :

نفس المبدأ تم تناوله في طريقة B.M و A.F حيث يتم تقسيم أصول المؤسسة إلى أصول مجمعة للنقد وأصول موردة للنقد.

حسب طريقة T.B، فإن أصول العرض تمثل الأصول المجمعة للنقد وأصل الطلب يتمثل في الأصل المورد للنقد أي رأس المال الزبوني.

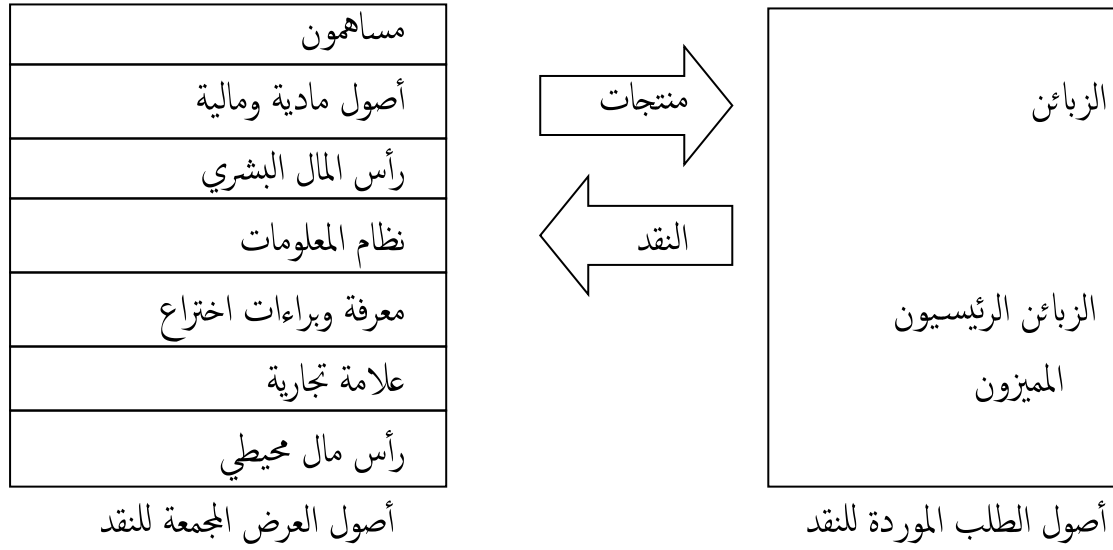
كما سبق وأن أشرنا بأن عملية خلق القيمة تتم من خلال الزبائن كأصل مورد للنقد وأصل طلب، بالاعتماد على الأصول المجمعة للنقد كأصول استقطاب (أصول العرض)، إلا أن حسب T.B يوجد استثناء في هذا المبدأ، حيث أن العلامة التجارية لها حالة خاصة.

تقوم المؤسسة بإصدار إشارات من خلال العلامة التجارية، فهي تعطي من خلالها صورة ونبذة عن المنشأة، هنا يستحضر الزبائن الأسعار والمهارات ويقومون بتخزينها في شكل رسائل، كل هذا ينشأ عنه ما يسمى بالزبائن الرئيسيين المميزين الذين يقومون بشراء منتجات المؤسسة بسبب ميلهم للعلامة التجارية و ولائهم لها.

يساهم الزبائن الرئيسيون المميزون في قيمة العلامة التجارية يمكن توضيح كل ما سبق من خلال

الشكل التالي :

شكل رقم (2-9): أصول الطلب والعرض يدمج الزبائن الرئيسيين والمميزين



Source : Alan Fustec et Autres, Référentiel français de mesure de la valeur extra – Financière et financière du capital immatériel des entreprises, Thésaurus Bercy volet 2, France, 13 octobre 2015, p 23.

- وزن كل أصل في عملية خلق القيمة : سبق الإشارة لهذا المبدأ عند تناولنا لطريقة B.M و A.F، مع الإشارة بأن وزن كل أصل في عملية خلق القيمة يتغير بتغير قطاع النشاط وحجم المؤسسة.
- 2 - 3 - 2 - 2 - 2 - كيفية حساب قيمة التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية :
- تم عملية تحديد قيمة التكلفة الاستبدالية للأصول عبر المرور بمرحلتين :
- حساب التكلفة الاستبدالية الخام لكل أصل، كإعادة وضع نظام المعلومات من جديد.
- حساب التكلفة الاستبدالية الصافية (القيمة الصافية لكل أصل و اهتلاكها بالاعتماد على حالة كل أصل كمعيار غير مالي إضافة إلى مدة حياة الأصل المتبقية).
- 2 - 3 - 2 - 2 - 2 - 1 - حساب التكلفة الاستبدالية الخام :
- يمكن حساب التكلفة الاستبدالية الخام من خلال طريقتين :
- مجموع الاستثمارات المنجزة لإعادة تشكيل الأصل.
- متوسط التكلفة السنوي للاستثمارات في الأصل مضروباً في مدة الحياة النظرية للأصل.
- فيما يلي أهم الطرق لتحديد التكلفة الاستبدالية الخام للأصول الفكرية.

✓ رأس المال الزبوني :

يمكن الإشارة إلى كيفية حساب التكلفة الاستبدالية لرأس المال الزبوني بشكل مفصل من خلال

الآتي⁽¹⁾ :

* تحديد الموازنة السنوية لاستقطاب زبائن جدد BA : وتمثل في أجر التجارئين خلال المدة المكرسة للمقابلة وتطوير العلاقات مع الزبائن الموجودين، يضاف لهما المصاريف المرتبطة، وثائق، مستندات، مصاريف التنقل.

N^* : عدد الزبائن الجدد الذين يتم استقطابهم خلال السنة.

$\frac{BA}{N}^*$: تمثل التكلفة الاستبدالية للزبون الواحد.

* تمثل التكلفة الاستبدالية لرأس المال الزبوني في العلاقة التالية $\frac{BA}{N}$ x عدد الزبائن.

✓ رأس المال البشري :

حساب التكلفة الاستبدالية لرأس المال البشري، تتم بتقدير مختلف إنفاقات المؤسسة لإعادة تشكيل

رأس المال البشري من العدم.

تستند طريقة T.B في تحديد قيمة التكلفة الاستبدالية للأصول على عديد الدراسات السابقة حول رأس

المال البشري.

يمكن أن نشير بأن التكلفة الاستبدالية لرأس المال البشري تأخذ بالتكاليف التالية⁽²⁾ :

* **تكلفة الاقتناء** : تعيين، تنصيب، إدماج.

* **تكلفة التدريب** : التكوين الأولي المهني، خسارة الإنتاجية خلال مدة التدريب، تكلفة التأطير.

يمكن الإشارة بأن التكلفة الاستبدالية لرأس المال البشري محددة في مجال 4 إلى 12 شهر من الكتلة

الاجرية الخام.

✓ نظام المعلومات :

يتم حساب التكلفة الاستبدالية لنظام المعلومات بحساب تكلفة وضع وتنفيذ الأجهزة والشبكات وتكلفة

اقتناء التراخيص والبرامج وإعادة تشكيل البرامج المطورة داخليا وكذا إعادة تشكيل قاعدة البيانات، وحسب

(1) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 30.

(2) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 31.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

قاعدة تجريبية وعملية يمكن⁽¹⁾ ضرب 50 % من موازنة الإعلام الآلي السنوية المرتبطة باقتناء أجهزة وبرامج الصيانة بمتوسط مدة حياة النظام والتي تدور في 15 سنة بالنسبة لنظام إعلام آلي ذو حجم كبير.

✓ التنظيم :

من خلال قاعدة نظرية تقوم بتقدير الكتلة الاجرية وأتعاب المستشارين والاستثمارات اللازمة لإعادة تجديد الهيكلة، الإجراءات والمعايير والشهادات ذات الصلة، حسب قاعدة تجريبية يمكن ضرب 50 % من تكلفة المديرين المسؤولين والمنظمين والمستشارين في التنظيم بمتوسط حياة التنظيم والمقدرة بـ 7 سنوات⁽²⁾.

✓ العلامة التجارية :

يتم حساب التكلفة الاستبدالية للعلامة التجارية من خلال تقدير الكتلة الاجرية والموازنة الخاصة بالإشهار الضرورية للوصول إلى مستوى شهرة مماثل للعلامة التجارية القائمة، أما حسب قاعدة تجريبية فنقوم بضرب متوسط الموازنة المستثمرة في العلامة التجارية لكل سنة في مدة حياة العلامة والمقدرة بـ 25 سنة بالنسبة للعلامة ذات السمعة والشهرة الكبيرة و5 سنوات بالنسبة للعلامة ذات السمعة الضعيفة مع مراعاة توقف الاستثمار.

✓ الزبائن الرئيسيون المميزون :

يتم حساب تكلفتهم الاستبدالية من خلال تقدير جزء من التكلفة الاستبدالية للعلامة التجارية، نسبة الزيادة تكون مقارنة بأهمية العلامة التجارية وتأثيرها على قدرة الشراء ومدى ضعف دور مصلحة التجارة.

يمكن الإشارة إلى كيفية حسابها حسب قطاع النشاط من خلال الجدول التالي :

(1) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 31.

(2) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 32.

الجدول رقم (2-13) وزن الزبائن الرئيسيون في رأس المال الزبوني لعدد قطاعات النشاط

وزن العلامة في الطلب	قطاع النشاط
90 %	مشروبات الصودا
80 %	ملابس
50 %	سيارات
40 %	أجهزة إعلام آلي وهواتف
30 %	GMS
20 %	بنوك وتأمين
10 %	الخدمات الفكرية
5 %	مخابر الأدوية

Source : Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy V2, p 32.

✓ رأس مال المعرفة : التكلفة الاستبدالية تمثل موازنة البحث التطوير.

✓ رأس مال الشراكة : تمثل الكتلة الاجرية للفريق المختص في التمويل والذي يقوم باستقطاب الموردين

الحاليين، إضافة إلى التكاليف الإضافية المحتملة لتسيير العلاقة مع الموردين عند الانطلاق.

✓ رأس مال المساهمين : تتحدد التكلفة الاستبدالية لرأس مال المساهمين سواء من خلال الكتلة

الاجرية التي تم تشكيلها من خلال المسير والإدارة المالية والتي تم وضعها لإعادة تشكيل رأس مال المساهمين بشكل كامل.

✓ رأس المال المجتمعي أو المحيطي : يمكن الإشارة بأن وزن الإنفاق في الاستثمار العمومي الفرنسي في

حدود 30%⁽¹⁾.

اعتباطيا يمكن اعتبار نصف الاستثمارات العمومية مفيدة بالنسبة للمؤسسات، كما أن إهلاك هذه القيمة

يكون في مدة 30 سنة، التكلفة الاستبدالية لرأس المال المحيطي تمثل 15 % من الضريبة على أرباح الشركات.

2 - 3 - 2 - 2 - 2 - حساب التكلفة الاستبدالية الصافية⁽²⁾ :

حساب التكلفة الاستبدالية الصافية يجب الآخذ بمعاملين للاهلاك :

- معامل الاستدامة.

(1) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 33.

(2) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 33.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

- معامل الحالة : يتمثل في معامل الاهتلاك المرتبط بنوعية وحالة الأصل الذي يتحدد بناءً على قاعدة القياس الغير مالي.

✓ كيفية تحديد معامل الاستدامة :

معامل الاستدامة يخفض قيمة التكلفة الاستبدالية الخام بأخذ المدة الزمنية المتبقية والتي تسمح باستعمال الأصل في حالة جيدة، كما يمكن تقسيم الأصول إلى صنفين وهذا لحساب معامل الاستدامة.

* الأصول الذي تتعرض إلى الإهلاك المستقل أو ما يسمى بأصول الدوران مثل : رأس المال البشري، رأس المال الزبوني، رأس مال الموردين، مدة حياة الأصل يصعب تحديدها، لكن يمكن حسابها من خلال العلاقة التالية : مدة حياة الأصل : 1- معدل الإهلاك (الاستنزاف) للأصل (TA).

إن معدل الإهلاك يسمح بدراسة ظاهرة خسارة الزبائن مثلاً في حالة رأس المال الزبوني، ويحدد هذا المؤشر خلال فترة زمنية معينة، كما أن معامل الاستدامة في حالة أصول الدوران يقدر من خلال طريقة رياضية منطقية بحوالي 50 %.

* الأصول ذات مدة الحياة المعلومة (نظام المعلومات، تنظيم، علامة تجارية، رأس مال محيطي، رأس مال مادي....)، يحدد معامل الاستدامة من خلال حساب مدة الحياة المتبقية للأصل على مدة حياته الكلية، مثال : نظام معلومات مدة حياته تقدر بـ 6 سنوات تم وضعه قبل 4 سنوات، معامل الاستدامة = $\frac{2}{6} = 33\%$ ، كما يمكن الإشارة بأن مدة حياة عديد الأصول يمكن تحديدها بناءً على دراسات وتجارب المهنيين واللجان العلمية.

يشير ⁽¹⁾ Thesaurus بأن مدة حياة نظام معلومات Windows تقدر بـ 5 سنوات، براءة اختراع منتج دوائي تقدر بـ 10 سنوات، تنظيم 7 سنوات، رأس مال محيطي 30 سنة، علامة تجارية معروفة 25 سنة وعلامة تجارية ذات سمعة وشهرة ليست كبيرة تقدر بـ 5 سنوات.

✓ كيفية تحديد معامل الحالة : يتوقف حساب معامل الحالة على القياس الغير مالي للأصول الفكرية مع

عزل المعيار المرتبط بالاستدامة في شبكة القياس.

إن عزل هذا المعيار من نقطة القياس هدفه تفادي ازدواجية في الحساب.

(1) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 34.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

أشارت عديد التجارب والأبحاث العلمية إلى أن معامل الحالة يمكن تحديده من خلال العلاقة التالية:

(1)

$$CE = \frac{1}{1 + \exp \frac{a - \text{نقطة القياس الغير المالي}}{b}}$$

حيث :

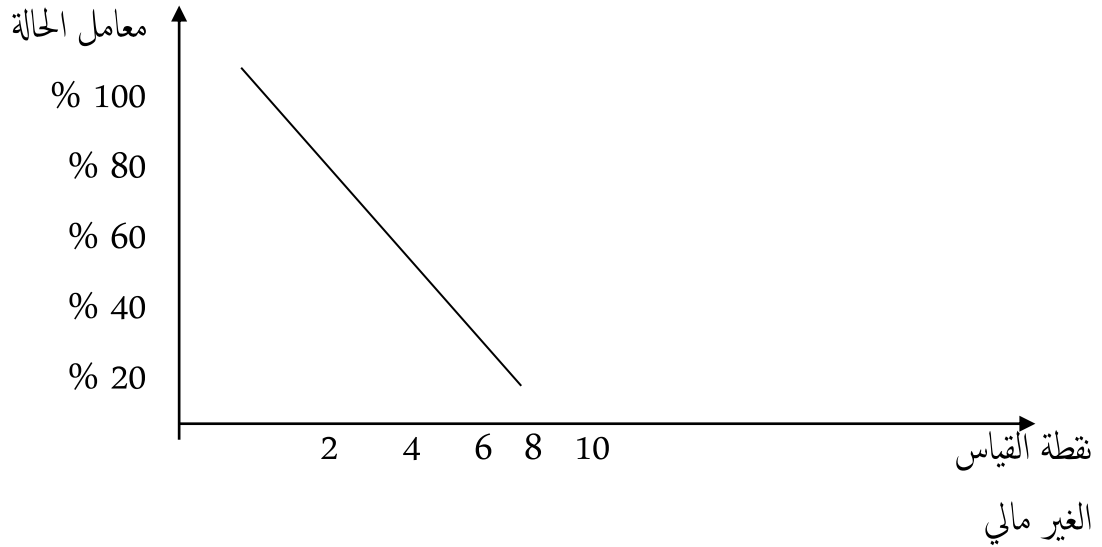
CE : معامل الحالة.

a, b : معاملي العلاقة التي تجمع بين معامل الحالة ونقطة القياس الغير المالي.

يمكن الإشارة بأن نقطة القياس الغير مالي التي يتم اعتمادها في العلاقة السابقة لا تشمل نقطة معامل الاستدامة أي يتم إعادة معالجة نقطة القياس الغير مالي للأصل.

كما يمكن الإشارة إلى العلاقة بين معامل الحالة ونقطة القياس الغير مالي من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (2-10) : العلاقة بين معامل الحالة ونقطة القياس الغير المالي



Source : Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy V2, p 32.

✓ كيفية حساب التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول :

القيمة الاستبدالية الصافية يتم حسابها من خلال العلاقة التالية (2):

$$Vi = CRi \times (1 - CEi) \times CPI$$

(1) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 35.

(2) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 35.

حيث :

V_i : القيمة الاستبدالية الصافية للأصل I.

CR_i : القيمة الاستبدالية الخام للأصل I.

CP_i : معامل الاستدامة للأصل I.

CE_i : معامل الحالة للأصل I.

القيمة الاستبدالية الصافية للمؤسسة تتمثل في مجموع القيم الاستبدالية للأصول التي تكونها.

$$V = \sum i V_i$$

حيث :

V : القيمة الاستبدالية الصافية للمؤسسة.

V_i : قيمة أصل من أصول المؤسسة.

2 - 3 - 2 - 3 - قيمة مردودية أصول المؤسسة من خلال طريقة Thesaurus :

يمكن تحديد قيمة مؤسسة إما من خلال أصول العرض أو أصول الطلب.

تتمثل قيمة مردودية المؤسسة في التدفقات النقدية التي ستولد غدا من خلال أصول المؤسسة التي

تمتلكها اليوم وهذا قبل اهتلاكها.

ترتكز عملية حساب قيمة مردودية أصل على ثلاث أسس :

- التدفق النقدي الأولي المنسوب للأصل (السنة المرجع).

- معدل الإهلاك الذي يوازي خسارة مادة أو جوهر الخدمة السنوية للأصل مع النظر لخصائصه (معامل

الحالة ومعامل خسارة جوهر الأصل).

- معدل تحيين التدفقات النقدية الخالي من المخاطرة

إن تحديد قيمة مردودية أصل فكري يتوقف على تحديد الأسس السالفة الذكر، فبالنسبة لمردودية

رأس المال الزبوني تحسب بناء على قاعدة الزبائن المرجعية التي تمتلكها المؤسسة، أي في حالة تآكل رأس

المال الزبوني بمعدل 10 % كل سنة، فإن قيمة مردودية رأس المال الزبوني تمثل مجموع التدفقات النقدية

المولدة من خلال هذه القاعدة للزبائن قبل تأكلها بشكل كامل.

2 - 3 - 2 - 2 - 3 - 1 - التدفقات النقدية المنسوبة للأصل :

يتطلب حساب التدفقات النقدية للأصل الفكري حسب طريقة TB تحديد وزن كل أصل في عملية خلق القيمة (PAVC).

بالنسبة لأصول العرض يتطلب حساب التكلفة الاستبدالية لكل الأصول ثم تحديد وزن كل أصل في عملية خلق القيمة والذي يتوافق مع حاصل التكلفة الاستبدالية للأصل وإجمالي التكلفة الاستبدالية لكل الأصول وهذا من خلال العلاقة التالية :

$$PAVCi = \frac{CRi}{\sum CRi}$$

حيث :

PAVCi : وزن الأصل في عملية خلق القيمة.

CRi : التكلفة الاستبدالية للأصل I.

$\sum CRi$: مجموع التكلفة الاستبدالية لكل الأصول.

يتحدد التدفق النقدي المنسوب للأصل CFAA من خلال ناتج التدفقات النقدية الموافق لوزن الأصل في عملية خلق القيمة.

2 - 3 - 2 - 2 - 3 - 2 - معامل خسارة المادة والحالة :

يتوقف حساب معامل خسارة المادة والحالة على معيار دوران الأصول.

- بالنسبة لأصول الدوران :

تخسر أصول الدوران كل سنة جزء من جوهرها وهو ما يعبر عليه بمعامل الإهلاك (الاستنزاف)

.TA

لأجل حساب القيمة النهائية لأصل الدوران في حالة مقدمة كل سنة، نقوم باقتطاع جزء من القيمة مساوية لمعامل الإهلاك مضروبا بقيمة السنة السابقة كما يلي⁽¹⁾ :

$$V_k^i = CFAA_0^i \times (1 - TA)^k$$

حيث :

V_k^i : القيمة النهائية للأصل I خلال السنة k.

(1) Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 39.

$CFAA_o^i$: التدفق النقدي المنسوب للأصل I (خلال السنة المرجع).

TA : المعامل المتوسط للإهلاك.

k : عدد السنوات منذ بداية السنة المرجع للتدفق النقدي.

الإهلاك السنوي للأصل يجب أن يأخذ بحالة الأصل أو بمعامل الحالة لتتغير العلاقة السابقة وتصبح⁽¹⁾:

$$V_k^i = CFAA_o^i \times [(1 - TA) \times (1 - CE)]^k$$

- بالنسبة للأصول دون دوران :

الأصول بدون دوران لهم مدة حياة معروفة، حيث لا يتم الخسارة في جوهرهم، ولكن تنخفض قيمتهم مما يقلل تدريجياً في قدرتهم على المشاركة في عملية خلق القيمة، حتى يتم إهلاك الأصل بشكل كامل. يمكن الإشارة إلى قيمة التدفقات النقدية المولدة خلال السنة k من خلال العلاقة التالية :

$$V_k^i = f(CFAA_o^i) \times (1 - CE)^k$$

حيث :

V_k^i : القيمة النهائية للأصل خلال السنة k.

$CFAA_o^i$: التدفق النقدي المنسوب للأصل منذ السنة المرجع.

k : عدد السنوات التي مرت منذ بداية عملية الإهلاك.

كما يمكن الإشارة إلى أن⁽²⁾ :

$$f(CFAA_o^i) = (CFAA_o^i - \left(\frac{k}{d}\right) \times CFAA_o^i)$$

حيث :

d : مدة الحياة الكلية للأصل.

2 - 3 - 2 - 3 - 3 - 3 : كيفية حساب مردودية الأصل :

القيمة الصافية للأصل I يتم حسابها من خلال العلاقة التالية⁽³⁾ :

⁽¹⁾ Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 39.

⁽²⁾ Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 40.

⁽³⁾ Alan Fustec et Autres, Thesaurus Bercy, Volet 2, op.cit, p 40.

$$Vi = (1 - IS)x \sum_{k>0} b_k x \frac{V_k^i}{(1 + t)^k}$$

IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

b_k : معامل التحسين سبق الإشارة إليه في طريقة BM و AF و يمثل أيضا بمعامل النمو.

t : معدل التحيين الخالي من المخاطرة.

يتم تنفيذ العملية الحسابية حتى العام الموافق لنهاية حياة الأصل بالنسبة للأصول دون الدوران وحتى السنة K عندما يصبح التدفق النقدي ضئيل أو معدوم بالنسبة لأصول الدوران. حساب قيمة المؤسسة يكون إما بحساب أصول العرض وأصول الطلب، و التي سبق الإشارة إليها عند تناول طريقة BM و AF ، كما يمكن الإشارة بأن الفرق بين قيمة أصول العرض أو الطلب نادرا ما تكون صفرية وهذا لأن الأصول لا تتهتك بنفس السرعة.

3 - أهمية قياس رأس المال الفكري بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب الحصول على التمويل :

اهتم مختلف الباحثون و الأكاديميون بقياس رأس المال الفكري لغرض رئيسي يتمثل في كيفية إدارة وتسيير هذا النوع من الأصول، إلا أن عديد الاستخدامات برزت وشكلت دافعا لقياسه خاصة بالنسبة للمشاريع الاستثمارية المبادرة بطلب الحصول على التمويل.

3 - 1 - أهمية القياس الغير مالي للأصول الفكرية بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب الحصول على

التمويل :

يسهل على أي مشروع استثماري تحديد الاحتياج التمويلي بغرض اقتناء استثمارات مادية، إلا أن تحديد الاحتياج التمويلي لاقتناء وتطوير استثمارات غير مادية (فكرية) كان في الوقت القريب صعب جدا. يساهم تنقيط الأصول الفكرية في معرفة جودتها ومن تم تمكين صاحب المشروع أو المنشأة من تحديد الاحتياج المالي لاقتنائها أو تطويرها أو استبدال الأصول الفكرية التي تعرضت للإهلاك. إن عملية تقييم جودة الأصول الفكرية بإمكانها أن تساعد المبادر بالمشروع على تحديد تكلفة خلق استثمارات المستقبلية سواء كان بغرض التطوير والتوسع أو خلق مشروع استثماري جديد، مما يسمح بتحديد الاحتياج التمويلي الحقيقي للمشروع وكذا إعادة النظر في مؤشرات الأداء المالي والمخاطر التي يمكن أن تعترض المشروع.

3 - 2 - أهمية القياس المالي للأصول الفكرية بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب الحصول على التمويل

البنكي: يساهم القياس المالي للأصول الفكرية في تمييزها مما يساعد صاحب المشروع على زيادة ثروة المنشأة القابلة للزهن خاصة تقويم و تبيين شهرة المحل مما يزيد القدرة الاقتراضية للمنشأة.

3 - 3 - أهمية القياس المالي للأصول الفكرية بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب الحصول على التمويل

من شركات رأس مال المخاطر : يمكن توضيح كل هذا حسب المرحلة التمويلية للمشروع.

3 - 3 - 1 - بالنسبة للمشاريع في مرحلة الانطلاق :

تواجه المشاريع المبادرة بطلب تمويل مرحلة الانطلاق من شركات رأس المال المخاطر (ش ر م م) صعوبة كبيرة في تحديد القيمة الحقيقية للمشروع والتي يستند إليها في تحديد مساهمة كل طرف.

إن الأخذ بطرق الذمة المالية يعتبر مجحفا في حق المبادر بالمشروع لأنه يرفع من نسبة مساهمة ش ر م م، كما أن الأخذ بطرق المردودية يعتبر مجحفا في حق ش ر م م لأنه يرفع من نسبة مساهمة صاحب المشروع، إضافة إلى هذا ليس من مصلحة ش ر م م شراء أصول مستقبلية غير موجودة بعد أي شراء وعود مخطط الأعمال، خاصة في ظل عدم الأكادة التي تواجهها المشاريع في مرحلة الانطلاق، إضافة إذا كانت مشاريع صغيرة ومتوسطة.

يعتبر الاستناد على طرق التكلفة الاستبدالية للأصول الفكرية مهما و عادلا للطرفين في هذه الحالة فهو يعتبر طريقة مطورة عن طريقة مدخل الذمة المالية أي يعبر عن الثروة الحقيقية للمنشأة والتي تجمع بين أصولها المادية والفكرية، كما تسمح هذه الطريقة بتحديد تكلفة خلق المشروع.

3 - 3 - 2 - بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب تمويل مرحلة التطوير :

يمكن توضيح كل هذا من خلال الآتي :

3 - 3 - 2 - 1 - حل للمعوقات التقنية في تحديد قيمة المشاريع الاستثمارية :

تقدم طريقة BM و AF إضافة لطريقة TB في قياس مردودية الأصول الفكرية حلولا لأهم المعوقات التقنية التي تواجهها طريقة تحيين التدفقات النقدية في تحديد قيمة المشاريع الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة والغير مدرجة في البورصة ويمكن توضيح هذا الفرق من خلال الجدول الموالي والذي يوضح الفرق بين طريقة تحيين التدفقات النقدية وطريقة مردودية رأس المال الزبوني كأصل مورد للنقد في تحديد قيمة المشاريع الصغيرة والمتوسطة والغير مدرجة في البورصة.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

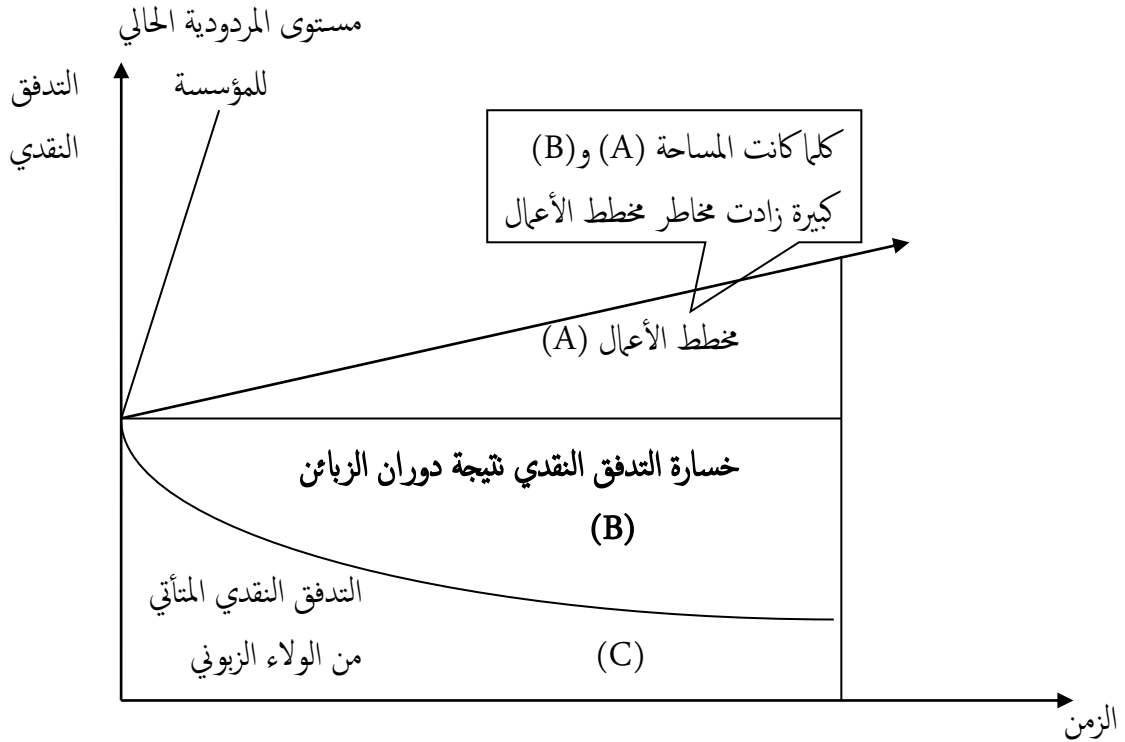
جدول رقم (2-14): يوضح الفرق بين طريقة التدفقات النقدية المحينة وطريقة مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج AF و BM و TB في تحديد قيمة المشاريع

الطريقة	قياس مردودية رأس المال الزبوني نموذج AF و BM و TB	تحيين التدفقات النقدية
معامل التحيين	معدل الولاء الزبوني وتحسين الولاء الزبوني، إضافة إلى معامل الحالة بالنسبة لطريقة TB	معدل المخاطرة الذي يتم حسابه من خلال المعامل β والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
التدفق النقدي	يكفي التدفق النقدي للسنة n-1	تقديرات مخطط الأعمال الممتثلة 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 تجديد المعامل β بالنسبة للمشاريع الغير مدرجة في البورصة. - صعوبة تحديد وموثوقية المعامل g.
قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة	قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة = الأصول الصافية المعدلة + قيمة مردودية رأس المال الزبوني (ر م ز)	$VT = \sum_{t=1}^N \frac{FCF}{(1 + CMPC)^t} + \frac{Vtm}{(1 + CMPC)^N} - D$
مخاطر التقييم		قيمة عالية و وهمية
إيجابيات الطريقة	قيمة أكثر حقيقية	

المصدر : من إعداد الباحث.

ويوضح الشكل الموالي المخاطر التي تطرحها طريقة تحيين التدفقات النقدية مقارنة بتحيين رأس المال الزبوني في إعطاء قيمة عالية للمنشآت الاقتصادية خاصة الصغيرة والمتوسطة ما يجعل المبادرين بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر يقدمون قيم عالية و وهمية لمشاريعهم.

الشكل رقم (2-11) : الفرق بين مخاطر طريقة التدفقات النقدية المحينة و مردودية رأس المال الزبوني في تقييم المنشآت الاقتصادية



Source : AF et BM, op cit, p 79.

3 - 3 - 2 - 2 - حل لإشكالية القيمة Premoney :

إنّ طريقة تحيين التدفقات النقدية تعتمد في تقديرها لقيمة المشاريع على معطيات وفرضيات 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 لفكري والتي تعطي قيمة للمنشأة من خلال أصولها الحالية أي قيمة الأصول الصافية المعدلة مضاف لها مردودية رأس المال الزبوني أو الأصول المجمعة للنقد والتي تتأتى من قدرة الزبائن الحاليين أو الأصول المجمعة للنقد الحالية (أصول العرض) على إنتاج وتوليد القيمة الحالية في المستقبل وهي إجابة للقيمة Premoney أي قيمة المؤسسة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية، ما يعتبر مهما جدا بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب تمويل مرحلة النمو الأولي و الانطلاق من شركات رأس المال المخاطر .

3 - 3 - 2 - 3 - تحديد مجال التقييم المنطقي بالنسبة للمبادر بالمشروع :

إنّ تحديد قيمة أسهم المؤسسة من خلال طريقة مردودية الأصول الفكرية بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب الحصول على التمويل من ش ر م م يعتبر نظريا فقط (السعر ليس هو القيمة) يمكن أن يعتمد عليه المبادر بالمشروع في تحديد قيمة أقرب للحقيقة لإقناع المخاطر برأس المال، كما أنها تعطي قيمة أعلى من مدخل

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

الذمة المالية، فهي تجمع بين قيمة الأصول الصافية المعدلة وقيمة مردودية الأصول الفكرية الحالية المجمعة للنقد أو مردودية الزبائن الحاليين (أصل مورد للنقد) في المستقبل كأصل فكري ما يقلص تباعد القيمتين بين طريقة تحيين التدفقات النقدية، كل هذا يؤدي إلى بروز مجال تقييم أكثر منطقي بإمكانه أن يساهم في تحديد قيمة أكثر حقيقية للشروع.

3 - 3 - 2 - 4 - تحديد قيمة الرفع المالي الأمثل :

إن إيجاد مجال تقييم منطقي يسمح بتحديد قيمة أكثر حقيقية للمشروع ويؤدي إلى إيجاد قيمة الرفع المالي الأمثل الذي يسمح للمبادر بالمحافظة على تحكمه في منشأته ومواجهة مخاطر تبيع مساهمته وبقائه متحكماً في شركته وصاحب الأغلبية وكذا تبرير سعر نسبة المساهمة المقترح للمورد التمويلي.

بالنسبة للمشاريع الاستثمارية المبادرة بطلب الحصول على التمويل بالأموال الخاصة، تقوم بتحديد قيمة الرفع المالي لتصبح لدينا قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة بعد الرفع المالي كآتي :

القيمة Postmoney = قيمة مردودية رأس المال الزبوني أو الأصول المجمعة للنقد + الأصول الصافية المعدلة + قيمة الرفع المالي وتصبح لدينا نسبة مساهمة ش ر م كآتي :

نسبة مساهمة ش ر م = قيمة الرفع المالي / القيمة Postmoney.

مما سبق يمكن الإشارة إلى تعدد استخدامات قياس رأس المال الفكري سواء بغرض إدارته أو تحديد قيمة المؤسسات وحل العديد المعوقات بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب التمويل من مختلف المؤسسات المالية، لكن يبقى أن نشير إلى الأهمية والغرض الكبير لقياسه والمتمثل في عملية الإفصاح والتقرير عنه لمتخلف الأطراف التي لها مصالح حالية ومستقبلية بالشركة.

المبحث الرابع : الإفصاح عن رأس المال الفكري

تشكل المعلومة المحاسبية أهمية كبيرة بالنسبة لمختلف الأطراف المهتمة بالمنشآت الاقتصادية من بنوك وموردين ومستثمرين ومؤسسات مالية مختلفة.

حتمت الأهمية الكبيرة للإفصاح على تطوير محتوى المعلومات التي يتم التقرير عنها، خاصة المرتبطة برأس المال الفكري.

يجاول هذا المبحث تناول مساهمة الإفصاح عن رأس المال الفكري بالنسبة لمختلف الأطراف خاصة مستخدمي التقارير والقوائم المالية مع التركيز على أهميته في تمويل المشاريع الاستثمارية.

1 - الإفصاح المحاسبي :

قبل الإشارة إلى مفهوم الإفصاح المحاسبي لابد من التذكير بنشأته.

1 - 1 - نشأة الإفصاح :

كان الإفصاح وليد الانفصال بين الملكية والإدارة، هذا الانفصال الذي أوجدّ بعدا بين المساهمين المالكين للشركة و بين دفاتر سجلات الحسابات المختلفة للشركة ومع ظهور الثورة الصناعية في منتصف القرن التاسع عشر، ظهر إلى السطح شركات ضخمة تعرف بشركات المساهمة، يملكها عدد كبير من المساهمين متباينين في المستوى الثقافي والاقتصادي ... الخ، حيث يصعب عليهم تولي إدارة هذه الشركات بأنفسهم مما أدى إلى إيكال هذه المهام إلى أشخاص مهنيين، أي حدوث انفصال بين الملكية والإدارة⁽¹⁾.

أدى هذا الانفصال بين الملكية والإدارة إلى وجوب الإفصاح على أهم المعلومات التي تهم الملاك، وكان الإفصاح خلال هذه الفترة يتمثل في الإعلان عن ميزانية الشركة التي تلخص مركزها المالي في فترة معينة غالبا ما تكون نهاية السنة المالية بحيث يثبت فيها حساب رأس المال ولم تسمح القوانين لجميع الناس بمراجعة الحسابات الخاصة بالشركة، مما أدى ذلك إلى زيادة الحاجة إلى شخص يقوم بعملية التحقق من كفاءة استخدام الأموال التي تقوم باستثمارها في تلك الشركات ويتم ذلك عن طريق مدقق الحسابات الذي يجب أن يكون شخص محايد⁽²⁾.

كما أن من أسباب نشوء الإفصاح أيضا ظهور عدّة أطرف جديدة لها مصالح حالية ومستقبلية في هذه الشركات كمساهمين مرتقبين، مقرضين وموردين وهو ما طرح زيادة الطلب على المعلومات التي تساعد في تقييم أداء الشركات ومدى النجاح في إدارة واستثمار الأموال المتاحة وكذلك مراقبة الإدارة وكفاءتها في إدارة هذه الأموال، وهو ما استوجب انتقال الوظيفة المحاسبية من التركيز على دورها كنظام لمسك الدفاتر غايتها الأساسية حماية مصالح الملاك إلى التركيز على دورها الجديد كنظام للمعلومات غايتها الأساسية توفير المعلومات المناسبة والكافية لصنع القرارات، و لكي تقوم المحاسبة بوظيفتها الجديدة، ارتقى شأن بعض المبادئ المحاسبية المتعارف عليها مثل مبدأ الإفصاح والملائمة والمصدقية والقابلية للمقارنة وذلك على حساب مبادئ أخرى كبداً التحفظ والموضوعية والتكلفة التاريخية⁽³⁾.

(1) محمد المبروك أبو زيد، المحاسبة الدولية، إيتراك للطباعة والنشر، القاهرة، 2006، ص 579.

(2) المطارنة، غسان فلاح، تدقيق الحسابات المعاصر، الطبعة الأولى، در الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2006، ص 17.

(3) وليد ناجي الحياي، نظرية المحاسبة، منشورات الأكاديمية العربية الدفارك، 2007، ص 368.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

كان لأزمة الكساد سنة 1929⁽¹⁾ أيضا الأثر على تطوير الإفصاح، حيث وأمام إفلاس الكثير من الشركات الصغيرة والمتوسطة، اتجهت العديد من هذه الشركات إلى التضليل عن طريق إقرار سياسات محاسبية تؤدي إلى الرفع من قيم أصولها وزيادة الأرباح، وهذا محاولة منها لدرء الإفلاس، ومع اكتشاف أمرها وحقيقتها، لجأ المساهمون والمقرضون إلى القضاء لمساءلة المحاسبين والمراجعين وكان نتيجة لهذا الموضوع ما يلي:

- مطالبة المجتمع الدولي بوضع مبادئ للمحاسبة لإلزام الإدارة في مختلف الشركات بالالتقيدها، و نادى البعض لتدخل الدولة لتنظيم المبادئ المحاسبية.

- إنشاء هيئة تداول الأوراق المالية (SEC) عالم 1934 م والتي تتولى مراقبة تداول الأوراق المالية، و صدر أيضا قانون الأوراق المالية لعام 1933 م و الذي يعد قانونا متعلقا بالإفصاح، يشير هذا القانون لضرورة نشر معلومات دورية من خلال تقارير وقوائم مالية تقدم لهيئة تداول الأوراق المالية وتصبح متاحة للجميع من يريد الاضطلاع عليها حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرارات الرشيدة، وقد دعم هذا مهنة المراجعة وتدقيق الحسابات من خلال الدور الذي يلعبه المراجع الخارجي في إعداد هذه القوائم والتقارير.

- تعاضد دور المنظمات المهنية نتيجة ارتفاع الوعي المحاسبي للمجتمع المالي بضرورة توحيد الممارسات المحاسبية، وظهر مجمع المحاسبين القانونيين في إنجلترا وويلز وكذا مجمع المحاسبين الأمريكيين.

في ضوء مما سبق يمكن استخلاص أن ظهور شركات المساهمة وانفصال الملكية عن الإدارة (نظرية الوكالة)، إضافة إلى الأزمات الاقتصادية والحاجة إلى المعلومات المحاسبية الدقيقة التي من شأنها إشباع مستخدمي هذه المعلومات سواء كانت في شكل تقارير وقوائم مالية، كل هذا ساعد على نشوء وتطور الإفصاح.

نشوء الإفصاح بدوره أدى إلى تطور الممارسات المحاسبية ومحاولة توحيدها من خلال المنظمات و الجمعيات المهنية التي لعبت دورا كبيرا في هذا، شأنها شأن مراجعي و مدققي الحسابات، كما كان لتطور الإفصاح أثر على تطور مهنة المراجعة وتدقيق الحسابات.

1 - 2 - تعريف الإفصاح المحاسبي :

يعرّف الإفصاح المحاسبي اصطلاحا على أنه بث المعارف أو نقل المعلومات من مصدر إنتاجها إلى مستقر الاستفادة منها أو استخدامها، فالإفصاح هو نقل هادف للمعلومات ممن يعلمها إلى لمن لا يعلمها، أما

(1) حيدر محمد علي بني عطا، مقدمة ونظرية المحاسبة والمراجعة، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، الطبعة الأولى، ص 18.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

الإفصاح المحاسبي فقد تعددت التعريفات الخاصة به سواء من باحثين أو جمعيات ومنظمات مهنية محاسبية، ويمكن تناول أهم هذه التعريفات على النحو التالي :

- باعتبار الإفصاح أحد المبادئ المحاسبية فإنه يمثل البيان التام و الشامل لجميع البيانات والمعلومات المحاسبية قدر الإمكان لتحقيق الفائدة لمستخدميها، وبمقتضى هذا المبدأ أصبح لا ينظر إلى القوائم المالية على أنها هدفا في حد ذاتها تسعى الوحدة المحاسبية إلى تحقيقه، وإنما لمساعدة بعض الأطراف لاتخاذ القرارات المختلفة، إضافة إلى توفير المراقبة على نشاط المشروع من قبل المالكين وخصوصا في شركات المساهمة، مما استوجب أن تكون البيانات والمعلومات المدونة في القوائم المالية واضحة وكافية ومفهومة لكل الأطراف التي تسعى للاستفادة منها.

وقد جرى الاتفاق في السنوات الأخيرة على شمول القوائم المالية إضافة إلى البيانات المحاسبية المتعلقة بالعمليات القابلة للقياس النقدي على معلومات وصفية ترد على شكل ملاحظات أو مذكرات ملحقه بالقوائم المالية للعمليات التي لا يمكن قياسها نقديا ما دامت تحقق الوضوح التام والفائدة لمستخدمي القوائم المالية. وقد تشمل هذه الملاحظات كل أو بعض البنود التالية :

- أسس قياس وتقويم بعض عناصر القوائم المالية مثل طريقة احتساب أقساط إهلاك الأصول الثابتة، وطريقة توزيع تكاليف الأصول المعنوية وطريقة تقييم المخزون السلعي ... الخ.

- المعلومات الإضافية عن احتمالات وقوع بعض الأحداث المستقبلية والتي يصعب تقييم تأثيرها بشكل قاطع على المركز المالي، مع تطبيق التحفظ كلما أمكن ذلك.

- المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية التي قد تنشأ على الوحدة الاقتصادية نتيجة بعض التزاماتها حيال الغير والتي تحد من قدرتها على استخدام بعض أصولها مثل المسؤولية الناجمة عن الاقتراض طويل الأجل برهن الأصول⁽¹⁾.

- المعلومات المتعلقة بالأحداث التي حصلت بعد تاريخ الميزانية وقبل صدور القوائم المالية.

- كما يعرف الإفصاح أيضا على أنه إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية، و هذا يعني أن تشمل القوائم المالية على الملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها كل المعلومات المتاحة المتعلقة

(1) وليد ناجي الحياي، أصول المحاسبة المالية، منشورات الأكاديمية العربية في الدنمارك، 2007، ص 63-64.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

بالمشروع لتجنب تضليل الأطراف المهمة بالمشروع، ويجب الإفصاح عن المعلومات الهامة والتي يترتب عن عدم الإفصاح عنها تغيير واختلاف جوهري في اتخاذ قرارات مستخدمي القوائم المالية⁽¹⁾.

في ضوء التعريفين السابقين نجد أن الإفصاح المحاسبي يمثل الإظهار والعرض الكامل والتمام للمعلومات المحاسبية والتي عادة ما تكون في شكل قوائم مالية مع إرفاقها بملاحظات وتوضيحات إضافية وتكون هذه المعلومات كمية وتأخذ أيضا شكل معلومات وصفية، كل هذا بغية إشباع حاجات مستخدمي هذه المعلومات من أجل اتخاذ قراراتهم.

يعرّف الإفصاح المحاسبي أيضا من طرف المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين AAA «أنه عرض للقوائم المالية بكل وضوح طبقا للمبادئ المحاسبية المقبولة عموما ويتعلق ذلك بشكل وتصنيف المعلومات الواردة في القوائم والتقارير المالية و معاني المصطلحات الواردة بها، حيث تكون أكثر ملائمة للتنبؤ بوضعية الشركة مستقبلا وذلك لاتخاذ القرار الاستثماري الملائم»⁽²⁾.

يعتبر هذا التعريف الأكثر وضوحا وقبولا لدى عديد الأكاديميين، حيث يضيف بأن عرض القوائم المالية يتم وفق مبادئ محاسبية مقبولة عموما.

مما سبق يمكن استخلاص أن الإفصاح المحاسبي يمثل عرض للمعلومات المحاسبية والمالية في شكل قوائم وتقارير مالية معدة وفق مبادئ محاسبية مرفقة بملاحظات وإيضاحات تكون كمية ووصفية بدون تضليل أو نقض وهذا بهدف إشباع مستخدميها في اتخاذ القرارات المناسبة لهم.

1 - 3 - أشكال الإفصاح المحاسبي :

تم تصنيف الإفصاح المحاسبي من عدة زوايا أهمها⁽³⁾ :

1 - 3 - 1 - زاوية درجة الالتزام بالإفصاح :

1 - 3 - 1 - 1 - إفصاح إجباري : يتم بإصدار المعايير المحاسبية التي يجب أن تتبع عند إعداد

القوائم المالية، وتحدد المعلومات المحاسبية التي يجب أن تفصح عنها المنشأة للمستثمرين.

1 - 3 - 1 - 2 - إفصاح اختياري : يتم عن طريق الإفصاح الذاتي للمنشأة عن كافة المعلومات

للمستثمرين، بدون وجود مطلب قانوني.

1 - 3 - 2 - زاوية مقدار الإفصاح :

(1) طارق عبد العال حامد، التقارير المالية، أسس الإعداد والعرض والتحليل، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002، ص 53.

(2) حسين مصطفى الهلالي، معايير المحاسبة الدولية (الجدور، الحصاد، المستقبل)، دورية ادوار المحاسبين، الشارقة، 2006، ص 7.

(3) بن الطاهر حسين، بوطلاحة محمد، دراسة حوكمة الشركات على الشفافية وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، ملتقى حوكمة الشركات كالية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 2012، ص 9.

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

1 - 2 - 3 - 1 - إفصاح كافي : يعني توفير الحد الأدنى من المعلومات في القوائم والتقارير المالية لمتخذي القرارات بما يمكنهم من اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

1 - 2 - 2 - 3 - 1 - إفصاح عادل : يركز على تقديم المعلومات التي تفي باحتياجات مستخدمي القوائم المالية على قدم المساواة و بالتالي ينطوي هذا النوع من الإفصاح على الجانب الأخلاقي.

1 - 2 - 3 - 3 - 1 - الإفصاح الكامل : يعني توفير كافة المعلومات والإيضاحات في القوائم المالية لمتخذي القرارات في ظل مفهوم الأهمية النسبية بحيث يمكن إدراك أن عدم توفير معلومات وإيضاحات معينة قد تحدث ضررا بالغا لمن يعتمد عليها في اتخاذ قرارات الاستثمار.

2 - الإفصاح عن رأس المال الفكري مفهومه، أشكاله، محدداته :

قبل الإشارة إلى أشكال ومحددات الإفصاح عن رأس المال الفكري لابد من تناول مفهومه.

2 - 1 - مفهوم الإفصاح عن رأس المال الفكري :

يهدف الإفصاح إلى توفير البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بالمنظمات إلى المستفيدين مع التركيز على إظهار فقرات الميزانية أي قائمة المركز المالي وقائمة الدخل والتدفقات النقدية، وهذا في ظل مراعاة المعايير والأنظمة المحاسبية لكل بلد و إظهارها على حقيقتها بدون تضليل بغرض ترشيد اتخاذ قراراتهم بأفضل طريقة ممكنة و إضافة معلومات إضافية في شكل ملاحق وأساليب مكتملة.

إن الإفصاح عن رأس المال الفكري أخذ يبرز مع ظهور الهوة بين القيمة السوقية و الدفترية للمنشآت، كما أن تعاظم أهميته باعتباره يساهم في خلق تنافسية المنشآت ومحرك رئيسي لخلق القيمة حتم على غالبية المؤسسات إعداد قوائم مالية ووصفية حوله خاصة في الدول الغربية مثل النمسا، كندا، الو م أ، المملكة المتحدة.

يتمثل الإفصاح عن رأس المال الفكري في عرض المعلومات المحاسبية المالية والوصفية حوله للمستثمرين والدائنين في شكل قوائم محاسبية تقليدية أو كشوفات مكتملة تسمح بالتنبؤ بقدرة المنشأة على تحقيق أرباحها وسداد التزاماتها، ويمكن الإشارة أيضا بأن الإفصاح عن رأس المال الفكري يصنف من زاوية درجة الالتزام بالإفصاح كإفصاح اختياري.

2 - 2 - أشكال الإفصاح عن رأس المال الفكري :

تتعدد طرق الإفصاح عن رأس المال الفكري، ومن أهم هذه الطرق :

2 - 2 - 1 - القوائم المالية التقليدية : في ظل هذه الطريقة يتم الإفصاح عن رأس المال الفكري

من خلال القوائم المالية التقليدية المعدة وفق شروط القياس والاعتراف المحاسبي المعتمد لكل دولة.

2 - 2 - 2 - مدخل القوائم الإضافية : في ظل هذا المدخل يتم إعداد القوائم المالية التقليدية كما

يتم إعداد قوائم إضافية تتضمن معلومات مالية ووصفية حول رأس المال الفكري، حيث قدمت طريقة TB موازنة لأصول المنشأة المادية و الفكرية مقيمة بتكلفتها الاستبدالية الصافية و مرفقة بملاحق توضح كيفية حسابها و كذا قيمة مردودية الأصول الفكرية و أساس عملية تقييمها.

2 - 3 - محددات الإفصاح عن رأس المال الفكري :

يمكن تناول هذه المحددات وتلخيصها من خلال الآتي:⁽¹⁾

- حجم الشركة : وفق هذا المحدد كلما زاد حجم الشركة زاد مستوى الإفصاح الاختياري المحاسبي حول رأس المال الفكري.

- ربحية الشركة : كلما زادت ربحية الشركة كلما زاد مستوى الإفصاح الاختياري المحاسبي عن رأس المال الفكري.

-تركيز الملكية : إن الشركات التي تنسم بتركيز الملكية في عدد قليل من المساهمين يكون من المتوقع أن تنخفض فيها تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومة بين الإدارة والمساهمين، حيث تحاول الشركات تحسين الإفصاح الاختياري عن المعلومات من خلال إرسال إشارات بأن المديرين يعملون على تحقيق احتياجات أصحاب المصالح.

- نوعية الصناعة ومستوى الإفصاح عن رأس المال الفكري : تسعى الشركات إلى إرسال إشارات إيجابية من خلال تحسين مستوى الإفصاح عن رأس المال الفكري والمعلومات الاختيارية، وهذا بأنها تلتزم بأفضل الممارسات في مجال الصناعة.

- عمر الشركة : كلما زاد عمر الشركة كلما زاد مستوى الإفصاح الاختياري عن رأس المال الفكري.

- حجم مكتب المراجعة : كلما زاد حجم مكتب المراجعة كلما زاد مستوى الإفصاح عن رأس المال الفكري.

3 - أهمية الإفصاح عن رأس المال الفكري:⁽²⁾

يمكن الإشارة إلى أهمية الإفصاح عن رأس المال الفكري من خلال الآتي :

3 - 1 - تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومة : تأخذ نظرية الموارد على أن الإفصاح عن الموارد غير

الملموسة يساهم في تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات بين أصحاب المصالح المختلفة وتقديم معلومات أفضل

(1) مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي، محددات الإفصاح المحاسبي عن رأس المال الفكري و أثره على الأداء المالي، دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المسجلة، منشورات جامعة بها، مصر، ص 23 ص 29 . بتصرف.

(2) مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي، مرجع سبق ذكره، ص 11 ص 32. بتصرف

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

لهم عن القيمة الحقيقية والمستقبلية للشركة، وهو ما ينعكس بشكل إيجابي على أسعار أسهمها وتحسين كفاءة سوق رأس المال.

3 - 2 - تخفيض تكاليف الوكالة :

في ظل نظرية الوكالة، تواجه الشركات ذات المديونية العالية ارتفاع في تكاليف الوكالة، حيث تتعارض المصالح بين المستثمرين والمقرضين ما ينتج عنه زيادة قيمة تكاليف المراقبة وتخفيض قيمة الشركة. إن الشركات ذات المديونية العالية و الشركات التي تواجه تعارض في المصالح بين المساهمين والمسيرين لديها حافز قوي للإفصاح الاختياري عن رأس المال الفكري، محاولة لتخفيض تكاليف الوكالة و المراقبة و تلبية احتياجات المقرضين، وكذلك لعدم قدرة المستثمرين والمقرضين في الشركات الكثيفة بالأصول الفكرية في التعرف على الأصول الغير ملموسة الناتجة عن الديون في القوائم المالية.

3 - 3 - تخفيض تكلفة رأس المال : أشارت دراسة AL و ANA 2012 إلى أن الإفصاح عن

رأس المال الفكري يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال وتحسين التدفقات النقدية للشركة.

3 - 4 - دور الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع بواسطة شركات رأس المال

المخاطر: تزداد أهمية و جودة المعلومات المفصح عنها حول رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر بزيادة عمر و تطور المشاريع و يمكن توضيح كل هذا من زاوية المبادر و المخاطر برأس المال.

3 - 4 - 1 - من زاوية المبادر بالمشروع :

3 - 4 - 1 - 1 - تبرير سعر المساهمة المقترح من قبل المبادر بالمشروع للمخاطر برأس المال :

إن استناد المبادر بالمشروع في تحديده قيمة مساهمة شركة رأس المال المخاطر على طريقة رأس المال الفكري وإرفاقها بمعلومات مالية ووصفية عن الأصول الفكرية المساهمة في عملية خلق القيمة من شأنه أن يجعل المخاطر برأس المال ينظر لسعر المساهمة المقترح من قبل المبادر بالمشروع بأنه تم بناء على تحديد قيمة أكثر حقيقية للمؤسسة وليس قيمة عالية ووهمية.

3 - 4 - 1 - 2 - زيادة موثوقية و جودة فرضيات مخطط الأعمال : إن تقديرات مخطط الأعمال

تبقى مجرد وعود الجدول حول موثوقيتها يبقى مطروحا، إلا أن إرفاق مخطط الأعمال بمعلومات عن رأس المال الفكري كموازنة Thesaurus وكذا معطيات حول مردودية الأصول الفكرية بإمكانها أن تساهم في توضيح قدرة الأصول الفكرية والمادية على خلق القيمة وتحقيق الأهداف المسطرة الموضوعة في مخطط الأعمال.

3 - 4 - 2 - من زاوية المخاطر برأس المال :

3 - 4 - 2 - 1 - تقليص مخاطر عدم تماثل المعلومة : يساهم الإفصاح عن رأس المال الفكري في

تقليص مخاطر عدم تماثل المعلومة خاصة في المرحلة الأولية لدراسة المشروع بالنسبة للمخاطر برأس المال، فالإفصاح على أن 20% من زبائن المؤسسة ليسو في حالة جيدة أي قدرتهم الائتمانية ضعيفة، إضافة إلى أن معدل الولاء الزبوني للمؤسسة ضعيف بإمكانه أن يمثل إنذار بعدم الاستمرارية و تمويل المشروع بالنسبة للمخاطر أو إشارة لتحديد المخاطر التي تعترض المشروع والتي يمكن تجاوزها.

3 - 4 - 2 - 1 - تخفيض تكاليف المراجعة المعمقة : إن الإفصاح عن رأس المال الفكري بإمكانه

أن يخفض من تكاليف المراجعة المعمقة بالنسبة للمخاطر برأس المال والتي تعتبر مهمة في تقليص مخاطر عدم تماثل المعلومة ومعرفة جودة و موثوقية فرضيات مخطط الأعمال، كل هذا من خلال تفعيل مرحلة الدراسة الأولية للمشروع وذلك بالاعتماد على المعلومات المفصح عنها حول رأس المال الفكري وقدرة الأصول المجمعدة للنقد على استقطاب الزبائن و الحكم على فرضيات مخطط الأعمال بالنسبة للمخاطر برأس المال.

إن تقليص تكاليف المراجعة المعمقة من شأنه الحفاظ على صناعة رأس المال المخاطر وتجنب الاختيار

العكسي وتمويل أكبر عدد من المشاريع.

خلاصة الفصل الثاني:

اهتمت عديد الأدبيات المحاسبية و الإدارية و الاقتصادية بموضوع رأس المال الفكري، و هذا تحت عديد التسميات إلا أن أخذنا بهذه التسمية يعود بالأساس إلى التفصيل الدقيق و العميق الذي ظهر بمجرد تناول الأصول الغير ملموسة تحت تسمية رأس المال الفكري.

قدم BM و AF إضافة إلى TB مكونات رأس المال الفكري و قسامها إلى أصول عرض (مجموعة للنقد) و أصول طلب (موردة للنقد) و هذا بالاعتماد على مبدأ خلق القيمة في المنشأة الاقتصادية.

إن تناول رأس المال الفكري من وجهة نظر محاسبية تحت تسمية الأصول الغير ملموسة كان بشكل ضيق، و يعود كل هذا إلى العقبات التي تعترض القياس و الاعتراف المحاسبي به، و التي تتمثل في الأساس في عدم أكادة التدفقات النقدية المرتبطة بهذا النوع من الأصول، إضافة إلى صعوبة تحديد تكلفة بعض العناصر غير الملموسة، كما أن قياس مردودية الأصول الغير ملموسة واجهته معوقات مرتبطة بتقدير التدفقات النقدية لها و كذا صعوبة حصر مدة التقدير و تحديد المخاطر التي تعكس معامل تحيين هذه التدفقات.

برزت عديد الدوافع للقياس و التقرير عن رأس المال الفكري، أهمها محاولة تفسير الفرق بين القيمة الدفترية و السوقية للمنشآت الاقتصادية، إضافة إلى محاولة إيجاد طرق تستند على رأس المال الفكري لتحديد قيمة المنشآت الاقتصادية.

أمام كل هذا برزت عديد الطرق المبتكرة لقياس رأس المال الفكري، بداية بطرق القيمة الدفترية إلى السوقية و التي تقدم قيمة إجمالية لرأس المال الفكري و غير مفصلة لمكوناته، ظهرت أيضا المقاييس التي تستند إلى المؤشرات و التي بدورها تعرضت لنقد كثير نظرا لعدم وجود خوارزمية تجمع بين هذه المؤشرات.

شكل بعد ذلك ظهور الطرق المختلطة خاصة طريقة BM و AF و كذا طريقة TB حلا لإشكالية قياس رأس المال الفكري، حيث جمعت هذه الطرق بين القياس الغير مالي و القياس المالي للأصول الفكرية. يقدم القياس الغير المالي للأصول الفكرية تنقيط لجودتها و نوعيتها، إضافة إلى أن القياس المالي يقدم القيمة الاستبدالية و كذا قيمة مردودية هذه الأصول.

تعددت استخدامات قياس رأس المال الفكري خاصة بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب التمويل، حيث يساهم القياس الغير المالي لرأس المال الفكري في تحديد جودة الأصول الفكرية و من تم معرفة الاحتياج التمويلي لإعادة تشكيلها في حالة اهتلاكها، كما أن القياس المالي لرأس المال الفكري يساهم في تمييز الأصول الفكرية للمنشأة ما يزيد من قيمتها و قدرتها الاقتراضية خاصة تقويم الشهرة Goodwill .

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

يقدم القياس المالي لرأس المال الفكري حولا لأغلب المعوقات التي تعترض المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر خاصة ما تعلق بمرحلة الدراسة التقييمية القبلية للمشروع من وجهة نظر المبادر.

تسمح طريقة التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال الفكري ل TB من تحديد تكلفة خلق المشروع أي تكلفة اقتناء الأصول المادية و الفكرية و هو ما يعتبر مهما بالنسبة للمشاريع المبادرة بتمويل مرحلة الانطلاق عن طريق شركات رأس المال المخاطر، كما يمكن الاستناد على هذه الطريقة في تحديد مساهمة طرفي العملية التمويلية.

تطرح طريقة BM و AF إضافة لطريقة TB حولا للمعوقات التقنية في تحديد قيمة المنشآت الاقتصادية و التي تعترض المشاريع المبادرة بطلب تمويل مرحلة النمو الأولي و التطوير من شركات رأس المال المخاطر، حيث يكفي التدفق النقدي للسنة $n-1$ و بالتالي تجاوز الجدول حول فرضيات تقديرات مخطط الأعمال و كذا تقدير معامل التحيين و المعامل g الذي تطرحه طريقة تحيين التدفقات النقدية.

تمكن الطريقتين السالفتي الذكر في تحديد القيمة Premoney ، أي قيمة المؤسسة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية، على عكس طريقة تحيين التدفقات النقدية و التي تقدم قيمة المنشأة بالاعتماد على أصول مستقبلية غير موجودة بعد، كل هذا يسمح بتحديد مجال تقييم منطقي للمنشأة و تحديد قيمة أكثر حقيقية لها ما يسمح للمبادرين بطلب تمويل مرحلة النمو الأولي و مرحلة التطوير من شركات رأس المال المخاطر من إعطاء سعر مساهمة منطقي و حقيقي للمخاطر برأس المال، كما يسمح له بمعرفة الرفع المالي الأمثل الذي يقيه من خطر تميع مساهمته.

إن الهدف الرئيسي لقياس رأس المال الفكري هو التقرير و الإفصاح عنه لمختلف الأطراف المهتمة بالمنشأة سواء كانت داخلية أو خارجية، كما تزداد أهمية و جودة المعلومات المفصّل عنها حول رأس المال الفكري بزيادة عمر و حياة المشروع و المنشأة.

إن الإفصاح عن رأس المال الفكري يقدم نظرة عن جودة أصول المنشأة، كما يساهم في زيادة موثوقية تقديرات و فرضيات مخطط الأعمال خاصة بالنسبة للمبادرين بطلب تمويل مرحلة النمو الأولي و التطوير من شركات رأس المال المخاطر و يبرر سعر المساهمة المقترح للمخاطر برأس المال.

إن التقرير عن رأس المال الفكري يقلل من خطر عدم تماثل المعلومة و يقلص أيضا خطر عدم الأكادة، كما يسمح للمخاطر برأس المال من تقليص تكاليف الدراسة المعمقة و ذلك بتفعيل مرحلة الدراسة الأولية للمشروع بالاعتماد على تقرير رأس المال الفكري، الذي يوضح جودة أصول المنشأة و مدى قدرتها على

الفصل الثاني: دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية

خلق القيمة و مطابقتها مع فرضيات مخطط الأعمال ما يقلص خطر الاختيار العكسي بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر.

إن النتائج النظرية السابقة تستدعي إسقاطا تطبيقيا لها، و هو ما سنحاول أن نفصل فيه في الفصل الثالث.

الفصل الثالث

دراسة تطبيقية من منظور مشروع
الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

UPC

تمهيد:

نحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على دراسة حالة و هذا بأخذنا لمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني نموذجاً، حيث سيتم تناول أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل مشروع UPC عن طريق شركة رأس مال مخاطر جزائرية، أي تبيان أهمية و استخدامات القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC في حصوله على التمويل من شركة رأس مال مخاطر جزائرية، و يتمثل مشروع الاتحاد الصيدلاني في تمويل مشروع تطوير لانجاز وحدة إنتاجية لصناعة الأدوية السائلة ذات الشكل الحقي للاستعمال البشري.

و لتحقيق كل ما سبق سنتناول مشروع التطوير لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني و هذا بتقديم مخطط أعمال مشروع UPC ، ثم القيام بمختلف الدراسات التقييمية القبليّة للمبادر و هذا لتحديد مجال تقييم المشروع و اختبار أمثلية التركيب المالي للمشروع، و محاولة إعداد موازنة حول رأس المال الفكري و تبيان أهمية الإفصاح عنها بالنسبة للمبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC و كذا أهميتها بالنسبة للمخاطرين برأس المال، و نهي هذه الدراسة بتناول كيفية اختيار شركة UPC لشركة رأس مال مخاطر جزائرية لتمويل مشروع التطوير و إعطاء صورة عن واقع هذه الصناعة في الجزائر.

إن عملية تقييم و إعداد موازنة حول رأس المال الفكري لشركة رأس الاتحاد الصيدلاني القسنطيني تتم بالمعطيات المقتلة لحسابات الشركة في 2012/12/31 ، أي أن قيم الشركة المتحصل عليها تمثل قيمتها بتاريخ 2012 12/31 و بداية 2013 أي في 2013/01/01 و هذا بغرض القيام بعملية تمويل مشروع التطوير في الثلاثي الأول من سنة 2013.

لكن قبل كل هذا سنحاول تقديم نبذة تاريخية عن نشاط و نشأة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني، و تناول مختلف مراحل تطور الشركة.

المبحث الأول : عرض عام لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

شهد قطاع صناعة وتوزيع المنتجات الصيدلانية في الجزائر عديد المتغيرات أهمها خصخصة الدولة لهذا القطاع، ما عجل بعديد المتعاملين الاقتصاديين إلى تأسيس شركات تعنى بتوزيع وصناعة المنتجات الصيدلانية، ومن بين هذه الشركات تأسست شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

1-التعريف بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC :

كانت عملية تزويد السوق الوطنية بالمنتجات الصيدلانية تتم بالاعتماد على ثلاث منابع رئيسية هي : الاستيراد، الإنتاج المحلي من خلال مؤسسات تابعة لمجمعات دولية مثل Sanofi Aventis و GSK وأيضا الإنتاج الوطني من خلال مجمع صيدال.

قبل سنة 1995 م كانت عملية توزيع الأدوية في الجزائر مراقبة من قبل الدولة والتي بدورها تشرف على عملية التوزيع من خلال ثلاث مؤسسات رئيسية هي : Enopharm و Enaphorm و Encophorm.

منذ سنة 1995 م قامت الدولة الجزائرية بخصخصة السوق الصيدلاني ما سمح لعدد الخواص بولوج هذا القطاع ومن بين هؤلاء الخواص شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني، تأسست الشركة ذات المسؤولية المحدودة UPC سنة 1997 م من قبل السيد الصالح عربات كشركة تعنى بالتوزيع بالجملة للمنتجات الصيدلانية للصيديات، ثم تحولت سنة 1998 م إلى شركة مستوردة للمنتجات الصيدلانية وتحولت إلى التوزيع بالجملة وأضافت إلى الاستيراد نشاط التعبئة والتغليف، وهذا منذ سنة 2008، تخلت الشركة بعدها على التوزيع بالجملة للصيديات واكتفت بالاستيراد والتغليف والتعبئة للمنتجات الصيدلانية. تقع الشركة بالمنطقة الصناعية الرمال بقسنطينة، حيث تم اقتناء هذا المقر وتهيئته سنة 2000، حيث يتربع على مساحة تصل إلى 8000 م² منها 2000 م² مبنية.

يقدر رأس مال شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بعد القيام بعدد عمليات رفع رأس المال بـ 300 000 000.00 دج و هذا إضافة معظم الاحتياطات الاختيارية و يقدر عدد عمال الشركة بـ 133 عامل من بينهم 9 صيادلة و 5 مهندسين إضافة إلى إداريين و تقنيين، أجرى ملاك الشركة تغيير في الشكل القانوني لها و هذا بداية من سنة 2013 لتتحول إلى شركة ذات أسهم و هذا إضافة شركاء من نفس العائلة المالكة.

2 – نشاط الشركة :

يتمثل النشاط الرئيسي للشركة في استيراد وتوزيع المنتجات الصيدلانية لبائعي الجملة، إضافة إلى تعبئة وتغليف المنتجات النصف مصنعة ذات الشكل الجاف VRAC. كما تقوم الشركة بمراقبة جودة المنتجات الصيدلانية (المراقبة الفيزيوكيميائية و الميكروبيولوجية) وهذا بالاعتماد على مخبر مراقبة الجودة والذي تم إنجازه سنة 2010 م بموافقة وزارة الصحة، كما يقدم المخبر خدمات لمخبر الأدوية الخارجية.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

تعتمد الشركة على نشاط التوزيع بالجملة على مجموعة من الزبائن والمتمثلين في موزعي الجملة للصيديات (Grossistes Répartiteurs) الموزعين على كامل التراب الوطني والذين يقدر عددهم بـ 150 موزع منتشرين على شرق ووسط وغرب البلاد.

جدول رقم (1-3): قائمة لأهم زبائن شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

زبائن جهة الوسط	زبائن جهة الغرب	زبائن جهة الشرق
HYDRA PHARM	BIOPURE	GH-MED
BIOPURE	BLIDA	BOUYEMA
ABC MED	NMC	SETIF – 1
DEF MED		SETIF – 2
DIMED		CVM
MEDICENTRE		DJOUINI
PHRCOS		CHER MEDIC
ETTOUBA		GENI PHARM
MAC PHARM		GILO PHARM
		YUGARA
		RAM RAM
		SM MEDICAL
		ALPH PHARM

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات المقدمة من قبل الشركة

تقوم شركة UPC بجمركة منتجاتها الصيدلانية من خلال ميناء عنابة و سكيكدة والجزائر العاصمة، كما أن لشركة UPC شراكة مع عديد الموردين والمنتجين الأوروبيين للمنتجات الصيدلانية، و يمكن الإشارة إلى أهمهم من خلال الآتي :

.ASTELLAS -

.BOUCHARA – RECORDATI -

.BAYER SCHERING PHARMA -

.BAYER SANTE FAMILIALE -

.EHEISI SA -

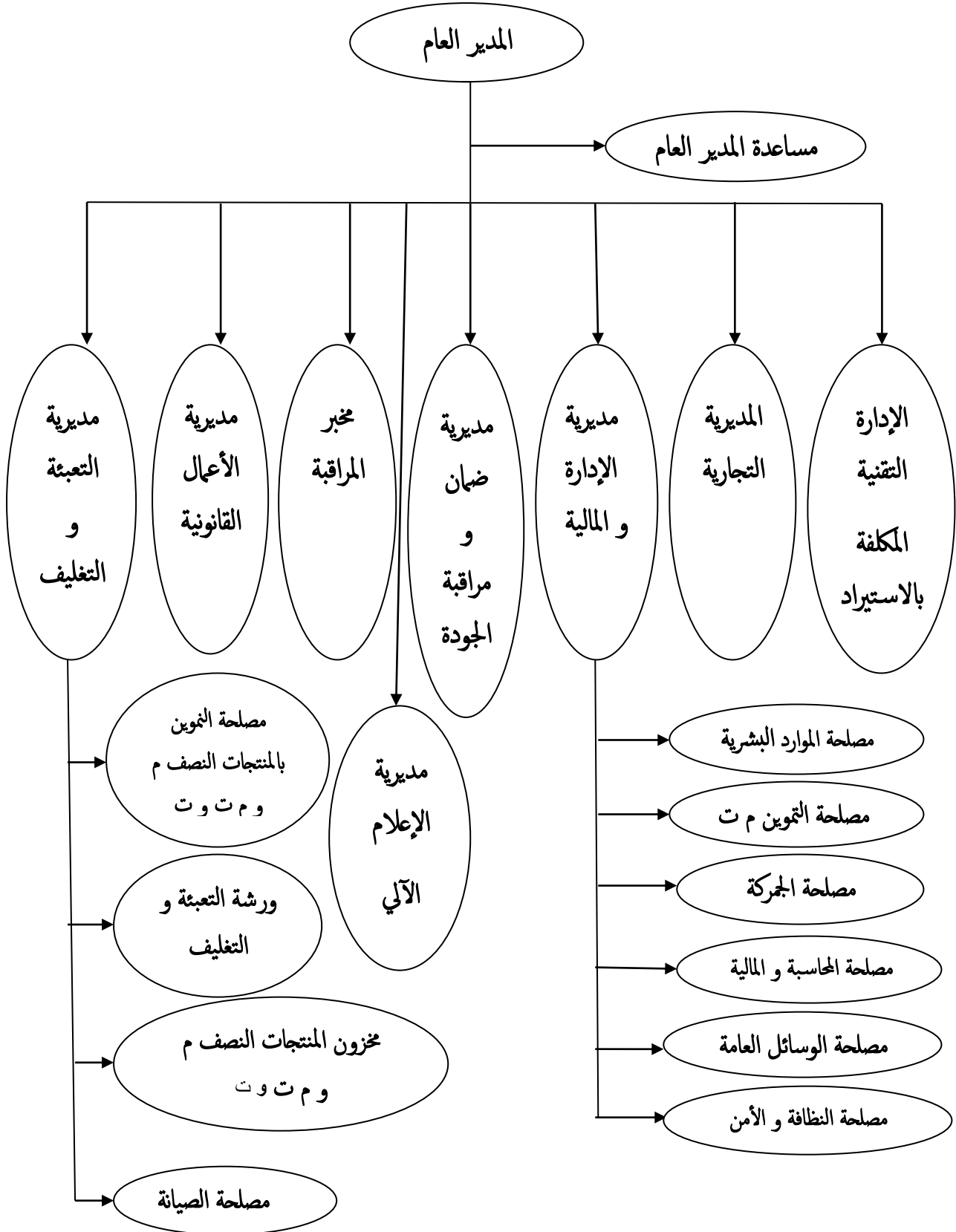
.THEA (EUROPHTA) -

- .LEO PHARMA -
- .ZAMBON -
- .BMS -
- .OTSUKA -
- .GSK -
- .EISAI SAS -
- .LIFE – PHARMA -
- .LISA PHARMA -
- .JANSSEN -
- .ASTELLAS -
- .BOUCHARA -
- .IPSEN PHARMA -
- .NOVAA ARGENTIA -

3 – الهيكل التنظيمي للشركة :

إن تحقيق الأهداف الإستراتيجية لشركة الإتحاد الصيدلاني القسنطيني لا يتم إلا عن طريق حوكمة جيدة، وهو ما يتطلب تكييف تنظيم الشركة مع مختلف التغيرات التي شهدتها، وقد اقتضى كل هذا تغيير في الهيكل التنظيمي للشركة وهذا محاولة لشطب مختلف الاختلالات الوظيفية التي قد تواجها، وقد مس هذا التغيير الهيكلي المصالح الرئيسية للشركة وهذا بهدف الاستغلال الأمثل للعمال، إضافة إلى إدماج مصالح جديدة تتوافق مع التغيرات التي طرأت على الشركة والتي تتمثل أساسا في إضافة مصلحة خاصة بورشة التعبئة والتغليف وكذا مخبر مراقبة الجودة ويمكن الإشارة إلى الهيكل التنظيمي لشركة الإتحاد الصيدلاني القسنطيني من خلال الشكل التالي :

شكل رقم (1-3): الهيكل التنظيمي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات المقدمة من قبل الشركة

من خلال الشكل السابق يتضح بان تنظيم الشركة مهيكل بشكل وظيفي و هذا لكي يتماشى مع طبيعة نشاطها و حجمها، حيث أنها تعتبر من المؤسسات متوسطة الحجم و هذا بالنظر لعدد العمالة فيها. يوضح الهيكل التنظيمي للشركة الوظائف الرئيسية و التي يمكن حصرها في: الوظيفة التقنية التي يشرف عليها صيدلي، الوظيفة التجارية، وظيفة الإدارة و المالية، وظيفة الأعمال القانونية، وظيفة التعبئة و التغليف، وظيفة ضمان و مراقبة الجودة، إضافة إلى مديرية الإعلام الآلي، و مخبر المراقبة.

يمكن إيجاز أهم المهام التي تعنى بها المديرية الرئيسية من خلال الآتي:

3 - 1- المديرية التقنية: تمثل المهام الرئيسية للمديرية التقنية في الإشراف على استقبال المنتجات النهائية المستوردة و تحرير الحصص المستوردة و التي يشرف عليها صيدلي بوظيفة مدير تقني و العمل بالتنسيق مع مصلحة التجارة.

3 - 2- المديرية التجارية: تشرف المديرية التجارية على المهام التالية:

- تطوير بيع المنتجات التامة المستوردة إضافة إلى المنتجات المعبأة و المغلفة من قبل الشركة.
- متابعة عملية توزيع المنتجات لبائعي الجملة.
- متابعة ملفات السداد المتعلقة بالعملاء.

- تحديد احتياجات الشركة من المنتجات التامة المستوردة و المعبأة.

- تسيير مخزون المنتجات التامة تفاديا لوقوع مشكلة النفاذ.

3 - 3- مديرية الإدارة و المالية: تتعدد مهامها بتعدد المصالح التابعة لها:

3 - 3- 1- مصلحة الموارد البشرية: و من ابرز مهامها:

- إدارة الأفراد و العاملين.

- إعداد الأجور.

- تنظيم و تخطيط تكوين العمال و الأفراد.

- السهر على المتابعة الصحية و التكفل اجتماعيا بالعمال.

3 - 3- 2- مصلحة المحاسبة و المالية: تشرف مصلحة المحاسبة على المهام التالية:

- المتابعة و الإشراف و مراقبة حسابات المؤسسة.

- التسيير المالي للشركة.

- إعداد مخططات الأعمال و القيام بمختلف الدراسات المالية.

- البحث عن مصادر التمويل المناسبة.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

- تهتم مصلحة المحاسبة و المالية بعلاقة الشركة مع مختلف الأطراف الخارجية من بنوك و مديرية الضرائب و الضمان الاجتماعي،... الخ.

3-3-3-3 مصلحة التموين بالمنتجات التامة المستوردة: تشرف هذه المصلحة على إعداد و متابعة الطلبات الخاصة بالمنتجات التامة المستوردة .

3-3-4-3 مصلحة الجمركة: تشرف هذه المصلحة على التنسيق مع الوكيل الجمركي المكلف بجمركة المنتجات التامة المستوردة و النصف مصنعة، إضافة إلى القيام بعمليات التوطين اللازمة في البنوك. يضاف إلى هذا مصالح الوسائل العامة و كذا النظافة و الأمن.

تسعى وظيفة الإدارة و المالية إلى التنسيق بين مختلف الإدارات و الأقسام ضمانا لتنفيذ البرامج المسطرة و الأهداف المرجوة.

3-4-3-4 مديرية الأعمال القانونية: يمكن الإشارة إلى ابرز المهام الخاصة بهذه الوظيفة من خلال الآتي:

-إعداد و تسيير الملفات المتعلقة بالترخيص للمنتج بالولوج للأسواق.
-مراقبة الإشهار و الترويج لمنتجات الشركة و هذا باحترام القوانين المنظمة لها.
-الإشراف على المهام الاقتصادية التي تعنى بسعر الدواء و سعر التعويض، و هذا باحترام كل اللوائح القانونية لذلك.

-الإشراف على إعداد ملفات سعر تكلفة المنتجات المستوردة و المعبأة.
-الإشراف و متابعة شروط إعداد مواد التعبئة و التغليف و ورقة المعلومات التي تبرز خصائص و مكونات الأدوية و هذا بالتنسيق مع وزارة الصحة و المخبر الوطني لمراقبة المنتجات الصيدلانية.

3-5-3-5 مديرية ضمان و مراقبة الجودة: بفضل فريق كفاء و مؤهل مشكل من صيادلة و مهندسين

و تقنيين سامين، تشرف إدارة ضمان و مراقبة الجودة على المهام التالية:
-التدقيق الداخلي، تدقيق الموردين وفقا للمعايير المعمول بها.
-مراجعة ملفات حصص الإنتاج المعبأ و المغلف و مراقبة الجودة.
-المصادقة التحليلية و المصادقة على شروط النظافة، و شروط عمليات التعبئة و التغليف و الحفظ.
-تأهيل المباني و المعدات.
-المقايسة و فحص و معايرة أجهزة و أدوات القياس.
-تسيير الملفات.

-مراقبة المنتجات النصف مصنعة المستوردة، إضافة إلى مواد التعبئة و التغليف.

-مراقبة المنتجات التامة التي تم تعبئتها و تغليفها .

3-6-مخبر المراقبة: تتمثل أهم مهام مخبر المراقبة في الآتي :

-استقبال عينات الفحص.

-المراقبة الفيزيوكيميائية.

-المراقبة التحليلية.

-المراقبة الميكروبيولوجية.

3-7-مديرية التعبئة و التغليف: يشرف على هذه المديرية صيدلي بوظيفة مدير تقني للإنتاج أي

تعبئة و تغليف المنتجات النصف مصنعة، حيث تعتبر هذه الوظيفة وظيفة إنتاجية.

و لتحقيق أهداف هذه المديرية فقد تم تقسيم مديرية التعبئة و التغليف إلى عدة مصالح أهمها:

3-6-1-مصصلحة التموين: تتمثل أهم مهام هذه المصلحة في الإشراف على عملية التموين بالمنتجات

النصف مصنعة ذات الشكل الجاف و المتمثلة في الأقراص الدوائية، و إعداد الطلبات المرتبطة بمواد التعبئة و التغليف بالاعتماد على مخطط التموين المعد سلفا.

3-6-2-ورشة التعبئة و التغليف: تتمثل مهام هذه الوظيفة في الاستغلال الأمثل لتجهيزات

التعبئة و التغليف و الإبقاء على وضعيتها ضمن الشروط المطلوبة و الضرورية للاستغلال من خلال الاستعانة بمصلحة الصيانة، إلى جانب هذا العمل على تحقيق الأهداف المرجوة للإنتاج وفق معايير الجودة المخطط لها.

3-8-مديرية الإعلام الآلي: تسعى الشركة من خلال هذه المديرية إلى انجاز المهام التالية:

-وضع و تفعيل نظم المعلومات في الشركة، كالشبكات و الموقع على شبكة الانترنت، قواعد البيانات، و الخوادم.....الخ.

-العمل على امن و سرية المعلومات.

-تسيير حظيرة أجهزة الإعلام الآلي.

-صيانة أجهزة الإعلام الآلي.

-ربط الشبكات بين مختلف أجهزة الإعلام الآلي.

-ضمان خدمة الهاتف بنظام IP.

-صيانة أجهزة الهاتف و الشبكات.

-ضمان خدمة الهاتف و الانترنت.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

إن ضمان و استمرارية أي شركة يتطلب القيام باستثمارات جديدة و هذا ما تسعى إليه شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني من خلال انجاز مشروع تطوير يتمثل في وحدة إنتاجية للأدوية السائلة في شكلها الحقني ذات الاستعمال البشري، و أمام كل هذا تم إعداد مخطط أعمال لهذا المشروع.

المبحث الثاني : عرض لمشروع مخطط تطوير شركة الإتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC
من خلال هذا المبحث نحاول تقديم مخطط أعمال شركة الإتحاد الصيدلاني القسنطيني و الذي يتمثل في انجاز مشروع تطوير يتمثل في وحدة إنتاجية للأدوية السائلة في شكلها الحقي ذات الاستعمال البشري، و الذي سنتناول فيه تقديم استثمارات المشروع و كذا الجوانب المالية المرتبطة به، لكن قبل كل هذا سنقوم بتقديم عرض عام حول المشروع.

1- العرض العام للمشروع :

يتم من خلال هذا العنصر عرض الجوانب الغير مالية للمشروع.

1 - 1 - ملخص حول المشروع :

يشهد عالم صناعة المنتجات الدوائية تطورات وتغيرات عديدة أهمها : تحالف وتركيز عديد المجمعات العالمية في شكل تكتلات، تقلبات كبيرة في أسعار صرف العملات، ارتفاع في فاتورة استيراد الأدوية، السياسات التي تعتمدها بعض الدول في عدم تعويض الأدوية من قبل السلطات العمومية، والتي يواجهها إفلاس في بعض الحسابات والصناديق الاجتماعية، يضاف إلى هذا بروز الأدوية الجنسية.

تسعى شركة UPC إلى مرافقة الدولة في سياسة تطوير صناعة صيدلانية محلية قوية وتقليص فاتورة الاستيراد وتخفيض التكلفة الاجتماعية للعلاج، وهذا للوصول إلى ضمان الصحة و العلاج للجميع.

يتمثل مشروع UPC في إنجاز مصنع، أي إضافة وحدة إنتاجية لصناعة المنتجات الدوائية السائلة ذات الاستخدام البشري في شكلها الحقني، ولهذا فان الشركة ستقوم بإنجاز المباني والتجهيزات اللازمة للعملية الإنتاجية والتسويقية لوحدات الأمبولات الحقيقية.

إن قدرة هذه الوحدة الإنتاجية تتمثل في إنتاج 20.000 وحدة في اليوم أي ما يقارب 6000.000 وحدة في السنة بمعدل عمل 1 x 8 ساعات يوميا في المرحلة الأولى، يسمح هذا المصنع أيضا بالقيام بعدد التوسيعات، مع إمكانية إضافة خطوط إنتاج أخرى إضافية.

يتمثل الهدف الرئيسي لهذا المشروع في استبدال استيراد المنتجات الدوائية السائلة ذات الشكل الحقني بإنتاج محلي تنافسي ما يسمح بتخفيض سعر الدواء ورفع الربح العلاجي للمريض.

إنّ الاستيراد من الخارج يعتبر مكلفا إضافة إلى خطر نقص وعدم توفر المنتج، ما يجعل هذا الاستثمار استراتيجي في أكثر من محور، سعت عديد الزيارات التي قام بها المبادر السيد الصالح عربات على مستوى أكثر من مصنع في أوروبا على تحديد واختيار التجهيزات التكنولوجية الأكثر تطورا.

175 منصب عمل دائم سيتم إنشاؤها، 10 سيتم تكوينهم في الخارج عند اكتمال المشروع.

1 - 2 - واقع الصناعة الدوائية في الجزائر والعالم :

كان لغياب البحث العملي في الجزائر أثر على الإنتاج الوطني في صناعة الأدوية من خلال استغلال براءات اختراع غير محمية لأجل إنتاج الأدوية الجنسية.

عملت الدولة الجزائرية على تحفيز الإنتاج المحلي للمنتجات الصيدلانية وهذا من خلال منع استيراد أي دواء يتم إنتاجه محليا سواء كان جنيس أو أصلي.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

تفضل عديد الشركات الصيدلانية الدولية صناعة الأدوية محليا من خلال منح تراخيص لتصنيعها وتسويقها للسوق الجزائرية.

هذه الإستراتيجية سمحت بظهور فاعلين جدد في ميدان الصناعة الصيدلانية في الجزائر خاصة الخواص الذين تحينوا هذه الفرصة لولوج سوق وصناعة المنتجات الصيدلانية، إن شرط تسجيل الدواء مسبقا قبل تسويقه وتسجيله في قائمة الأدوية التي تعوض من قبل الضمان الاجتماعي بإمكانه أن يسمح للدولة الجزائرية بكبح الاستيراد لأجل حماية الصناعة المحلية.

منذ 1995 م ساهمت خصخصة السوق الصيدلاني في الجزائر من توقع عديد الخواص الذين قاموا بتطوير نشاطهم من خلال إتباع منطق اقتصادي في إطار القوانين والتشريعات المالية.

حاولت الدولة الجزائرية تأسيس صناعة صيدلانية تركز على تنمية وتطوير الإنتاج المحلي، و هو ما يتطلب مراقبة وتنمية البحث العلمي و التكوين الذي له علاقة بهذا النوع من الصناعة أملا في استيعاب و تطوير الإنتاج الصيدلاني في الجزائر.

إن هذه الرؤية بإمكانها أن تساعد هذا على تخفيض سعر تكلفة الدواء مما يساهم في استبدال الأدوية المستوردة بأخرى منتجة محليا، كما أنها لا تلغي دور الحكومة و مهمة وحمية للولوج إلى حوض الاقتصاد العالمي و الحصول على العضوية في المنظمة العالمية للتجارة.

في ظل كل هذا تشهد صناعة الأدوية في العالم أيضا إعادة هيكلة لعديد المجمعات الصناعية في شكل عمليات إدماج ما تمخض عنه وحدات صناعية جديدة متحدة مثل : Sanofi Aventis و GSK و Pfizer.

إن اثر الإستراتيجية الجديدة للمجمعات الكبرى في العالم مقارنة بالإستراتيجية السابقة المتعلقة بالاستثمار لا تكاد تذكر.

هذه المجمعات الكبرى السالفة الذكر تواجه تحديات جديدة عالمية أهمها ظهور وبروز الهند في ميدان صناعة الأدوية إضافة إلى دول شرق أقصى آسيا، وكذلك خسارة براءات الاختراع الخاصة بسنوات الثمانينات من القرن الماضي، يضاف إلى هذا تضخم تكاليف البحث، نزاع حول براءات الاختراع التي تسمح بعلاج الأمراض المستعصية مثل السيدا.

إن تعبئة جهود هذه المجمعات الكبرى نحو أهداف واستراتيجيات أخرى يمثل فرصة وحقل مفتوح لبروز فاعلين جدد في السوق الجزائري.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

هذه الفرصة يجب أن توظف لمصلحة تطوير صناعة محلية صيدلانية وهذا قبل وصول ودخول مصنعين جدد خاصة من القارة الآسيوية، من هذه الرؤية أسس مشروع تطوير UPC لصناعة الأمبولات الحقنية ذات الاستخدام البشري.

في حالة الاقتصاد الجزائري تمثل كل عملية استيراد للمنتجات الاستهلاكية تسربا للعملة الصعبة، كنتيجة لهذا إستراتيجية وحيدة لسعر أقل من المستورد تسمح بوقف نزيف العملة الصعبة. مما سبق يمكن استخلاص ما يلي:

- الجهاز القانوني والتشريعي الجزائري يمنح الأولوية لتطوير صناعة محلية للمنتجات الصيدلانية.
- المجمعات الكبرى العالمية لصناعة المنتجات الصيدلانية لها انشغالات أخرى ما يسمح بفتح طريق لتنمية وتطوير صناعة جزائرية محلية.
- إرادة الحكومة الجزائرية في الحصول على عضوية المنظمة العالمية للتجارة و بروز صناعة محلية أكثر تنافسية من شأنه أن يسمح باستبدال المستورد بالمصنع محليا.
- من خلال التحليل السابق يمكن التأكيد على أن هذه المقدمة عن واقع السوق الجزائري والعالمي لصناعة الأدوية تجيب على المخطط المعتاد للتحليل المعتمد من قبل المؤسسات المالية لأجل تمويل ومرافقة هذا المشروع.

3-1 - نقاط ضعف المشروع: يمكن الإشارة إلى أهم نقاط ضعف المشروع من خلال ما يلي:

- نقص الخبرة المهنية في الإنتاج الصيدلاني، ما يستدعي استقطاب الخبرة والمهارة الأجنبية أمرا أكثر من ضروري، مع الاستفادة منها في تكوين الموارد البشرية للشركة.
 - المحيط التكنولوجي الجزائري غير متطور بشكل كافي مقارنة بالأوروبي، ما يستدعي استيراد الخدمات والتركيبات والتجهيزات اللازمة بتكلفة عالية.
 - نقص العقار الصناعي المتأني عن طريق الامتياز بالنسبة للمستثمرين في ولاية قسنطينة.
 - يعتمد الاقتصاد الجزائري على الربع البترولي أي له رؤية قصيرة المدى، خاصة إن لم يدعم التنمية والتحويل والإنتاج المحلي.
- ملاحظة :** معظم نقاط الضعف هذه مشتركة بين مختلف المنافسين الخواص في الجزائر أي أنها لا تأثر على المركز التنافسي للشركة.

1 - 4 - التهديدات التي تواجه المشروع :

إنّ تحليل تكلفة اجتماعية منطقية للدواء في الجزائر يقود الحكومة إلى التمييز ومنح امتياز لأسعار التعويض للإنتاج المحلي (إن أسعار الأدوية في الجزائر يتم تسجيلها لدى وزارة الصحة بأسعار ثابتة توضح تكلفة الدواء و هوامش الموزعين، الملحق رقم (1) يوضح نماذج هيكلية أسعار الأدوية المستوردة و المعبأة و المصنعة محليا التي يتم إيداعها لدى وزارة الصحة)، إذا كانت الدولة لا تقوم بهذا التحليل، الصناعة الصيدلانية الجزائرية سوف تزول بسرعة خاصة أمام المنافسة الوحشية التي يواجهها المنتج المحلي. يضاف إلى هذا عدم وجود حواجز للحصول على ملف الأدوية الجنسية مما يسمح للمنافسين الجزائريين الحصول على نفس المنتج.

1 - 5 - الفرص المتاحة : يمكن الإشارة إلى أهم الفرص المتاحة للمشروع :

- السوق الجزائري في أقصى درجات التوسع، عدد سكان الجزائر يقارب 36 مليون نسمة إلى غاية 2012 ما يشكل إمكانية سوق كافية لضمان توظيف صناعة صيدلانية فتيّة.
- لا يشكل اكتساب سوق خارجي (التصدير) شرط مسبق لتنمية وتطوير الصناعة الصيدلانية الجزائرية.
- وجود منابع طبيعية مهمة مثل الغاز والبتروك يقدم للدولة الجزائرية قدرة مالية كافية لمرافقة ومساعدة السياسة الصحية التي ينتظرها الشعب بدون أن تكون هذه السياسة الصحية تخضع لمتغيرات سوق العمل واشتراكات الضمان الاجتماعي التابعة له.
- إمكانية دخول الجزائر في حوض المنظمة العالمية للتجارة يقود بالضرورة إلى التوافق مع معايير منظمة للصحة العالمية.
- نتيجة للشروط النوعية لوزارة الصحة، فإن المعايير تتوافق مع المعايير الأوروبية، ما يحتم على كل المتعاملين في السوق الصيدلاني الجزائري احترامها.
- تطوير الصناعة الصيدلانية في الجزائر خلال الخمس سنوات القادمة يقود لتنمية الخدمات المرافقة لهذه الصناعة (تعليم، تكوين، استشارة....الخ).
- غالبية هذه الخدمات يتم استيرادها بالتكلفة الأوروبية ما يعني بأن التكلفة يمكن أن تخفض ما يسمح بتحسين هامش الاستغلال لهذا النوع من الصناعة.
- من خلال هذه الدراسة يمكن تثبيت فرضية إنتاج المصنع المتمثلة في إنتاج الأمبولات الحقيقية بمعدل 6 ملايين أمبولة سنويا بمعدل 8 x 1 ساعة يوميا، مع إمكانية التوسع وإدماج خطوط إنتاج أخرى لتصنيع أدوية ذات أشكال جافة (أقراص).

- إن المبررات التي تقف بجانب الفرضيات السالفة الذكر هي :
- إن الاستثمار المتوقع إنجازَه معقد له عديد الحواجز ما يصعب دخول المنافسين له.
- المردودية على فترة : المؤسسة ستقوم بالعمل على أحجام مثلى لتعظيم مردوديتها خلال الفترة، إن فهم الحجم الأمثل للإنتاج يقود إلى تخفيض تكلفة الوحدة.
- المؤسسات التي تنجح في التوسع ستمتلك فرص فعالة.
- القدرة على اكتساب ولاء الزبائن من خلال منتج يركز على النوعية، السعر، التكلفة.
- المشروع سيصل إلى المردودية خلال السنة الأولى من وضعه حيز الاستغلال مع عائد على الاستثمار خلال السنوات القادمة، كما أن للمشروع عديد التداعيات الاقتصادية والاجتماعية من خلال عديد المحاور، كما أنه سيستفيد من دعم الدولة من خلال عديد المزايا الجبائية والاجتماعية مما يسمح بتحسين الأداء المالي والاقتصادي للشركة.
- اقتناء التكنولوجيا والمهارة و رسملة المعرفة، تأطير وتكوين الشباب أصحاب الشهادات، خلق مناصب عمل، توزيع الدخل.
- اقتصاد 60% من العملة الصعبة للمنتجات المستورة حتى الوصول إلى منتج محلي بمستوى إدماج 100%.

- توقع أرباح علاجية للمرضى.

- إن المبادر بالمشروع يتوقع تخفيض استيراد الأدوية السائلة ذات الشكل الحقني بمعدل 15% سنويا خلال المرحلة الأولية.

1 - 6 - تحليل السوق :

- المعطيات حول السوق تم توفيرها بالاعتماد على مكتب دراسات متخصص، وبالاعتماد أيضا على المعلومات المقدمة من قبل الجمارك حول الكميات المستوردة من الأدوية ذات الشكل الحقني، أما زبائن المؤسسة فيتمثلون في بائعي الجملة للصيدليات المنتشرين على كافة التراب الوطني.

1 - 7 - تنظيم سيرورة التصنيع :

- صناعة الأمبولات الحقنية ذات الاستعمال البشري تتطلب مساعدة تقنية تضمنها الشركة الأجنبية المقدمة لرخصة التصنيع، إضافة لتكوين الإطارات اللازمة لذلك، مع الإشارة بأن عملية الإدماج ستتم عبر مراحل لأن يصل المنتج 100% جزائري.

1 - 8 - التكوين :

يتطلب إنتاج الوحدات الدوائية في شكلها الحقني مواد أولية محلية ومستوردة، المستوردة تتمثل أساسا في المادة الفعالة للدواء، أما المحلية فتتمثل في مواد التعبئة والتغليف وبعض المواد الأولية اللاحقة.

1 - 9 - مميزات ضريبية :

سيتم إدراج ملف الاستثمار لدى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار وهذا للاستفادة من عديد المميزات الضريبية كالإعفاء من الرسم على القيمة المضافة و الإعفاء من تسديد الحقوق الجمركية الخاصة باستيراد المواد الأولية والتجهيزات التي تدخل في العملية الإنتاجية، إضافة إلى الاستفادة من رسم على النشاط المهني TAP مخفض يقدر بـ 1%.

2 - استثمارات المشروع :

نحاول ن خلال هذه النقطة تناول تكلفة خلق المشروع والممثل في انجاز وحدة إنتاجية للأدوية السائلة ذات الشكل الحقني والتي تتطلب ما يلي :

- الدراسة.

- التكوين.

- أرضية (في إطار الامتياز).

- تجهيزات الإنتاج.

- وسائل النقل و الشحن.

2 - 1 - الدراسة : لإنشاء الوحدة الإنتاجية على الشركة القيام بعدد الدراسات كما يلي :

- دراسة المحيط وتقدر بـ 100 000 دج.

- دراسة التربة وتقدر بـ 300 000 دج.

- دراسة خاصة بالهندسة المعمارية والمتابعة وتقدر بـ 1200 000,00 دج.

- دراسة خاصة بالخرسانة وتقدر بـ 150 000,00 دج.

- دراسة الأشغال التي يتم إنجازها داخل المباني وتقدر بـ 800 000,00 دج.

- مجموع كل هذه الدراسات يقدر بـ 2 550 000,00 دج.

2 - 2 - التكوين : تتم عملية تكوين المسيرين الرئيسيين وكذا التقنيين الساميين من قبل مختصين

وخبراء أجنب سواء في الخارج أو على مستوى الشركة، وتقدر تكلفة التكوين كما يلي :

- تكوين المديرين التقنيين يقدر بـ 3000 000,00 دج.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

- تكوين التقنيين يقدر بـ 7 000 000,00 دج.

- إجمالي تكلفة التكوين تقدر بـ 10 000 000,00 دج.

2 - 3 - الأرضية :

2 - 3 - 1 موقع الأرضية : يجب أن يكون موقع الأرضية مناسباً وصحياً، وهذا تماشياً مع نوعية

الصناعة وكذا خصوصية صناعة المنتجات الصيدلانية السائلة ذات الشكل الحقني.

إن الأرضية التي وقع عليها الاختيار والقبول من قبل السيد الوالي تتواجد في المنطقة الصناعية

.PALMA

إن الاستفادة من هذه الأرضية تم في إطار الحيازة بالامتياز و هذا لمدة 33 سنة قابلة للتמיד حتى

99 سنة، تقوم خلالها الشركة بدفع إتاوة سنوية تقدر بـ 6 432 296.97 دج، كما تتحصل الشركة على

تخفيض خلال الست سنوات الأولى، حيث تدفع خلال الثلاث سنوات الأولى إلا 10 % من قيمة الإتاوة

السنوية، و تدفع خلال الثلاث سنوات الثانية إلا 50 % من مبلغ الإتاوة السنوية.

قيمة الإتاوات خلال 33 سنة = $(27 \times 6\,432\,296.97) + (3 \times 10\% \times 6\,432\,296.97) \times 150\%$

$= 186\,250\,152.74$ دج.

2 - 3 - 2 استغلال الأرضية :

تبلغ مساحة المصنع بـ 20 000,00 م²، وهو ما يستجيب للمعايير الأوروبية، يمكن الإشارة إلى

كيفية استغلال الأرضية كما يلي :

- مركز الطاقة الكهربائية، الغاز وخزنها.

* مركز الطاقة الكهربائية والغاز 12 x 12 م 144 م².

* خلية معالجة الماء 13 x 12 م 360 م².

* خلية معالجة الهواء 13 x 12 م 360 م².

* خلية تخزين والمعالجة الأولية للمياه 13 x 12 م 360 م².

* إجمالي المساحة يقدر بـ 1224 م².

- المبنى أ : طابق أرضي + 1 .

* الطابق الأرضي : منطقة مخصصة للمستودع ومختلف تركيبات التخزين: 33 x 60 م 2000 م².

* الطابق الأول :

✓ خلية المعالجة بالتعقيم (التركيب الأساسي لكلور الصوديوم والمنتجات الأساسية) :

12 x 30 م² 360 م².

✓ منطقة معقمة لخط التصنيع القولية (الصب) والتعبئة التجميع: 38 x 33 م² 280 م².

✓ المجموع: 2000 م².

- المبنى ب: وحدة التوزيع.

* مخزن لتخزين 6000 لوح تحميل.

* موقع إدارة خاص بالمخزون: 33 x 66 م² 2000 م².

* عمارة إدارية وتجارية 2 + R x 20 x 36 م² 720 م².

* مخبر مراقبة الجودة والنوعية: 2 + R x 20 x 36 م² 720 م².

المجموع: 3440 م².

- فضاء للحركة وموقف السيارات: 14776 م².

2 - 3 - 3 - تكلفة الإنشاءات:

يمكن الإشارة إلى تكلف المباني والإنشاءات من خلال الآتي:

- تكلفة المبنى أ: 20000 دج x 4000 م² = 80 000 000,00 دج.

- تكلفة المبنى ب: 20000 دج x 2000 م² = 40 000 000,00 دج.

- تكلفة العمارة الإدارية: 40000 دج x 720 م² = 28 800 000,00 دج.

- المخبر: 30000 دج x 720 م² = 21 600 000,00 دج.

- التهيئة والطرق والشبكات المختلفة: 23 500 000,00 دج.

- المجموع: 193 900 000,00 دج.

2 - 4 - تجهيزات الإنتاج:

تتمثل التجهيزات المختارة في خط كامل لإنتاج الأمصال، آلة تعبئة الأمبولات، و ورشة لتصنيع الأشكال الجافة التي تتضمن خلاط، آلة التحبيب والتفتيت والتجفيف، آلة تشكيل الأقراص، آلة تشكيل صفائح التغليف الأولي، وحدة معالجة المياه، وحدة معالجة الهواء البارد والساخن وفي الأخير التجهيزات ووسائل الشحن والنقل والحفظ.

إن الآلات التي يتم وضعها وتركيبها تمثل التكنولوجيا الحديثة التي طورت مؤخرا من قبل Feal Seal Technologie Blow في أوروبا و U.S Food Dreeg Administration FDA في الو م أ، هذه الآلات تستعمل حصريا في الصناعة الصيدلانية لأجل التصنيع والتغليف.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

تخضع عملية التصنيع والتعبئة والتغليف للمنتجات في كل مراحلها إلى التعقيم بشكل متواصل في محيط مطهر (التشكيل، التعبئة، الإغلاق بإحكام)، كما تتم هذه العمليات بدون تدخل الإنسان في العملية الإنتاجية مما يساهم في تخفيض الانتقادات ويضمن عملية تصنيع في إطار جودة مثيلة ومحيط معقم. يمكن تقسيم تكاليف تجهيزات الإنتاج إلى تجهيزات الإنتاج الرئيسية والثانوية وتجهيزات ومعدات الشحن والنقل.

- التجهيزات الرئيسية :

جدول رقم (2-3) : تكلفة تجهيزات الإنتاج الرئيسية

السعر بالدينار	السعر بالأورو	التجهيزات الرئيسية
49 048 482.19	445 895.29	الهياكل والمنقولات الداخلية
136 744 495.73	1 243 131.78	الوسائل والأدوات
331 433 453.34	3 013 031.39	التجهيزات العملية
133 453 543.54	1 213 214.03	تجهيزات التخزين والشحن
53 774 119.28	488 855.63	مخبر مراقبة الجودة
704 454 094.08	6 404 128.12	المجموع

الوحدة: دج

المصدر: معطيات متحصل عليها من شركة UPC

إن تركيب تجهيزات الإنتاج يؤهل ويحدد حسب نظرة المؤسسات الصناعية الصيدلانية أي يجب أن يتوفر على تأهيل للتصميم والتركيب والنشاط العملي.

- التجهيزات الثانوية :

* محطة محول كهربائي : 4 500 000,00 دج.

* مولد كهربائي 600 KVA : 8000 000,00 دج.

* محطة تخفيف الغاز : 4000 000,00 دج.

* تجهيزات المعالجة : 12 000 000,00 دج.

* تجهيزات الإعلام الآلي : 4 500 000,00 دج.

* برامج الإعلام الآلي : 2000 000,00 دج.

* التكلفة الإجمالية : 35 000 000,00 دج.

- تجهيزات ومعدات الشحن والنقل :

* شاحنة ذات خزان (25 000 L) : 250 000,00 دج.

* شاحنة 12 طن : 6 000 000,00 دج.

* عربة كهربائية : 9 000 000,00 دج.

* شاحنة صغيرة : 6 000 000,00 دج.

* حافلة صغيرة لنقل العمال ذات 32 مقعد : 4 250 000,00 دج.

- امتيازات رخصة الدواء: 290 910.00 أورو X110.00 دج = 32 000 100.00 دج.

* التكلفة الإجمالية : 34 500 000,00 دج.

2 - 5 - ملخص تكلفة المشروع:

- الدراسة : 2 550 000,00 دج.

- التكوين : 10 000 000,00 دج.

- الأرضية : دفع الإتاوة السنوية لمناخ الامتياز.

- الإنشاءات : 193 900 000,00 دج.

- التجهيزات الرئيسية : 704 454 094.08 دج.

- التجهيزات الثانوية : 35 000 000,00 دج.

- وسائل النقل والشحن : 34 500 000,00 دج.

- امتيازات رخصة الدواء : 32 000 100.00 دج.

- التكلفة الإجمالية للمشروع : 1 012 704 194.08 دج.

2 - 6 - مدة و مخطط إنجاز المشروع:

إن مدة ومخطط تحقيق وإنجاز الاستثمار تتم عبر عدة مراحل، الجدول رقم (3-3) يوضح مراحل إنجاز

المشروع حيث يوضع الاستثمار حيز الاستغلال في 24 شهر أي نهاية 2014 م.

جدول رقم (3-3) : مراحل إنجاز المشروع

المراحل	تاريخ الانطلاق	تاريخ الانتهاء
مرحلة الدراسة والاستكشاف	2013/01/31	2013/04/30
إعداد كراس الشروط	2013/05/10	2014/07/15
إنشاء وتهيئة المباني	2013/06/05	2014/06/05
استقبال التجهيزات والتركيبات	2014/01/02	2014/04/02
اختبار والتأهيل والحصول على AMM**		2014/09/02
الدخول في عملية الاستغلال		2015/01/01

المصدر: معطيات متحصل عليها من شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

3- الجوانب المالية للمشروع: نحاول من خلال هذا الجزء تناول الجوانب المالية لمشروع شركة

الاتحاد الصيدلاني القسنطيني، و هذا من خلال تقديم تقديرات مخطط أعمال مشروع إنجاز وحدة إنتاج الأدوية السائلة ذات الشكل الحقني مع دراسة المعايير المالية للاستثمار و الاستغلال .

لكن قبل كل هذا سنقوم بتقديم الجوانب المالية لوحدة الاستيراد و التعبئة و التغليف، مع تقديم

التقديرات المالية لها خلال السبع سنوات القادمة.

3-1- الجوانب المالية لوحدة الاستيراد و التعبئة و التغليف: سنحاول أن نشير إلى الجوانب المالية

لوحدة الاستيراد و التغليف و التعبئة.

3-1-1-الكشوف المالية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012 :

فيما يلي الميزانية المقتلة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في 2012/12/31 و حساب النتائج

في 2012/12/31 ملحق رقم (2).

** AMM : الترخيص بتسويق المنتج.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-4): ميزانية شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني المقفلة في 2012/12/31 (الأصول)

صافي	الاهتلاكات/مؤونات	خام	الأصول
0	0	0	أصول غير جارية
0	0	0	
90 344 276	38 512 422	128 856 698	تثبيتات معنوية
0	0	0	تثبيتات عينية
254 925 360	0	254 925 360	أراضي
245 264 448	35 716 629	280 981 077	مباني
37 463 250	75 563 198	113 026 448	آخر
0	0	0	تثبيتات عينية
0	0	0	تثبيتات يجرى إنجازها
0	0	0	تثبيتات مالية
0	0	0	سندات موضوعة موضع معاداة
0	0	0	حسابات أخرى و حسابات دائنة ملحقة بها
0	0	0	سندات أخرى مثبتة
0	0	0	قروض و أصول مالية أخرى غير جارية
0	0	0	ضرائب مؤجلة على الأصل
0	0	0	حسابات الارتباط
627 997 334	149 792 249	777 789 583	مجموع الأصول غير الجارية
0	0	0	أصول جارية
1 605 369 800	358 893 018	1 964 262 818	مخزونات و منتجات قيد التنفيذ
0	0	0	حسابات دائنة و استخدامات مماثلة
814 793 334	31 278 374	846 071 708	الزبائن
34 654 053	0	34 654 053	المدينون الآخرون
5 827 545	0	5 827 545	الضرائب
0	0	0	أصول جارية أخرى
0	0	0	الموجودات و ما شابهها
0	0	0	الأموال الموظفة و غيرها من الأصول المالية الجارية
337 034 777	0	337 034 777	الخزينة
2 797 679 509	390 171 392	3 187 850 901	مجموع الأصول الجارية
3 425 676 843	539 963 641	3 965 640 484	المجموع العام للأصول

الوحدة: دج

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-5): ميزانية شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني المقفلة في 2012/12/31 (الخصوم)

صافي	الخصوم
0	رؤوس الأموال الخاصة
300 000 000	رأس مال تم إصداره
0	رأس مال غير مستعان به
73 870 295	علاوات و احتياطات - احتياطات مدمجة
0	فارق إعادة التقييم
0	فارق المعادلة
47 456 852	نتيجة صافية
11 248 321	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد
0	حصة الشركة المدمجة
0	حصة دوي الأقلية
432 575 468	المجموع 1
0	الخصوم غير الجارية
300 000 000	قروض وديون مالية
0	ضرائب - مؤجلة و مرصود لها
0	ديون أخرى غير جارية
0	مؤونات و منتجات ثابتة مسبقا
732 575 468	مجموع الخصوم غير الجارية 2
0	الخصوم الجارية
1 706 107 945	موردون و حسابات ملحقة
26 246 770	ضرائب
94 955 465	ديون أخرى
865 791 195	خزينة سلبية
2 693 101 375	مجموع الخصوم الجارية 3
3 425 676 843	مجموع عام للخصوم 3+2+1

الوحدة: دج

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-6) : حساب نتائج شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في 2012/12/31

الفصول	مدین	دائن
مبيعات البضائع		7 535 808 571
المبيعات من المنتجات تامة الصنع		272 860 071
تقديم خدمات		420 000
مبيعات أشغال		0
منتجات الأنشطة الملحقة		0
التخفيضات و التنزيلات		0
رقم الأعمال الصافي		7 809 088 652
الإنتاج المخزن أو المنتقص من المخزون		40 469 739
1-إنتاج السنة المالية		7 849 558 391
مشتريات البضائع المبيعة	7 234 323 478	
المواد الأولية	214 517 522	
التجهيزات الأخرى	400 774	
مشتريات الدراسات و الخدمات المؤدات	0	
مشتريات و استهلاكات أخرى	6 124 775	
التخفيضات و التنزيلات	0	
التقاويل العام	0	
الإيجارات	332 000	
الصيانة و التصليحات و الرعاية	11 112 146	
أقساط التأمين	3 282 926	
العاملون الخارجون عن المؤسسة	0	
أجور الوسطاء و الأتعاب	14 552 632	
إشهار	411 854	
التنقلات و المهات و الاستقبالات	15 274 662	
الخدمات الخارجية الأخرى	8 277 421	
2-استهلاك السنة المالية	7 508 610 190	
3- القيمة المضافة (2-1)		340 948 202
أعباء المستخدمين	73 332 299	
الضرائب و الرسوم و المدفوعات المشابهة	155 950 901	
4-إجمالي فائض الاستغلال		111 665 001
المنتجات العمليانية الأخرى	7 187 264	145 859 513
الأعباء العمليانية الأخرى	28 398 440	
المخصصات للاهتلاكات	303 492 598	
خسارة القيمة		225 281 592
استرجاع على خسائر القيمة و المؤونات		
5- النتيجة العمليانية		143 727 804
المنتجات المالية		67 098 424
الأعباء المالية	146 040 157	
6- النتيجة المالية		78 941 733
7- النتيجة العادية قبل الضرائب (6+5)		64 786 071
الضرائب الواجبة السداد	17 329 219	
الضرائب المؤجلة (تغيرات) عن النتائج العادية		
8- صافي نتيجة السنة المالية		47 456 852

الوحدة: دج

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

3-1-2- الوضعية المالية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012: من خلال الميزانية المقفلة خلال 2012/12/31 ، يتم استخلاص مؤشرات التوازن المالي لسنة 2012 و هذا من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3-7): مؤشرات التوازن المالي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012

مؤشرات التوازن المالي	القيمة
رأس المال العامل	104 578 134
الاحتياج من رأس المال العامل	633 334 552
الخزينة الصافية	-528 756 418

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

ما يمكن استخلاصه من خلال الجدول رقم (3-7) بان رأس المال العامل والاحتياج من رأس المال العامل موجبين، كما أن رأس المال العامل اقل من الاحتياج من رأس المال العامل ما يفسر بان الحالة المالية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012 غير متوازنة، كما أن هامش رأس المال العامل غير كافي لتغطية الاحتياجات التمويلية لدورة الاستغلال ما يجعل حالة الخزينة الصافية سلبية في حدود 528 756 418 دج.

يتطلب على المؤسسة لتحقيق توازن مالي القيام بعدد الإجراءات خاصة العمل على تخفيض و الحد من الاحتياج من رأس المال العامل و هذا من خلال تقليص مدة دوران المخزون، إضافة إلى تقليص فترة السداد بالنسبة للزبائن مع زيادة فترة السماح الممنوحة من قبل الموردين.

كما يمكن أن نشير إلى أهم النسب المالية الهيكلية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012 من خلال الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-8): النسب المالية الهيكلية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012

النسب المالية الهيكلية	العلاقة	المعدل
مؤشر الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة / الأموال الدائمة	0.59
مؤشر الأصول الغير جارية	مجموع الأصول الثابتة الخام / إجمالي الأصول	0.20
مؤشر سيولة الأصول	مجموع الأصول الجارية / إجمالي الأصول	0.72
مؤشر تمويل الأصول الثابتة	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	1.16
مؤشر تغطية الأصول المستثمرة	الأموال الدائمة / (الأصول الثابتة + الاحتياج من رأس المال العامل)	0.58
مؤشر الأموال الخاصة إلى إجمالي الأصول	الأموال الخاصة / إجمالي الأصول	0.13

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (3-8) يمكن استخلاص النتائج التالية:

- يقدر مؤشر الاستقلالية المالية بـ 0.58 أي أعلى من المؤشر المرجعي و الذي يقدر بـ 0.5 ، ما يعني بان شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني مستقلة ماليا و لكن لا تمتلك قدرة إقتراضية كبيرة في المستقبل.

- يقدر مؤشر الأصول الغير جارية بـ 0.20 ، مؤشر ضعيف و يعود هذا إلى أن النشاط الرئيسي للشركة و الذي يتمثل في استيراد المنتجات الصيدلانية، أي يطبع الجانب التجاري على الشركة و الذي لا يستدعي حجم كبير للأصول ثابتة.

- على عكس مؤشر الأصول الغير جارية، يقدر مؤشر سيولة الأصول بـ 0.72 و هذا ما يدل على أن 72 % من أصول الشركة يمكن تحويلها إلى نقدية، كما أن ارتفاع المؤشر يفسر من زاوية نشاط الشركة ذات الطابع التجاري.

- يقدر مؤشر تمويل الأصول الثابتة بـ 1.16 و هو ما يعتبر مؤشرا إيجابيا، أي أن تمويل الأصول الثابتة يتم كلية بالأموال الدائمة مع توفر فائض من رأس المال العامل لتمويل جزء من الاحتياج من رأس المال العامل. يقدر مؤشر تغطية الأصول المستثمرة بـ 0.58 و هو ما يفسر سلبية الخزينة الصافية.

- يقدر مؤشر الأموال الخاصة إلى إجمالي الأصول بـ 0.13 ، هذا ما يدل بان معظم موارد الشركة خارجية سواء من إقراض الموردين أو الإقراض البنكي، إضافة إلى التسبيقات المالية و المساهمات المصرفية الجارية و

كذا من التمويل قصير الأجل، و يفسر أيضا القيمة الكبيرة لحزينة الخصوم و التي تقدر ب 865 791 195 دج ما يجعل القدرة الاقتراضية المستقبلية للشركة مستحيلة و غير ممكنة.

3-1-2- التقديرات المالية لوحدة الاستيراد و التعبئة و التغليف: نحاول من خلال هذه النقطة

تقديم التقديرات المالية لمخطط أعمال وحدة الاستيراد و التعبئة و التغليف و التي استند في إعدادها على المعطيات و المعلومات المالية التاريخية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني كما أن الفرضيات التي تم الاستناد إليها في إعداد هذه التقديرات يمكن أن تعترضها عقبات تمنع تحققها.

الجدول رقم (3-9) يلخص حساب النتائج التقديري لوحدة التعبئة و التغليف خلال السبع سنوات

القادمة.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-9): حساب النتائج التقديري لوحدة التعبئة و التغليف

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	الفصول
10 173 341 571	9 796 551 142	9 419 760 714	9 042 970 285	8 666 179 857	8 289 389 428	7 912 599 000	مبيعات البضائع المبيعات من المنتجات تامة الصنع
368 361 109	354 718 105	341 075 101	327 432 097	313 789 093	300 146 089	286 503 085	
10 541 702 680	10 151 269 248	9 760 835 815	9 370 402 382	8 979 968 950	8 589 535 517	8 199 102 085	1-رقم الأعمال الصافي
9 766 336 695	9 404 620 521	9 042 904 347	8 681 188 173	8 139 471 999	7 957 755 825	7 596 039 651	مشتريات البضائع المباعه المواد الأولية
265 219 999	255 397 036	245 574 073	235 751 110	225 928 147	216 105 184	206 282 221	
541 045	521 006	500 968	480 929	460 890	440 851	420 813	مشتريات أخرى
8 268 002	7 961 779	7 665 557	7 349 335	7 043 112	6 736 890	6 430 668	استهلاكات أخرى
448 176	431 577	414 978	398 379	381 779	365 180	348 581	الإيجارات
15 000 590	14 445 013	13 889 435	13 333 858	12 778 281	12 222 703	11 667 126	الصيانة و التصليحات و الرطايه
4 431 712	4 267 574	4 103 437	3 939 299	3 775 162	3 611 024	3 446 887	أقساط التأمين
19 644 997	18 917 404	18 189 812	17 462 219	16 734 627	16 007 037	15 279 442	أجور الوسطاء و الأتعاب
555 973	535 381	514 790	494 198	473 607	453 015	432 423	إشهار
20 619 685	19 855 993	19 092 301	18 328 609	17 564 917	16 801 225	16 037 532	التقيلات و المهات و الاستقبالات
11 173 917	10 760 069	10 346 220	9 932 371	9 518 522	9 104 673	8 690 825	الخدمات الخارجيه الأخرى
10 112 240 789	9 737 713 353	9 363 185 916	8 988 658 479	8 614 131 043	8 239 603 606	7 865 076 169	2-استهلاك السنة المالية
429 461 891	413 555 895	397 649 899	381 743 903	365 837 907	349 931 911	334 025 915	3- القيمة المضافة (2-1)
98 998 604	95 331 989	91 665 374	87 998 759	84 332 144	80 665 529	76 998 914	أعباء المستخدمين
210 840 932	203 002 408	195 040 731	187 008 468	179 169 944	171 331 420	163 492 896	الضرائب و الرسوم و المدفوعات المشابهة
119 622 356	115 221 498	110 943 794	106 736 677	102 335 820	97 934 963	93 534 106	4-إجمالي فائض الاستغلال
19 862 001	19 862 001	23 179 495	28 398 440	28 398 440	28 398 440	28 398 440	المخصصات للاهتلاكات
99 760 355	95 359 498	87 764 300	78 338 237	73 937 380	69 536 523	65 135 666	5- النتيجة العمليانية
4 036 500	3 948 750	3 861 000	3 773 250	3 685 500	3 597 750	3 510 000	المنتجات المالية الأعباء المالية
4 036 500 -	3 948 750 -	3 861 000 -	3 773 250 -	3 685 500 -	3 597 750 -	3 510 000 -	6- النتيجة المالية
95 723 855	91 410 748	83 903 300	74 564 987	70 251 880	65 938 773	61 625 666	7- النتيجة العادية قبل الضرائب (6+5)
25 604 559	24 450 874	22 442 755	19 944 910	18 791 224	17 637 539	16 483 854	الضرائب الواجبة السداد
66 428 806	63 435 670	58 225 779	51 745 336	48 752 200	45 759 063	42 765 927	8- صافي نتيجة السنة المالية

المصدر: معطيات متحصل عليها من شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

3-2- الجوانب المالية لوحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي: نخصص هذا الجزء لتناول

معايير الاستثمار و الاستغلال المتوقعة لوحدة إنتاج الأدوية السائلة ذات الاستعمال الحقيقي.

3-2-1- استثمارات و تمويل المشروع: يتعلق الأمر بتحديد المبالغ اللازمة لانجاز الاستثمار و

اهتلاكات مختلف التثبيتات و الجدول رقم (3-10) يوضح ذلك.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-10): استثمارات واهتلاكات مشروع وحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحتمي

إهلاك 2021	إهلاك 2020	إهلاك 2019	إهلاك 2018	إهلاك 2017	إهلاك 2016	إهلاك 2015	معدل الإهلاك	قيمة الاستثمار	الاستثمارات
4 323 750	4 323 750	4 323 750	4 323 750	4 323 750	4 323 750	4 323 750	2,50%	172 950 000	المباني
2 350 000	2 350 000	2 350 000	2 350 000	2 350 000	2 350 000	2 350 000	10%	23 500 000	ترتيب وتهيئة الأراضي
4 904 848	4 904 848	4 904 848	4 904 848	4 904 848	4 904 848	4 904 848	10%	49 048 482	الهياكل والمقولات الداخلية
13 674 450	13 674 450	13 674 450	13 674 450	13 674 450	13 674 450	13 674 450	10%	136 744 496	الوسائل والأدوات
33 143 345	33 143 345	33 143 345	33 143 345	33 143 345	33 143 345	33 143 345	10%	331 433 453	التجهيزات العمليانية
13 345 354	13 345 354	13 345 354	13 345 354	13 345 354	13 345 354	13 345 354	10%	133 453 544	تجهيزات الشحن والتخزين
5 377 412	5 377 412	5 377 412	5 377 412	5 377 412	5 377 412	5 377 412	10%	53 774 119	تجهيزات مخبر المراقبة
450 000	450 000	450 000	450 000	450 000	450 000	450 000	10%	4 500 000	محطة مولد الكهرباء
800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	10%	8 000 000	مولد كهربائي
200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	5%	4 000 000	محطة تنقية الغاز
600 000	600 000	600 000	600 000	600 000	600 000	600 000	5%	12 000 000	تجهيزات المعالجة
				1 499 850	1 499 850	1 499 850	33%	4 500 000	تجهيزات الإعلام الآلي
		400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	20%	2 000 000	برامج الإعلام الآلي
		1 850 000	1 850 000	1 850 000	1 850 000	1 850 000	20%	9 250 000	شاحنة ذات خزان L 2500
		1 200 000	1 200 000	1 200 000	1 200 000	1 200 000	20%	6 000 000	شاحنة 12 طن
		1 800 000	1 800 000	1 800 000	1 800 000	1 800 000	20%	9 000 000	عربة كهربائية
		1 200 000	1 200 000	1 200 000	1 200 000	1 200 000	20%	6 000 000	شاحنة صغيرة
		850 000	850 000	850 000	850 000	850 000	20%	4 250 000	حافلة صغيرة
3 200 010	3 200 010	3 200 010	3 200 010	3 200 010	3 200 010	3 200 010	10%	32 000 100	امتيازات رخصة الدواء
82 369 169	82 369 169	89 669 169	89 669 169	91 169 019	91 169 019	91 169 019		1 002 404 194	المجموع

المصدر: معطيات متحصل عليها من شركة UPC الوحدة: دج

كما يمكن أن نشير إلى التركيب المالي للمشروع من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3-11): التركيب المالي لمشروع إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحتمي

النمط التمويلي	المصدر	%	الحصة
أموال خاصة	ش ر م	40.14 %	دج 402 404 194
ديون م الأجل	بنك	59.86 %	دج 600 000 000
المجموع		100 %	دج 1 002 404 194

المصدر: معطيات متحصل عليها من شركة UPC الوحدة: دج

حيث، ش ر م: شركة رأس المال المخاطر.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

3-2-2- التقديرات المالية لوحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي: فيما يلي جدول رقم (3-)

(12) يلخص رقم الأعمال التقديري إضافة إلى جدول رقم (3-13) يلخص حساب النتائج التقديري لوحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي.

جدول رقم (3-12): رقم الأعمال التقديري لوحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
عدد الوحدات المباعة	4 500 000	5 000 000	5 500 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000	6 000 000
متوسط سعر الوحدة(دج)	240	240	240	240	240	240	240
رقم الأعمال (دج)	1 080 000 000	1 200 000 000	1 320 000 000	1 440 000 000	1 440 000 000	1 440 000 000	1 440 000 000

المصدر: معطيات متحصل عليها من شركة UPC الوحدة: دج

جدول رقم (3-13): حساب النتائج التقديري لوحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي

الفصول	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
1- رقم الأعمال الصافي	1 080 000 000	1 200 000 000	1 320 000 000	1 440 000 000	1 440 000 000	1 440 000 000	1 440 000 000
المواد الأولية	761 400 000	846 000 000	930 600 000	1 015 200 000	1 015 200 000	1 015 200 000	1 015 200 000
مشتريات أخرى	7 560 000	8 400 000	9 240 000	10 080 000	10 080 000	10 080 000	10 080 000
استهلاكات أخرى	3 132 000	3 480 000	3 828 000	4 176 000	4 176 000	4 176 000	4 176 000
الإيجارات	3 240 000	3 600 000	3 960 000	4 320 000	4 320 000	4 320 000	4 320 000
الصيانة والتصلحات والراحة	3 348 000	3 720 000	4 092 000	4 464 000	4 464 000	4 464 000	4 464 000
أقساط التأمين	4 320 000	4 800 000	5 280 000	5 760 000	5 760 000	5 760 000	5 760 000
أجور الوسطاء والأتعاب	13 456 000	3 840 000	4 224 000	4 608 000	4 608 000	4 608 000	4 608 000
إشهار	3 024 000	3 360 000	3 696 000	4 032 000	4 032 000	4 032 000	4 032 000
التنقلات والمهمات و الاستقبالات	3 564 000	3 960 000	4 356 000	4 752 000	4 752 000	4 752 000	4 752 000
الخدمات الخارجية الأخرى	7 560 000	8 400 000	9 240 000	10 080 000	10 080 000	10 080 000	10 080 000
2- استهلاك السنة المالية	810 604 000	889 560 000	978 516 000	1 067 472 000	1 067 472 000	1 067 472 000	1 067 472 000
3- القيمة المضافة(2-1)	269 396 000	310 440 000	341 484 000	372 528 000	372 528 000	372 528 000	372 528 000
أعباء المستخدمين	86 503 604	90 828 784	95 153 964	99 479 145	103 804 325	108 129 505	112 454 685
الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة	10 800 000	12 000 000	13 200 000	14 400 000	14 400 000	14 400 000	14 400 000
4- إجمالي فاتص الاستغلال	172 092 396	207 611 216	233 130 036	258 648 855	254 323 675	249 998 495	245 673 315
الخصصات للاحتلاكات	91 169 019	91 169 019	91 169 019	89 669 169	89 669 169	82 369 169	82 369 169
5- النتيجة العملياتية	80 923 377	116 442 197	141 961 017	168 979 686	164 654 506	167 629 326	163 304 146
المنتجات المالية							
الأعباء المالية	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000		
6- النتيجة المالية	-4 200 000	-4 200 000	-4 200 000	-4 200 000	-4 200 000	0	0
7- النتيجة العادية قبل الضرائب (5+6)	76 723 377	112 242 197	137 761 017	164 779 686	160 454 506	167 629 326	163 304 146
الضرائب الواجبة السداد	14 577 442	21 326 017	26 174 593	31 308 140	30 486 356	31 849 572	31 027 788
8- صافي نتيجة السنة المالية	62 145 935	90 916 180	111 586 424	133 471 546	129 968 150	135 779 754	132 276 358

المصدر: معطيات متحصل عليها من شركة UPC الوحدة: دج

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

3-2-2- مخطط تمويل المشروع: فيما يلي جدول رقم (3-14) يوضح المخطط التمويلي

لمشروع وحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي.

جدول رقم (3-14): المخطط التمويلي لمشروع وحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي

السنوات	الأولي	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
الاستخدامات								
الاستثمارات	1 002 404 194							
ت ا ر م ع		89 999 640	9 999 960	9 999 960	9 999 960			
أقساط القروض				120 000 000	120 000 000	120 000 000	120 000 000	120 000 000
إجمالي الاستخدامات	1 002 404 194	89 999 640	9 999 960	129 999 960	129 999 960	120 000 000	120 000 000	120 000 000
الموارد								
مساهمة بالأموال الخاصة	402 404 194							
قروض	600 000 000							
ت ا ر م ع								
التدفقات النقدية		152 671 725	181 441 969	202 112 213	219 924 567	216 421 171	214 932 775	208 213 230
إجمالي الموارد	1 002 404 194	152 671 725	181 441 969	202 112 213	219 924 567	216 421 171	214 932 775	208 213 230
رصيد الخزينة	-	62 672 085	171 442 009	72 112 253	89 924 607	96 421 171	94 932 775	88 213 230

الوحدة: دج

المصدر: معطيات متحصل عليها من شركة UPC

حيث، ت ا ر م ع: التغيير في الاحتياج من رأس المال العامل.

3-2-3- معايير تقييم الاستثمار المتوقعة: فيما يلي أهم معايير الاستثمار المتوقع الحصول عليها:

- صافي القيمة الحالية (بمعدل خصم للأموال الخاصة 15 % لمدة سبع سنوات): 161 699 736 دج.

-معدل العائد الداخلي: 37.75 % .

-فترة استرداد رأس المال: 5 سنوات و 3 أشهر و 21 يوم.

بعد الانتهاء من إعداد مخطط الأعمال تأتي مرحلة الدراسة التقييمية القبلية لشركة الاتحاد الصيدلاني

القسنطيني، و التي سنحاول انجازها من خلال المبحث الموالي و هذا بالنظر لأهميتها الكبيرة خاصة بالنسبة

للمشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر.

المبحث الثالث: الدراسة التقييمية القبلية للمشروع

تعتبر الدراسة التقييمية القبلية للمشاريع جد مهمة بالنسبة للمبادرين بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر خاصة و أنها تسمح بتحديد سعر مساهمة طرفي العملية التمويلية و تجعل المبادر يراجع قيمة الرفع المالي الذي يود الحصول عليه و هذا لحمايته من خطر تبيع مساهمته و بقاءه متحكما و مسيطرا على شركته. في ظل التركيب المالي الذي قام بوضعه المبادرون بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني و المتمثل في مشروع وحدة إنتاجية للأدوية السائلة في شكلها الحقي، سنحاول من خلال هذا المبحث إجراء دراسة تقييمية قبلية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني و هذا لمعرفة سيناريوهات سعر مساهمة كل طرف سواء شركة رأس المال المخاطر (ش ر م) و الشركاء المبادرين بالمشروع، و كذا معرفة خطر تبيع مساهمة الشركاء المبادرين و تحديد إن كان الرفع المالي أمثل.

لكن قبل كل هذا سنقوم بتحديد مجال التقييم و القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني و هذا من خلال استخدام مختلف الطرق التقليدية في تقييم الشركات و كذا الطرق المبتكرة لرأس المال الفكري مع محاولة إعداد موازنة Thesaurus Bercy حول رأس المال الفكري و تبيان أهميتها بالنسبة للمبادرين بمشروع UPC و شركة رأس المال المخاطر.

إن عملية تقييم و إعداد موازنة Thesaurus Bercy لشركة رأس الاتحاد الصيدلاني القسنطيني تتم بالمعطيات المقفلة لحسابات الشركة في 2012/12/31 ، أي أن قيم الشركة المتحصل عليها تمثل قيمتها بتاريخ 2012 12/31 و بداية 2013 أي في 2013/01/01 و هذا بغرض القيام بعملية تمويل مشروع التطوير في الثلاثي الأول من سنة 2013.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني UPC

1-تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني UPC : يتعلق الأمر باستخدام طاولة من طرق التقييم و هذا لتحديد قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني UPC إضافة إلى تحديد القيمة PREMONEY و القيمة POSTMONEY و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

1-1-طريقة الذمة المالية: من خلال هذه الطريقة يتم تحديد قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني من خلال العلاقة التالية:

قيمة المؤسسة (الأسم، الأموال الخاصة) = إجمالي الأصول - إجمالي الخصوم المستحقة (الديون) و الجدول رقم (3-15) يوضح قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني باستخدام طريقة الذمة المالية و كذا القيمة PREMONEY و القيمة POSTMONEY ، و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

جدول رقم (3-15): قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني و نسبة مساهمة طرفي العملية

التمويلية وفق طريقة الذمة المالية

3 425 676 843	إجمالي الأصول
2 993 101 375	إجمالي الخصوم المستحقة
432 575 468	الأموال الخاصة
432 575 468	القيمة PREMONEY
402 404 194	الرفع المالي
834 979 662	القيمة POSTMONEY
48,19%	نسبة ش ر م م
51,81%	نسبة الشركاء المبادرون

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

حيث، ش ر م م: شركة رأس المال المخاطر.

من خلال الجدول رقم(3-15) يمكن استخلاص النتائج التالية من عملية تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة الذمة المالية:

-تمثل قيمة الشركة (الأموال الخاصة) في القيمة premoney، أي قيمة الشركة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية، و قد تحصلنا على قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني تقدر بـ 432 575 468 دج.

- قدرت القيمة postmoney بـ 834 979 662 دج.

- قدرت نسبة مساهمة الشركاء المبادرين بـ 51,81 % .

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

قدّرت نسبة مساهمة شركة رأس المال المخاطر بـ 48,19 % .

1-2-1- طريقة تحيين التدفقات النقدية: إن تحديد قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بالاعتداد على طريقة تحيين التدفقات النقدية يتطلب حساب التدفق النقدي المتاح خلال الفترة التقديرية و المتمثلة في 7 سنوات، إضافة إلى حساب الضريبة على أرباح الشركات و التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، كل هذا سبق الإشارة إليه في الفصل الأول.

1-2-1- حساب الضريبة على أرباح الشركات خلال فترة التقدير: يتم حساب الضريبة على أرباح الشركات بالتناسب بين مبيعات المنتجات المستوردة و مبيعات المنتجات المصنعة، و تقدر الضريبة على أرباح المنتجات المستوردة بـ 26 % ، كما تقدر الضريبة على أرباح المنتجات المصنعة بـ 19 %.

جدول رقم (3-16): الضريبة على أرباح شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال فترة التقدير من

2013 إلى 2019

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
10 173 341 571	9 796 551 142	9 419 760 714	9 042 970 285	8 666 179 857	8 289 389 428	7 912 599 000	مبيعات البضائع المستوردة
368 361 109	354 718 105	341 075 101	327 432 097	313 789 093	300 146 089	286 503 085	المبيعات من المنتجات التامة المعبأة
1 440 000 000	1 440 000 000	1 320 000 000	1 200 000 000	1 080 000 000			رقم أعمال وحدة إنتاج الأدوية السائلة
1 808 361 109	1 794 718 105	1 661 075 101	1 527 432 097	1 393 789 093	300 146 089	286 503 085	مبيعات المنتجات التامة
11 981 702 680	11 591 269 247	11 080 835 815	10 570 402 382	10 059 968 950	8 589 535 517	8 199 102 085	رقم الأعمال الاجمالي
84,91%	84,52%	85,01%	85,55%	86,15%	96,51%	96,51%	نسبة مبيعات المنتجات المستوردة
15,09%	15,48%	14,99%	14,45%	13,85%	3,49%	3,49%	نسبة مبيعات المنتجات التامة
24,94%	24,92%	24,95%	24,99%	25,03%	25,76%	25,76%	IBS

الوحدة: دج

المصدر: من إعداد الباحث

حيث، IBS : تمثل الضريبة على أرباح الشركات.

1-2-2-1- تحديد التدفق النقدي المتاح: الجدول رقم (3-17) يلخص التدفق النقدي المتاح لشركة

الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019 .

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-17): التدفق النقدي المتاح لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال الفترة التقديرية من 2013 إلى 2019

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
النتيجة العملياتية	65 135 666	69 536 523	154 860 757	194 780 434	229 725 317	264 339 184	264 414 861
IBS	25,76	25,76	25,03	24,99	24,95	24,92	24,94
الضريبة على أرباح الشركات	16 775 950	17 909 408	38 761 901	48 672 697	57 317 991	65 863 186	65 954 352
مخصصات الاهتلاك	119 567 459	119 567 459	119 567 459	118 067 609	112 848 664	102 231 170	102 231 170
التدفق النقدي للاستغلال	167 927 175	171 194 574	235 666 315	264 175 346	285 255 990	300 707 168	300 691 679
ت ا ر م ع	49 923 955	32 536 119	122 536 119	42 536 119	42 536 119	42 536 119	32 536 119
الاستثمارات			643 230	643 230	643	3 216 148	3 216 148
التدفق النقدي المتاح	118 003 220	138 658 455	112 486 966	220 995 997	242 076 641	254 954 900	264 939 411

الوحدة: دج

المصدر: من إعداد الباحث

حيث، ت ا ر م ع: التغير في الاحتياج من رأس المال العامل، و الذي تم تقديره بـ 30 يوم من رقم الأعمال.

1-2-3- حساب قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية: سنحاول حساب قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية و هذا باستخدام ثلاثة تقديرات خطر للمعامل β ، تتمثل هذه التقديرات في متوسطات مجالات الخطر الخاصة بالمعامل β و الجدول رقم (3-18) يوضح ذلك.

جدول رقم (3-18): متوسط مجالات المعامل β المستخدمة في تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني حسب درجة الخطر

متوسط β	β	تقديرات الخطر الخاص بالمؤسسة رهن التقييم
0,75	1 - 0,5	ضعيف
1,25	1,5 - 1	متوسط
1,75	2 - 1,5	قوي

المصدر: من إعداد الباحث

1-2-3-1- قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β ضعيفة: الجدول رقم (3-19) يوضح قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

باستخدام طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β ضعيفة و كذا القيمة PREMONEY و القيمة POSTMONEY ، و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

الجدول رقم (3-19): قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل

درجة خطر للمعامل β ضعيفة

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
التدفق النقدي المتاح	118 003 220	138 658 455	112 486 966	220 995 997	242 076 641	254 954 900	264 939 411
معامل التحيين الخالي من المخاطرة	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
معامل المنحة البورصية	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
المعامل β	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
معدل الفائدة	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
CMPC	5,56%	5,56%	5,57%	5,57%	5,57%	5,57%	5,57%
التدفقات النقدية المحيئة	111 788 861	124 438 768	95 599 080	177 899 191	184 576 206	184 126 076	181 240 307
التدفق النقدي المحين المتراكم	111 788 861	236 227 629	331 826 710	509 725 900	694 302 106	878 428 182	1 059 668 489
التدفق النقدي المتاح لآخر سنة	264 939 411						
م ن ت م ط	3%						
القيمة النهائية	10 293 886 564						
القيمة النهائية المحيئة	7 041 863 451						
قيمة المؤسسة	8 101 531 940						
الديون	900 000 000						
قيمة الأموال الخاصة	7 201 531 940						
القيمة POSTMONEY	7 201 531 940						
الرفع المالي	402 404 194						
نسبة ش ر م	5,59%						
نسبة الشركاء المبادرون	94,41%						

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

حيث، م ن ت م ط: تمثل معدل نمو التدفقات النقدية على المدى الطويل و الذي تم تقديره

بـ 3% الخاص بقطاع نشاط توزيع الأدوية.

من خلال الجدول رقم (3-19) يمكن استخلاص النتائج التالية من عملية تقييم شركة الاتحاد

الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β ضعيفة:

-تمثل قيمة الشركة (الأموال الخاصة) في القيمة postmoney، أي قيمة الشركة وفق طاقتها الاستثمارية

المستقبلية، و قد تحصلنا على قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني تقدر بـ 7 201 531 940 دج.

- قدرت نسبة مساهمة الشركاء المبادرين بـ 94,41% .

- قدرت نسبة مساهمة شركة رأس المال المخاطر بـ 5,59% .

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني UPC

1-2-3-2- قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في

ظل درجة خطر للمعامل β متوسطة: الجدول رقم (20-3) يوضح قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني باستخدام طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β متوسطة و كذا القيمة PREMONEY و القيمة POSTMONEY ، و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

الجدول رقم (20-3): قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل

درجة خطر للمعامل β متوسطة

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
التدفق النقدي المتاح	118 003 220	138 658 455	112 486 966	220 995 997	242 076 641	254 954 900	264 939 411
معامل التحيين الخالي من المخاطرة	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
معامل المنحة البورصية	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
المعامل β	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
معدل الفائدة	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
CMPC	6,76%	6,76%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%
التدفقات النقدية المحيطة	110 529 058	121 649 850	92 403 699	170 015 416	174 408 958	172 023 255	167 419 150
التدفق النقدي المحيين المتراكم	110 529 058	232 178 908	324 582 607	494 598 023	669 006 981	841 030 236	1 008 449 386
التدفق النقدي المتاح لأخر سنة	264 939 411						
م ن ت م ط	3%						
القيمة النهائية	7 014 713 856						
القيمة النهائية المحيطة	4 432 701 903						
قيمة المؤسسة	5 441 151 289						
الديون	900 000 000						
قيمة الأموال الخاصة	4 541 151 289						
التهمة POSTMONEY	4 541 151 289						
الرفع المالي	402 404 194						
نسبة ش م م	8,86%						
نسبة الشركاء المبادرون	91,14%						

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

من خلال الجدول رقم (20-3) يمكن استخلاص النتائج التالية من عملية تقييم شركة الاتحاد

الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β متوسطة:
-تمثل قيمة الشركة (الأموال الخاصة) في القيمة postmoney، أي قيمة الشركة وفق طاقتها الاستثمارية المستقبلية، و قد تحصلنا على قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني تقدر بـ 4 541 151 289 دج.
- قدرت نسبة مساهمة الشركاء المبادرين بـ 91,14 % .

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

قدّرت نسبة مساهمة شركة رأس المال المخاطر بـ 8,86 % .

1-2-3-3- قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في

ظل درجة خطر للمعامل β قوية: الجدول رقم (21-3) يوضح قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني باستخدام طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β قوية و كذا القيمة PREMONEY و القيمة POSTMONEY ، و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

الجدول رقم (21-3): قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية

في ظل درجة خطر للمعامل β قوية

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
264 939 411	254 954 900	242 076 641	220 995 997	112 486 966	138 658 455	118 003 220	التدفق النقدي المتاح
5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	معامل التحيين الحالي من المخاطرة
5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	معامل المنحة البورصية
0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	المعامل β
3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	معدل الفائدة
5,57%	5,57%	5,57%	5,57%	5,57%	5,56%	5,56%	CMPC
154 789 496	160 838 452	164 906 427	162 563 565	89 349 152	118 953 649	109 297 334	التدفقات النقدية المحيية
960 698 075	805 908 579	645 070 127	480 163 700	317 600 135	228 250 983	109 297 334	التدفق النقدي المحين المتراكم
						264 939 411	التدفق النقدي المتاح لأخر سنة
						3%	م ن ت م ط
						5 319 999 517	القيمة النهائية
						3 108 182 515	القيمة النهائية المحيية
						4 068 880 590	قيمة المؤسسة
						900 000 000	الديون
						3 168 880 590	قيمة الأموال الخاصة
						3 168 880 590	القيمة POSTMONEY
						402 404 194	الرفع المالي
						12,70%	نسبة ش م م
						87,30%	نسبة الشركاء المبادرون

الوحدة: دج

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول رقم (21-3) يمكن استخلاص النتائج التالية من عملية تقييم شركة الاتحاد

الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β قوية:

-تمثل قيمة الشركة (الأموال الخاصة) في القيمة postmoney، أي قيمة الشركة وفق طاقتها الاستثمارية المستقبلية، و قد تحصلنا على قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني تقدر بـ 3 168 880 590 دج.

- قدرت نسبة مساهمة الشركاء المبادرين بـ 87,30 % .

- قدرت نسبة مساهمة شركة رأس المال المخاطر بـ 12,70 % .

1-3- الطرق المبتكرة لرأس المال الفكري: يتعلق الأمر بتقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

بالاستناد إلى طريقة Thesaurus Bercy و طريقة Bernard Marois و Alan Fustec ، و بما أن طريقة Thesaurus Bercy هي طريقة مطورة عن طريقة Bernard Marois و Alan Fustec فإننا سنكتفي بطريقة Thesaurus Bercy في عملية تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

إن تحديد قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة Thesaurus Bercy (TB)

يتطلب حساب التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية و من ثم قياس مردوديتها و الحصول على قيمة مردودية أصول الطلب الفكرية و أصول العرض الفكرية، سبق الإشارة لكيفية القياس بالتفصيل في الفصل الثاني⁺⁺.

1-3-1- حساب التكلفة الاستبدالية الصافية: يتعلق الأمر بحساب التكلفة الاستبدالية الصافية

للأصول الفكرية و المتمثلة في: التنظيم، العلامة التجارية، نظام المعلومات، براءة الاختراع و الرخص، رأس المال الطبيعي، رأس المال المحيطي، رأس مال المساهمين، رأس المال البشري، رأس المال الزبوني، رأس مال الشركة.

تتطلب عملية حساب التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية تحديد التكلفة الاستبدالية الخام للأصل و معامل الحالة و معامل الاستدامة.

ملاحظة: لن يتم حساب معامل الحالة للأصول الفكرية نظرا لعدم امتلاك الشركة لوحة قيادة و قاعدة بيانات لإدارة رأس المال الفكري (عدم إمكانية الحصول على المعلومات و البيانات المتعلقة بقياس معامل الحالة للأصول الفكرية).

-التنظيم: حسب طريقة TB يتم حساب التكلفة الاستبدالية الخام للتنظيم من خلال حاصل ضرب

نصف الكتلة الاجرية الخام السنوية للمدراء في 7 سنوات و التي تمثل المدة المتوسطة لحياة التنظيم.

تمثل السنة المرجع لحساب التكلفة الاستبدالية الخام للتنظيم في سنة 2007 ، و هو تاريخ دخول وحدة التعبئة و التغليف عملية الاستغلال.

التكلفة الاستبدالية الخام للتنظيم = نصف الكتلة الاجرية الخام السنوية للمدراء x 7 سنوات

التكلفة الاستبدالية الخام للتنظيم = 24 480 000 دج x 0.5 x 7 سنوات = 85 680 000 دج.

⁺⁺ للمزيد طالع كيفية قياس رأس المال الفكري وفق طريقة TB من خلال الموقع: www.observatoire-immateriel.com

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني UPC

كما يمكن أن نشير بان معامل الاستدامة يمثل حاصل قسمة السنوات المتبقية للتنظيم على مدة حياة التنظيم المقدرة بـ 7 سنوات.

معامل الاستدامة للتنظيم = المدة المتبقية لحيات التنظيم ÷ مدة حياة التنظيم

$$\text{معامل الاستدامة} = 1 \div 7 = 0.14 .$$

تمثل التكلفة الاستبدالية الصافية للتنظيم في حاصل ضرب التكلفة الاستبدالية الخام في معامل الاستدامة للتنظيم و الذي يمكن حسابه كما يلي:

التكلفة الاستبدالية الصافية للتنظيم = التكلفة الاستبدالية الخام X معامل الاستدامة.

$$\text{التكلفة الاستبدالية الصافية للتنظيم} = 85\,680\,000 \text{ دج} \times 0.14 = 12\,240\,000 \text{ دج}.$$

-العلامة التجارية: حسب طريقة TB يتم حساب التكلفة الاستبدالية الخام للعلامة التجارية من خلال حاصل ضرب أعباء الإشهار السنوية في مدة حياة العلامة المقدرة بـ 25 سنة بالنسبة للشركات ذات الشهرة الوطنية و هو ما تستجيب له شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني نظرا لتاريخها في توزيع الأدوية منذ سنة 1997 م، و هي السنة المرجع في عملية القياس.

التكلفة الاستبدالية الخام للعلامة = أعباء الإشهار السنوية لسنة 2012 x 25 سنوات

$$\text{التكلفة الاستبدالية الخام للعلامة} = 411\,854 \text{ دج} \times 25 \text{ سنوات} = 10\,296\,350 \text{ دج}.$$

يمكن أن نشير بان معامل الاستدامة يمثل حاصل قسمة السنوات المتبقية للعلامة على مدة حياة العلامة التجارية المقدرة بـ 25 سنوات، مع الإشارة بان السنة المرجع في القياس تمثل سنة 1997 م تاريخ تأسيس شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني.

كما يمكن أن نشير بان معامل الاستدامة يمثل حاصل قسمة السنوات المتبقية للعلامة التجارية على مدة حياة العلامة المقدرة بـ 25 سنة.

معامل الاستدامة للعلامة التجارية = المدة المتبقية لحياة العلامة التجارية ÷ مدة حياة العلامة .

$$\text{معامل الاستدامة} = 9 \div 25 = 0.36 .$$

تمثل التكلفة الاستبدالية الصافية للعلامة التجارية في حاصل ضرب التكلفة الاستبدالية الخام في معامل الاستدامة للعلامة التجارية و التي يمكن حسابها كما يلي:

التكلفة الاستبدالية الصافية للعلامة التجارية = التكلفة الاستبدالية الخام X معامل الاستدامة.

$$\text{التكلفة الاستبدالية الصافية للعلامة التجارية} = 10\,296\,350 \text{ دج} \times 0.36 = 3\,706\,686 \text{ دج}$$

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

-نظام المعلومات: من خلال ميزانية 2012 م لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني و جدول الاهتلاكات نلاحظ بأن القيمة المحاسبية الصافية لنظام المعلومات المتضمن التجهيزات و الحواسيب و الشبكات إضافة إلى برامج الإعلام الآلي قد أهلك ما يعني بان التكلفة الاستبدالية الصافية صفرية. **براءة الاختراع و رخص استغلال الأدوية:** تتمثل في الرخصة المقتناة للأدوية المعبأة و المغلفة و التي تقدر قيمتها الاستبدالية الخام بـ **128 374 740 دج**، مدة الاهتلاك تقدر بـ 10 سنوات، كما انه تم اقتناء الرخصة سنة 2010 م.

تتمثل التكلفة الاستبدالية الصافية لرخصة استغلال الأدوية المعبأة و المغلفة في القيمة المحاسبية الصافية و التي تقدر بـ **89 862 318 دج**.

-رأس المال الطبيعي: حسب طريقة TB يتم اقتناء رأس المال الطبيعي مجاناً.

-رأس المال المحيطي: بلغت الاستثمارات العمومية خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2010 إلى ما يقارب 35 % من النفقات العامة في الجزائر، حسب طريقة TB يمكن اعتبار 50 % من الاستثمارات العمومية مفيدة للشركات، و تشير طريقة TB بان مدة إهلاكها يكون على فترة طويلة تقارب 30 سنة. كل هذا يعني بان التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال المحيطي تمثل 17.5 % من قيمة الضريبة على أرباح الشركات، كما يمكن الاستناد إلى الضريبة على أرباح الشركات لسنة 2012 م كأساس للقياس و 1997 كسنة مرجع للقياس.

التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال المحيطي = IBS لسنة 2012 x 17.5 %

التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال المحيطي = 47 456 852 دج X 17.5 % = 8 304 949 دج

كما يمكن أن نشير بان معامل الاستدامة يمثل حاصل قسمة السنوات المتبقية لرأس المال المحيطي على مدة حياة رأس المال المحيطي المقدرة بـ 30 سنة.

معامل الاستدامة لرأس المال المحيطي = المدة المتبقية لحياة رأس المال المحيطي ÷ مدة حياة رأس المال

المحيطي .

معامل الاستدامة = 14 ÷ 30 = 0.47 .

تتمثل التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال المحيطي في حاصل ضرب التكلفة الاستبدالية الخام في معامل الاستدامة لرأس المال المحيطي و التي يمكن حسابها كما يلي:

التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال المحيطي = التكلفة الاستبدالية الخام X معامل الاستدامة.

التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال المحيطي = 8 304 949 دج X 0.47 = 3 875 643 دج

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

-رأس مال المساهمين: يتعلق الأمر بتحديد التكلفة الاستبدالية الخام لرأس مال المساهمين، حسب طريقة TB تمثل التكلفة الاستبدالية الخام في تكلفة استقطاب المساهمين و التي يستند في حسابها على الدراسات التي تمت على شركات رأس المال الاستثماري و التي تتحدد في مجال يقدر من 5 % إلى 10 % من الأموال الخاصة، حيث سيتم اخذ بمعدل 5 % في حالة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

التكلفة الاستبدالية الخام لرأس مال المساهمين = قيمة الأموال الخاصة نهاية سنة 2012 x 5 %

التكلفة الاستبدالية الخام لرأس مال المساهمين = 432 575 468 دج X 5% = 21 628 773

دج.

إن تحديد معامل الاستدامة الخاص برأس مال المساهمين حسب طريقة TB يختلف على الأصول السابقة باعتباره أصل من أصول الدوران، حيث تتعرض أصول الدوران إلى الإهلاك بمعامل الاستنزاف TA و الذي يمثل معامل خسارة و دوران المساهمين، حيث يمكن الإشارة إلى أن المدة المتوسطة لحياة المساهمين تقدر بـ 10 سنوات، و في ظل هذه المعطيات و بناء على طريقة TB فإن معامل الاستدامة يتم تحديده بطريقة رياضية منطقية في حدود 50 % .

في ظل المدة المتوسطة التقديرية لحياة أصول الدوران و معامل الاستنزاف، قدم TB جدول معايرة لمعامل الاستدامة. ملحق رقم (3)

في حالة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني، فان معامل استنزاف رأس مال المساهمين صفري نظرا لان الشركة ملاكها من عائلة واحدة ما يمثل درجة استقرار قوية لرأس مال المساهمين في ظل كل هذا يمكن أن نأخذ بأقل معامل دوران لرأس مال المساهمين و هذا بالنظر لجدول معايرة معامل الاستدامة الخاص بأصول الدوران و الذي يحدد في 0.03 .

أمام مدة متوسطة لحياة رأس مال المساهمين تقدر بـ 10 سنوات و معامل الخسارة (معامل الاستنزاف) في حدود 0.03 ، و بالاستناد لجدول معايرة معامل الاستدامة الخاص بأصول الدوران فان معامل الاستدامة لرأس مال المساهمين الخاص بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني يقدر بـ 52,49 % .

تمثل التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس مال المساهمين في حاصل ضرب التكلفة الاستبدالية الخام في معامل الاستدامة لرأس مال المساهمين و التي يمكن حسابها كما يلي:

التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس مال المساهمين = التكلفة الاستبدالية الخام X معامل الاستدامة.

التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس مال المساهمين = 21 628 773 دج X 0.52 = 11 352 943

دج.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

رأس المال البشري: يتم حساب التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال البشري بنفس طريقة رأس المال التنظيمي باعتباره أصل دوران أي يتعرض لمعامل الاستنزاف، حسب طريقة TB تمثل التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال البشري من خلال الكتلة الاجرية الخام من 4 إلى 12 شهرا، أما في حالة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني فسنأخذ بمتوسط هذا المجال.

التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال البشري = الكتلة الاجرية الشهرية الخام x 7 أشهر.

التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال البشري = 6 111 025 دج x 8 = 46 888 199 دج.

إن تحديد معامل الاستدامة يتطلب حساب معامل دوران و خسارة الموظفين أي تحديد معامل الاستنزاف الذي سبق تناول كيفية تحديده من خلال الفصل الثاني، يتم حساب معامل استنزاف الموظفين بالنسبة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بالاعتماد على جداول حركية الأجراء لسنة 2011 و 2012 المصرح بها لدى هيئة الضمان الاجتماعي، أي تبيان خسارة موظفي سنة 2011 في سنة 2012، و الجدول رقم (3-22) يوضح ذلك.

جدول رقم (3-22): متوسط معامل دوران موظفي شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال

الفترة 2011 الى 2012

الموظفين	دوران الموظفين	إجمالي الموظفين	معامل الاستنزاف	المعامل القياسي	متوسط معامل دوران الموظفين
المدرء	1	10	10,00%	3	30,00%
رؤساء المصالح	3	10	30,00%	2	60,00%
باقي الموظفين	11	113	9,73%	1	9,73%
المجموع	15	133		6	16,62%

المصدر: من إعداد الباحث من خلال المعطيات المتحصل عليها من شركة الاتحاد الصيدلاني

القسنطيني

يتم تحديد مدة حياة رأس المال البشري بالاستعانة بجدول مدة حياة تعاون رأس المال البشري الذي ينظر لمعامل دوران الموظفين حسب طريقة TB ، في حالة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني يتوافق معامل الاستنزاف مع مدة حياة 5 سنوات.

يتم حساب معامل الاستدامة بطريقة رياضية منطقية في حدود 50 % كما سبق و أن تناولنا في حساب معامل استدامة رأس مال المساهمين، و بما أن المدة المتوسطة لحياة رأس المال البشري لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني تقدر بـ 5 سنوات و معامل دوران الموظفين 16,62 % فان معامل

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

الاستدامة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني حسب جدول المعايير لمعامل الاستدامة يقدر بـ 53,57 %.

تمثل التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال البشري في حاصل ضرب التكلفة الاستبدالية الخام في معامل الاستدامة لرأس المال البشري والتي يمكن حسابها كما يلي:

التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال البشري = التكلفة الاستبدالية الخام X معامل الاستدامة.

التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس مال البشري = 48 888 199 دج X 0.54 = 26 189 408

دج.

رأس المال الزبوني: يعتبر رأس المال الزبوني من أصول الدوران، يمكن توضيح كيفية حساب التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال الزبوني من الآتي:

* تحديد الموازنة السنوية لاستقطاب زبائن جدد BA : وتمثل في أجر التجارين خلال المدة المكرسة للمقابلة وتطوير العلاقات مع الزبائن الموجودين، يضاف لهما المصاريف المرتبطة، وثائق، مستندات، مصاريف التنقل.

N^* : عدد الزبائن الجدد الذين يتم استقطابهم خلال السنة N.

$\frac{BA}{N}$: تمثل التكلفة الاستبدالية للزبون الواحد.

* تمثل التكلفة الاستبدالية لرأس المال الزبوني في العلاقة التالية $\frac{BA}{N}$ x عدد الزبائن.

الجدول الموالي يوضح الموازنة السنوية للتجارين خلال سنة 2012 م و تقسيمات أعبائها

جدول رقم (3-23): موازنة رأس المال الزبوني لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012

المبلغ (دج)	تقسيمات أعباء موازنة رأس المال الزبوني خلال سنة 2012
900 000	مصاريف التنقل
250 000	وثائق و مستندات
1 440 000	الكتلة الاجرية الخام للموظفين التجارين
2 590 000	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات المتحصل عليها من شركة الاتحاد الصيدلاني

القسنطيني

كما يمكن أن نشير إلى التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال الزبوني من خلال الجدول الموالي.

جدول رقم (3-24): التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال الزبوني لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني

2 590 000	إجمالي موازنة رأس المال الزبوني لسنة 2012 (دج)
17	عدد الزبائن الذين تم استقطابهم خلال سنة 2012
152 353	التكلفة الاستبدالية الخام للزبون الواحد (دج)
150	إجمالي عدد زبائن شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني
22 852 941	التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال الزبوني (دج)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات المتحصل عليها من شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني

يتمثل معامل الاستدامة لرأس المال الزبوني في معدل الولاء الزبوني و يتم حسابه من خلال الكشف السنوي للعملاء المرفق بحساب النتائج و الميزانية المبرحة بها لدى الضرائب للسنة 2011 و 2012 ، حيث يمثل معدل الولاء الزبوني لسنة 2012 في وزن زبائن 2011م في سنة 2012 م برقم أعمال 2011 م، و قد تحصلنا على معدل ولاء زبوني يقدر بـ 90 % ، ما يعطي معامل استنزاف يقدر بـ 10 % . يتم حساب مدة الحياة المتوسطة لرأس المال الزبوني وفق العلاقة التالية:

$$\text{مدة الحياة المتوسطة لرأس المال الزبوني} = \frac{1}{\text{معامل الاستنزاف}}$$

$$\frac{1}{0,1} = \text{مدة الحياة المتوسطة لرأس المال الزبوني لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني}$$

$$\text{مدة الحياة المتوسطة لرأس المال الزبوني لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني} = 10 \text{ سنوات}$$

بالاستعانة بجدول المعايير لمعامل الاستدامة الخاص بأصول الدوران نجد بان معدل الاستدامة لرأس المال الزبوني لشركة الاتحاد القسطنطيني هو: 46,47 % .

تتمثل التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال الزبوني في حاصل ضرب التكلفة الاستبدالية الخام في معامل الاستدامة لرأس المال الزبوني و التي يمكن حسابها كما يلي:

$$\text{التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال الزبوني} = \text{التكلفة الاستبدالية الخام} \times \text{معامل الاستدامة}.$$

$$\text{التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس المال الزبوني} = 22\ 852\ 941 \text{ دج} \times 0,46 = 10\ 619\ 762$$

دج.

رأس مال الموردين: تتمثل التكلفة الاستبدالية الخام لرأس مال الموردين في الكتلة الاجرية لفريق المشتريات مضافا لها التكاليف الإضافية عند الانطلاق المرتبطة بتسيير العلاقة مع الموردين.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

بالنسبة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني يمكن تلخيص التكلفة الاستبدالية الخام بالاستعانة بمعطيات سنة 2012 م من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3-25): التكلفة الاستبدالية الخام لرأس مال الموردين لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

2 400 000	الكتلة الاجرية السنوية الخام لفريق المشتريات (دج)
3 000 000	مصاريف التنقل والاستقبالات (دج)
5 400 000	التكلفة الاستبدالية الخام لرأس مال المساهمين (دج)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات المتحصل عليها من شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

تحتفظ المؤسسة بولاء قوي مع الموردين الأجانب و الموردين المحليين فيما يخص لوازم التعبئة و التغليف، لذا اعتباريا يمكن اعتبار معامل خسارة الموردين في حدود 10 % ، مع متوسط حياة تقديرية في حدود 10 سنوات، ما يعطي معامل استدامة يقدر بـ 46,47 % .

تمثل التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس مال الموردين في حاصل ضرب التكلفة الاستبدالية الخام في معامل الاستدامة لرأس مال الموردين و التي يمكن حسابها كما يلي:

التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس مال الموردين = التكلفة الاستبدالية الخام X معامل الاستدامة.

التكلفة الاستبدالية الصافية لرأس مال الموردين = 5 400 000 دج X 0,46 = 2 509 380

دج.

إجمالي التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية: يتعلق الأمر بتحديد إجمالي التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية، الجدول الموالي يوضح ذلك.

جدول رقم (3-26): إجمالي التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية الخاصة بشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني

الأصول الفكرية	التكلفة الاستبدالية الخام	معامل الاستدامة	التكلفة الاستبدالية الصافية
التنظيم	85 680 000	14,29%	12 240 000
العلامة التجارية	10 296 350	36,00%	3 706 686
رخص استغلال الأدوية المعبأة و المغلفة	128 374 740	70,00%	89 862 318
رأس المال المحيطي	8 304 949	46,67%	3 875 643
رأس مال المساهمين	21 628 773	52,49%	11 352 943
رأس المال البشري	48 888 199	53,57%	26 189 408
رأس المال الزبوني	22 852 941	46,47%	10 619 762
رأس مال الموردين	5 400 000	46,47%	2 509 380
المجموع	331 425 953		160 356 140

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول السابق يمكن الحصول على قيمة أولية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني، تتمثل

في :

قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة TB (التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية) = الأموال الخاصة + التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية.

الجدول رقم (3-27) يوضح قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني باستخدام طريقة التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية لـ TB، وكذا القيمة PREMONEY و القيمة POSTMONEY، و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

جدول رقم (3-27): قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة التكلفة الاستبدالية

الصافية للأصول الفكرية لـ TB

3 425 676 843	إجمالي الأصول
2 993 101 375	إجمالي الخصوم المستحقة
432 575 468	الأموال الخاصة
70 493 822	التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية
503 069 290	القيمة PREMONEY
402 404 194	الرفع المالي
905 473 484	القيمة POSTMONEY
44,44%	نسبة ش ر م م
55,56%	نسبة الشركاء المبادرون

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

ملاحظة: لم يتم احتساب التكلفة الاستبدالية الصافية لرخصة استغلال الأدوية المعبأة و المغلفة نظرا لأنها أصل فكري يدخل في قائمة المركز المالي للشركة أي قيمته تم احتسابها في قيمة الأموال الخاصة للشركة. من خلال الجدول رقم(3-27) يمكن استخلاص النتائج التالية من عملية تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية لـ TB :

تمثل قيمة الشركة (الأموال الخاصة) في القيمة premoney، أي قيمة الشركة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية، و قد تحصلنا على قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني تقدر بـ 503 069 290 دج.

- قدرت القيمة postmoney بـ 905 473 484 دج.
- قدرت نسبة مساهمة الشركاء المبادرين بـ 55,56 % .
- قدرت نسبة مساهمة شركة رأس المال المخاطر بـ 44,44 % .

1-3-2- حساب قيمة مردودية الأصول الفكرية وفق طريقة TB : يتعلق الأمر بتحديد قيمة شركة

الاتحاد الصيدلاني القسنطيني من خلال حساب قيمة مردودية الأصول الفكرية لـ TB ، يتم تحديد قيمة الشركة من خلال أصول العرض أو أصول الطلب كما يلي:

قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة = قيمة مردودية رأس المال الزبوني (أصل الطلب) + قيمة الأصول الصافية المعدلة = قيمة مردودية الأصول الفكرية (أصول العرض) + قيمة الأصول الصافية المعدلة.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

يمكن التذكير بكيفية حساب مردودية الأصول الفكرية وفق طريقة TB من خلال العلاقة التالية:

$$Vi = (1 - IS)x \sum_{k>0} b_k x \frac{V_k^i}{(1 + t)^k}$$

حيث:

Vi : قيمة مردودية الأصل.

IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

b_k : معامل التحسين سبق الإشارة إليه في طريقة BM و AF و يمثل أيضا بمعامل النمو.

t: معدل التحيين الخالي من المخاطرة.

يتم تنفيذ العملية الحسابية حتى العام الموافق لنهاية حياة الأصل بالنسبة للأصول دون الدوران وحتى السنة K عندما يصبح التدفق النقدي ضئيل أو معدوم بالنسبة لأصول الدوران.

حساب قيمة المؤسسة يكون إما بحساب أصول العرض وأصول الطلب.

يمكن الإشارة بأن الفرق بين قيمة أصول العرض و الطلب نادرا ما تكون صفرية وهذا لأن الأصول لا

تهتك بنفس السرعة.

مع الإشارة بأنه تم التفصيل في كيفية القياس في الفصل الثاني.

أصول الطلب: تتمثل أصول الطلب في رأس المال الزبوني، حيث سبق و أن اشرنا إلى كيفية

حساب قيمة مردودية رأس المال الزبوني في الفصل الثاني.

قبل القيام بعملية التقييم لابد بالتذكير بان معامل الولاء الزبوني لسنة 2012 يقدر بـ 90 % ، كما

يمكن الإشارة إلى معامل تحسين الولاء الزبوني المطبق من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3-28): معامل تحسين الولاء الزبوني المطبق لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
النتيجة الصافية	42 765 927	45 759 063	48 752 200	51 745 336	58 225 779	63 435 670	66 428 806
مخصصات الاهتلاكات	28 398 440	28 398 440	28 398 440	28 398 440	23 179 495	19 862 001	19 862 001
التدفقات النقدية	71 164 367	74 157 503	77 150 640	80 143 776	81 405 274	83 297 671	86 290 807
التدفق النقدي لسنة 2012	75 855 292	75 855 292	75 855 292	75 855 292	75 855 292	75 855 292	75 855 292
معدل تحسين الولاء الزبوني	0,94	0,98	1,02	1,06	1,07	1,10	1,14
معدل تحسين الولاء الزبوني المطبق	1	1	1,02	1,06	1,07	1,10	1,14

المصدر: من إعداد الباحث

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني UPC

يتم حساب معامل تحسين الولاء الزبوني من خلال حاصل قسمة التدفقات النقدية التقديرية لمخطط الأعمال على التدفق النقدي المرجعي لسنة 2012 ، لا يتم الاعتماد على معامل تحسين الولاء الزبوني في حالة ما إذا كان اقل من 1 ، سيتم أيضا الاعتماد على معامل تحسين الولاء الزبوني كمعامل تحسين لكل أصول الدوران و يتم اعتماد معامل تحسين يقدر بـ 1 على باقي الفترة.

يمكن الإشارة إلى قيمة مردودية رأس المال الزبوني من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3-29): قيمة مردودية رأس المال الزبوني لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني

75 855 292	التدفق النقدي لسنة 2012 (دج)
90,00%	معدل الولاء الزبوني
متغير سبق الإشارة له في الجدول رقم (3-28)	معامل تحسين الولاء الزبوني
25,76%	IBS
5%	معامل التحيين
30 سنة	مدة التحيين
343 867 101	مردودية رأس المال الزبوني (دج)

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

الجدول رقم (3-30) يوضح قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني باستخدام طريقة مردودية رأس المال الزبوني لـ TB و كذا القيمة PREMONEY و القيمة POSTMONEY ، و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

الجدول رقم (3-30): قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة مردودية رأس المال

الزبوني (أصل الطلب) لـ TB

343 867 101	قيمة مردودية رأس المال الزبوني
432 575 468	قيمة الأموال الخاصة
776 442 569	القيمة premoney
402 404 194	الرفع المالي
1 178 846 763	القيمة postmoney
34,14%	نسبة مساهمة ش ر م م
65,86%	نسبة مساهمة الشركاء المبادرون

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

من خلال الجدول رقم (3-30) يمكن استخلاص النتائج التالية من عملية تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة مردودية رأس المال الزبوني لـ TB :

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

- تمثل قيمة الشركة (الأموال الخاصة) في القيمة premoney، أي قيمة الشركة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية، و قد تحصلنا على قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني تقدر بـ 776 442 569 دج.
- قدرت القيمة postmoney بـ 1 178 846 763 دج.
- قدرت نسبة مساهمة الشركاء المبادرين بـ 65,86 % .
- قدرت نسبة مساهمة شركة رأس المال المخاطر بـ 34,14 % .

أصول العرض: يتعلق الأمر بحساب قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بالاعتماد على أصول العرض الفكرية، حيث تتطلب عملية التقييم تحديد التدفقات النقدية المنسوبة لكل أصل خلال سنة 2012 م، الجدول الموالي يوضح وزن الأصول الفكرية في عملية خلق القيمة و التدفقات النقدية المنسوبة لكل أصل فكري خلال سنة 2012 م.

جدول رقم (3-31): وزن الأصول الفكرية في عملية خلق القيمة و التدفقات النقدية المنسوبة لكل أصل فكري خلال سنة 2012 م الخاصة بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

الأصول الفكرية	التكلفة الاستبدالية الصافية	وزن الأصول في عملية خلق القيمة	التدفق النقدي لسنة 2012 م	التدفقات النقدية المنسوبة لكل أصل
التنظيم	12 240 000	8,17%	75 855 292	6 200 689
العلامة التجارية	3 706 686	2,48%	75 855 292	1 877 778
رخص استغلال الأدوية المعبأة و المغلفة	89 862 318	60,01%	75 855 292	45 523 556
رأس المال المحيطي	3 875 643	2,59%	75 855 292	1 963 371
رأس مال المساهمين	11 352 943	7,58%	75 855 292	5 751 313
رأس المال البشري	26 189 408	17,49%	75 855 292	13 267 352
رأس مال الموردين	2 509 380	1,68%	75 855 292	1 271 233
المجموع	149 736 378	100,00%		75 855 292

الوحدة: دج

المصدر: من إعداد الباحث

فيما يلي قيمة مردودية أصول العرض الفكرية:

✓ **قيمة مردودية رأس المال البشري:** يعتبر رأس المال البشري من أصول الدوران، الجدول الموالي يوضح

قيمة مردودية رأس المال البشري.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-32): قيمة مردودية رأس المال البشري لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

13 267 352	التدفق التقدي المنسوب لرأس المال البشري لسنة 2012 (دج)
97,00%	معدل ولاء رأس المال البشري
متغير سبق الإشارة له في الجدول رقم (3-28)	معامل تحسين ولاء رأس المال البشري
25,76%	IBS
5,00%	معامل التحيين الخالي من المخاطرة
30 سنة	مدة التحيين
39 024 088	مردودية رأس المال البشري (دج)

المصدر: من إعداد الباحث
الوحدة: دج

✓ مردودية رأس مال المساهمين: رأس مال المساهمين أيضا من أصول الدوران، الجدول الموالي يوضح قيمة مردودية رأس مال المساهمين لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

جدول رقم (3-33): قيمة مردودية رأس مال المساهمين لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

5 751 313	التدفق التقدي المنسوب لرأس مال المساهمين لسنة 2012 (دج)
97,00%	معدل ولاء المساهمين
متغير سبق الإشارة له في الجدول رقم (3-28)	معامل تحسين ولاء المساهمين
25,76%	IBS
5,00%	معامل التحيين الخالي من المخاطرة
30 سنة	مدة التحيين
48 034 133	مردودية رأس مال المساهمين (دج)

المصدر: من إعداد الباحث
الوحدة: دج

✓ مردودية رأس مال الموردين: رأس مال الموردين آخر أصل من أصول الدوران لأصول العرض الفكرية، الجدول رقم (3-34) يوضح قيمة مردودية رأس مال الموردين لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

جدول رقم (3-34): قيمة مردودية رأس مال الموردين لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

1 271 233	التدفق التقدي المنسوب لرأس مال الموردين لسنة 2012 (دج)
97,00%	معدل ولاء الموردين
متغير سبق الإشارة له في الجدول رقم (3-28)	معامل تحسين ولاء الموردين
25,76%	IBS
5,00%	معامل التحيين الخالي من المخاطرة
30 سنة	مدة التحيين
5 762 749	مردودية رأس مال الموردين (دج)

المصدر: من إعداد الباحث
الوحدة: دج

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

✓ **مردودية رخصة استغلال الأدوية المعبأة و المغلفة:** تعتبر رخصة استغلال الأدوية من بين الأصول دون دوران أي أن لها مدة حياة معروفة، حيث لا يتم الخسارة في جوهرها، ولكن تنخفض قيمتها مما يقلل تدريجيا في قدرتها على المشاركة في عملية خلق القيمة، حتى يتم إهلاك الأصل بشكل كامل. سبق الإشارة إلى كيفية حساب قيمة التدفقات النقدية المولدة خلال السنة k في الفصل الثاني مع التذكير بأنه لم يتم تطبيق معامل التحسين على الأصول دون دوران، الجدول رقم (3-35) يوضح قيمة مردودية رخصة استغلال الأدوية المعبأة و المغلفة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

جدول رقم(3-35): قيمة مردودية رخصة استغلال الأدوية المعبأة و المغلفة لشركة الاتحاد الصيدلاني

القسنطيني

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
التدفق النقدي	45 523 555,75	39 020 190,64	32 516 826	26 013 460	19 510 095	13 006 730	6 503 365
IBS	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%
النتيجة الخام	33 798 776,86	28 970 380,17	24 141 983,47	19 313 586,78	14 485 190,08	9 656 793,39	4 828 396,69
معامل التحسين الحالي من المخاطرة	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
التدفق النقدي المحين	32 189 311	26 276 989	20 854 753	15 889 336	11 349 525	7 206 048	3 431 451
التدفق النقدي المحين المتراكم للرخصة	32 189 311	58 466 300	79 321 053	95 210 389	106 559 914	113 765 962	117 197 414

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

✓ **مردودية العلامة التجارية:** يوضح الجدول رقم (3-36)، قيمة مردودية العلامة التجارية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

جدول رقم(3-36): قيمة مردودية العلامة التجارية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
التدفق النقدي	1 877 778	1 669 136	1 460 494	1 251 852	1 043 210	834 568	625 926	417 284	208 642
IBS	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%	25,76%
النتيجة الخام	1 394 149	1 239 243	1 084 338	929 433	774 527	619 622	464 716	309 811	154 905
معامل التحسين الحالي من المخاطرة	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
التدفق النقدي المحين	1 327 761	1 124 030	936 692	764 647	606 862	462 371	330 265	209 692	99 853
التدفق النقدي المحين المتراكم للعلامة التجارية	1 327 761	2 451 791	3 388 483	4 153 130	4 759 992	5 222 363	5 552 629	5 762 321	5 862 174

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

✓ **مردودية التنظيم:** يوضح الجدول رقم (3-37) قيمة مردودية التنظيم لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-37): قيمة مردودية التنظيم لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

2013	السنوات
6 200 689,40	التدفق النقدي
25,76%	IBS
4 603 676,36	النتيجة الخام
5%	معامل التحيين الخالي من المخاطرة
4 384 454	التدفق النقدي المحين
4 384 454	التدفق النقدي المحين المتراكم للتنظيم

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

✓ مردودية رأس المال المحيطي: الجدول رقم (3-38) يوضح مردودية رأس المال المحيطي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

جدول رقم (3-38): قيمة مردودية رأس المال المحيطي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

14 725 281	التدفق النقدي المتراكمة المنسوب لرأس المال المحيطي من 2013 إلى 2026
25,76%	IBS
5%	معامل التحيين الخالي من المخاطرة
14 سنة	مدة التحيين
8 540 767	التدفق النقدي المحين المتراكم لرأس المال المحيطي

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

✓ إجمالي قيمة مردودية أصول العرض الفكرية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني: الجدول الموالي يوضح قيمة مردودية أصول العرض الفكرية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

جدول رقم (3-39): قيمة مردودية أصول العرض الفكرية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني

قيمة مردودية الأصول	أصول العرض الفكرية
39 024 088	رأس المال البشري
48 034 133	رأس مال المساهمين
8 540 767	رأس المال المحيطي
5 762 749	رأس مال الموردين
4 384 454	التنظيم
5 862 174	العلامة التجارية
117 197 414	رأس مال رخصة استغلال الأدوية المعبأة
228 805 779	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

✓ قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة مردودية أصول العرض ل TB :

الجدول رقم (3-40) يوضح قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني باستخدام طريقة مردودية أصول العرض ل TB و كذا القيمة PREMONEY و القيمة POSTMONEY ، و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية، مع الإشارة بأنه تم تخفيض القيمة الاستبدالية الصافية لرخصة الأدوية المعبأة و المغلفة من إجمالي قيمة الأموال الخاصة نظرا لحساب مردوديتها مع أصول العرض و بالتالي تفادي الحساب مرتين.

جدول رقم (3-40): قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة مردودية أصول العرض ل TB

228 805 779	قيمة مردودية أصول العرض الفكرية
342 713 150	قيمة الأموال الخاصة
571 518 929	القيمة premoney
402 404 194	الرفع المالي
973 923 123	القيمة postmoney
41,32%	نسبة مساهمة ش ر م م
58,68%	نسبة مساهمة الشركاء المبادرون

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

من خلال الجدول رقم (3-40) يمكن استخلاص النتائج التالية من عملية تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وفق طريقة مردودية أصول العرض ل TB :

-تمثل قيمة الشركة (الأموال الخاصة) في القيمة premoney، أي قيمة الشركة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية، و قد تحصلنا على قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني تقدر بـ 571 518 929 دج.

- قدرت القيمة postmoney بـ 973 923 123 دج.

- قدرت نسبة مساهمة الشركاء المبادرين بـ 58,68 % .

- قدرت نسبة مساهمة شركة رأس المال المخاطر بـ 41,32 % .

يمكن الإشارة بان عملية تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني إعترضته بعض المشاكل التقنية خاصة بالنسبة لطريقة تحيين التدفقات النقدية فيما يخص المعامل g و مدى موثوقية فرضيات مخطط الأعمال إضافة إلى استخدامنا لثلاث متوسطات لدرجة خطر للمعامل β ، كما اعترضت عديد العقبات التقنية طريقة الأصول الفكرية لـ TB خاصة في تحديد معامل حالة الأصول الفكرية أين لم تتمكن من حسابه نظرا لغياب المعطيات و المعلومات حوله بسبب غياب لوحة قيادة و إدارة للأصول الفكرية لدى شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني و غياب المعرفة و الاهتمام بهذا النوع من الأصول.

2-دراسة مجال التقييم و أمثلية التركيب المالي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني: يتعلق الأمر

بتحديد مجال التقييم الحقيقي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بناءا على طرق التقييم التي تم انجازها سالفا و تحديد القيمة الحقيقية للشركة و التي بناءا عليها يمكن دراسة أمثلية التركيب المالي للشركة في ظل الرفع المالي الذي وضعه الشركاء المبادرون لتمويل مرحلة التطوير، الجدول الموالي يلخص مختلف طرق تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

جدول رقم (3-41): مختلف طرق تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

تحيين التدفقات النقدية			مردودية أصول الطلب الفكرية TB	متوسط مردودية أصول العرض و الطلب الفكرية TB	مردودية أصول العرض الفكرية TB	التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية TB	الذمة المالية	الطريقة
معامل β قوي	معامل β متوسط	معامل β ضعيف						
			776 442 569	673 980 749	571 518 929	503 069 290	432 575 468	القيمة premoney
402 404 742	402 404 742	402 404 742	402 404 742	402 404 194	402 404 194	402 404 194	402 404 194	الرفع المالي
3 168 880 590	4 541 151 289	7 201 531 940	1 178 847 311	1 076 384 943	973 923 123	905 473 484	834 979 662	القيمة postmoney
12,70%	8,86%	5,59%	34,14%	37,38%	41,32%	44,44%	48,19%	نسبة مساهمة ش ر م م
87,30%	91,14%	94,41%	65,86%	62,62%	58,68%	55,56%	51,81%	نسبة مساهمة الشركاء المبادرون
صغير	صغير	صغير	متوسط	متوسط	متوسط	كبير	كبير	خطر تجميع مساهمة الشركاء المبادرون

الوحدة: دج

المصدر: من إعداد الباحث

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني UPC

من خلال الجدول رقم (3-41) يمكن استخلاص النتائج التالية حول مجال تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني وقيمتها الحقيقية إضافة إلى أمثلية التركيب المالي:

1-2- مجال التقييم:

- يحدد مجال تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني بحده الأدنى وفق طريقة الذمة المالية والذي تمثله القيمة postmoney بـ 905 473 484 دج.

- يحدد مجال تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني بحده الأعلى وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية بمعامل خطر β قوي والذي تمثله القيمة postmoney بـ 3 168 880 590 دج.

2-2- القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني: تم وضع المعايير التالية لتحديد القيمة الحقيقية

التي يمكن أن يعتمد عليها المبادرون بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني للتفاوض مع شركة رأس المال المخاطر المستهدفة حول نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية في ظل التركيب المالي الموضوع.

- **المعيار الأول:** دراسة نسبة سعر الطريقة إلى القيمة الدفترية، أي مقارنة نسبة القيمة الدفترية والمتمثلة في القيمة postmoney وفق طريقة الذمة المالية مع باقي طرق التقييم.

- **المعيار الثاني:** تمتلك شركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني تاريخاً في توزيع الأدوية أي أنها تمتلك تاريخاً مالياً، لكنها في نفس الوقت تعتبر ناشئة و في مرحلة الانطلاق في صناعة الأدوية، ما يعني ضرورة تمييز الأصول المادية والفكرية للشركة، إضافة لمردوديتها المستقبلية بأصولها الحالية، أي تفادي إدماج مردودية الأصول المستقبلية للشركة الناتجة عن مشروع تطوير وحدة إنتاجية للأدوية السائلة في شكلها الحقيقي ذات الاستعمال البشري.

- **المعيار الثالث:** عند تحديد القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني يجب الأخذ في الحسبان حجم الشركة، والتي تعتبر شركة صغيرة ومتوسطة، مما يعني ضرورة أن تتناسب الطريقة المعتمدة في تحديد القيمة الحقيقية للشركة مع حجمها.

- **المعيار الرابع:** يجب أن يتناسب تحديد القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسطنطيني مع المعطيات المفصّل عنها لشركة رأس المال المخاطر، أي تبرير سعر المساهمة المقترح لشركة رأس المال المخاطر من قبل المبادر بمعطيات تتناسب مع الطريقة المستخدمة في التقييم.

- **المعيار الخامس:** دراسة نسب مساهمة طرفي العملية التمويلية في ظل التركيب المالي الموضوع من قبل الشركاء المبادرين.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

في ظل المعايير السابقة يمكن استخلاص الآتي:

2-2-1-المعيار الأول: الجدول الموالي يقارن بين نسبة القيمة الدفترية إلى سعر طرق تقييم شركة

الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

جدول رقم (3-42): نسب سعر طرق تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني إلى قيمتها الدفترية

الطريقة	نسبة سعر الطريقة إلى القيمة الدفترية
التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية ل TB	1,08
مردودية أصول العرض الفكرية ل TB	1,17
متوسط مردودية أصول العرض والطلب الفكرية ل TB	1,29
مردودية أصول الطلب الفكرية ل TB	1,41
تحيين التدفقات النقدية بمعامل خطر β قوي	3,80

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول السابق يمكن اعتبار طريقة متوسط مردودية أصول العرض والطلب الفكرية ل TB بالمناسبة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني نظرا لعدم التباعد الكبير لمؤشر نسبة القيمة الدفترية لسعر الطريقة.

2-2-2-المعيار الثاني: تجيب طرق مردودية الأصول الفكرية ل TB على شروط المعيار الثاني، حيث

تستند هذه الطريقة على تحديد قيمة الشركة بالاعتماد على مردودية الأصول الفكرية الحالية باعتبارها أساس خلق القيمة إضافة إلى الأصول الصافية المعدلة.

2-2-3-المعيار الثالث: لا تتناسب طريقة تحيين التدفقات النقدية مع الشركات الصغيرة والمتوسطة

لأنها تقدم قيمة جد عالية ووهمية لها، عادة ما تتجه شركات رأس المال المخاطر إلى استخدام معدل المردودية الداخلي كمعامل تحيين ما يخفض من قيمة الشركة المبادرة بطلب التمويل بالأموال الخاصة، في ظل كل هذا يمكن اعتبار تحديد قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية بالغير المناسبة للشركاء المبادرين للتفاوض على نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

2-2-4-المعيار الرابع: ما يعاب على طريقة تحيين التدفقات النقدية هو ارتكازها على فرضيات مالية

غير مدعمة حول قدرة الشركة على توليد المردودية المستقبلية، على عكس طريقة مردودية TB أين يتم تدعيم قيمة الشركة بالإفصاح عن موازنة TB، التي توضح جودة أصول الشركة وقدرتها على توليد التدفقات النقدية المستقبلية، ما يعني بان هذه الطريقة تتناسب مع شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

2-2-5 المعيار الخامس: يمكن استخلاص الآتي حول نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية حسب

كل طريقة:

-تعتبر نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر مقابل سعر 402 404 194 دج وفق طريقة الذمة المالية محففة في حق المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني لأنها تعرضهم لخطر كبير في تميع مساهمتهم، كما أنها تهمل قيمة الأصول الفكرية و تهمل المردودية المستقبلية للشركة.

-تعتبر نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر مقابل سعر 402 404 194 دج وفق طريقة التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية لـ TB محففة في حق المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني لأنها تعرضهم لخطر كبير في تميع مساهمتهم، وتهمل المردودية المستقبلية لأصول الشركة.

-تعتبر نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر مقابل سعر 402 404 194 دج وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية محففة في حق شركة رأس المال المخاطر لأنها تعطي قيمة postmoney عالية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني، ما يجعل نسبة مساهمة شركة رأس المال المخاطر ضئيلة.

-تعتبر نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر مقابل سعر 402 404 194 دج وفق طريقة متوسط مردودية أصول العرض والطلب الفكرية لـ TB بالتوازنة لطرفي العملية التمويلية نظرا لأنها تجمع بين مدخل الذمة المالية والمردودية، أي تعطي قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بناء على قدرة الشركة على توليد المردودية بالأصول الحالية الفكرية والمادية.

مما سبق يمكن اعتبار قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة متوسط مردودية أصول الطلب والعرض الفكرية لـ TB بالمنطقية والحقيقية، وهذا لان نسبة سعر الطريقة إلى القيمة الدفترية للشركة وفق هذه الطريقة لا يتعدى 1.29 وهو يتوسط باقي النسب، كما أن هذه الطريقة تجمع بين الذمة المالية والمردودية المستقبلية المتأتية بالأصول الحالية دون إدماج مردودية الأصول المستقبلية من جهة، كما أنها تتوسط طريقتي الذمة المالية وطريقة تحيين التدفقات النقدية.

يمكن اعتبار قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة متوسط مردودية أصول الطلب والعرض الفكرية كأساس للتفاوض بالنسبة للمبادرين مع شركة رأس المال المخاطر حول نسبة المساهمة المقترحة مقابل رفع مالي بـ 402 404 194 دج.

أمثلية التركيب المالي: تتوقف أمثلية التركيب المالي على أمثلية الرفع المالي الذي قام به المبادرون والذي لا يعرضهم لخطر كبير في تميع مساهمتهم، إن تحديد القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

وفق طريقة متوسط مردودية أصول الطلب والعرض الفكرية لـ TB يفقد الشركاء المبادرين 37.38% من رأس مال الشركة لصالح شركة رأس المال المخاطر، في ظل كل هذا يمكن استخلاص النتائج التالية:
- لا يعرض الرفع المالي الشركاء المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني إلى خطر كبير في تتبع مساهمتهم، فأغلبية الأسهم ستبقى بحوزتهم بنسبة 62.62%.

- في حالة قرر الشركاء المبادرون تخفيض مساهمة شركة رأس المخاطر فعليهم اتخاذ أحد القرارات التالية:
*دراسة إمكانية تخفيض حجم مشروع التطوير الخاص بإنجاز وحدة إنتاجية لإنتاج الأدوية السائلة ذات الشكل الحقني من النواحي التقنية.

*مساهمة الشركاء المبادرون بأموالهم الخاصة في التركيب المالي لمشروع التطوير.

*دراسة إمكانية الرفع من حجم التمويل البنكي في تمويل المشروع، كدراسة إمكانية رهن المخزون.

3- موازنة Thésaurus Bercy و أهميتها في حصول شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني على

التمويل من شركة رأس مال مخاطر جزائرية:

3- 1 - موازنة Thésaurus Bercy: الجدولين المواليين يلخصان موازنة TB لشركة الاتحاد

الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012 ، كما ترفق موازنة TB لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بملاحق توضح كيفية قياس القيمة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية، وكذا قيمة مردودية أصول العرض و الطلب الفكرية الخاصة بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني و كيفية قياسها و التي سبق الإشارة إليها في النقطة السابقة.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-43): موازنة TB لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012 (الأصول)

صافي	الامتلاكات/مؤونات	خام	الأصول
-	-	-	أصول غير جارية
-	-	-	
90 344 276	38 512 422	128 856 698	تثبيتات معنوية
-	-	-	تثبيتات عينية
254 925 360	-	254 925 360	أراضي
245 264 448	35 716 629	280 981 077	مباني
37 463 250	75 563 198	113 026 448	آخر
-	-	-	تثبيتات عينية
-	-	-	تثبيتات يجرى إنجازها
-	-	-	تثبيتات مالية
-	-	-	سندات موضوعة موضع معادلة
-	-	-	حسابات أخرى و حسابات دائنة ملحقه بها
-	-	-	سندات أخرى مثبتة
-	-	-	قروض و أصول مالية أخرى غير جارية
-	-	-	ضرائب مؤجلة على الأصل
-	-	-	حسابات الارتباط
627 997 334	149 792 249	777 789 583	مجموع الأصول غير الجارية
-	-	-	أصول جارية
1 605 369 800	358 893 018	1 964 262 818	مخزونات و منتجات قيد التنفيذ
-	-	-	حسابات دائنة و استخدامات مماثلة
814 793 334	31 278 374	846 071 708	الزبائن
34 654 053	-	34 654 053	المدينون الآخرون
5 827 545	-	5 827 545	الضرائب
-	-	-	أصول جارية أخرى
-	-	-	الموجودات و ما شابهها
-	-	-	الأموال الموظفة و غيرها من الأصول المالية الجارية
337 034 777	-	337 034 777	الخزينة
2 797 679 509	390 171 392	3 187 850 901	مجموع الأصول الجارية
3 425 676 843	539 963 641	3 965 640 484	المجموع العام للأصول المادية
12 240 000	73 440 000	85 680 000	التنظيم
3 706 686	6 589 664	10 296 350	العلامة التجارية
3 875 643	4 429 306	8 304 949	رأس المال المخطط
11 352 943	10 275 830	21 628 773	رأس مال المساهمين
26 189 408	22 698 791	48 888 199	رأس المال البشري
10 619 762	12 233 179	22 852 941	رأس المال الزبوني
2 509 380	2 890 620	5 400 000	رأس مال الموردين
70 493 822	132 557 390	203 051 212	مجموع الأصول الفكرية
3 496 170 665	672 521 031	4 168 691 696	إجمالي الأصول الفكرية و المادية

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

جدول رقم (3-44): موازنة TB لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012 (الخصوم)

صافي	الخصوم
0	رؤوس الأموال الخاصة
300 000 000	رأس مال تم إصداره
0	رأس مال غير مستعان به
73 870 295	علاوات و احتياطات- احتياطات مدججة
0	فارق إعادة التقييم
0	فارق المعادلة
47 456 852	نتيجة صافية
11 248 321	رؤوس أموال خاصة أخرى/ ترحيل من جديد
0	حصة الشركة المدججة
0	حصة ذوي الأقلية
432 575 468	المجموع 1
0	الخصوم غير الجارية
300 000 000	قروض وديون مالية
0	ضرائب - مؤجلة و مرصود لها
	ديون أخرى غير جارية
0	مؤونات و منتجات ثابتة مسبقا
732 575 468	مجموع الخصوم غير الجارية 2
0	الخصوم الجارية
1 706 107 945	موردون و حسابات ملحقه
26 246 770	ضرائب
94 955 465	ديون أخرى
865 791 195	خزينة سلبية
2 693 101 375	مجموع الخصوم الجارية 3
3 425 676 843	مجموع عام للخصوم 3+2+1
70 493 822	Goodwill
3 496 170 665	إجمالي الخصوم

المصدر: من إعداد الباحث الوحدة: دج

3-2 - أهمية الإفصاح عن موازنة Thésaurus Bercy في تمويل مشروع الاتحاد الصيدلاني

القسنطيني عن طريق شركة رأس مال مخاطر جزائرية:

3-2-1 - بالنسبة للمبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني :

- تبرير سعر المساهمة المقترح من قبل المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني للمخاطر برأس المال : إن استناد المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في تحديدهم لقيمة مساهمة شركة رأس المال الخاطر على طريقة مردودية أصول العرض و الطلب لـ TB وإرفاقها بموازنة TB إضافة إلى معلومات مالية ووصفية عن الأصول الفكرية المساهمة في عملية خلق القيمة من شأنه أن يجعل المخاطر برأس المال ينظر لسعر المساهمة المقترح من قبل المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بأنه تم بناء على تحديد قيمة أكثر حقيقية للمؤسسة وليس قيمة عالية ووهيية.

- زيادة موثوقية و جودة فرضيات مخطط الأعمال : إن إفصاح المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني

القسنطيني عن موازنة TB و إرفاقها بمعلومات و ملاحق توضح كيفية حساب معاملات استدامة الأصول الفكرية إضافة إلى قيمة مردوديتها بإمكانه أن يساهم في توضيح قدرة الأصول الفكرية والمادية على خلق القيمة و زيادة موثوقية فرضيات مخطط الأعمال شريطة إعادة النظر في تقديرات حسابات النتائج في ظل إهلاك عديد الأصول الفكرية كالتنظيم و رأس مال الموردين و التي يمكن أن ينتج عنها أعباء مستقبلية.

3-2-2 - بالنسبة لشركة رأس المال المخاطر المستهدفة:

- تقليص مخاطر عدم تماثل المعلومة : إن إفصاح شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني عن موازنة

TB يسمح للمخاطر برأس المال بمعرفة معلومات إضافية عن مستقبل الشركة و المخاطر التي يمكن أن تعترضها و التي لا يظهرها مخطط الأعمال و حسابات الشركة، و يمكن توضيح كل هذا من خلال الآتي:

✓ تقدم موازنة TB معلومات لشركة رأس المال المخاطر عن القيمة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية و مدى استدامتها و جودتها، حيث يظهر جليا إهلاك عديد الأصول الفكرية ما يتطلب إنفاقات مستقبلية لإحلالها و تجديدها خاصة التنظيم و العلامة التجارية و رأس مال الموردين.

✓ لم يتم حساب معامل الحالة لقياس القيمة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية لشركة الاتحاد

الصيدلاني القسنطيني نظرا لغياب المعلومات و المعطيات اللازمة لذلك بسبب عدم امتلاك شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني للوحة قيادة و إدارة للأصول الفكرية، كل هذا يمكن أن يفسر من قبل المخاطر بضعف في التسيير، و عدم وعي إدارة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بأهمية هذا النوع من الأصول.

✓ قيمة مردودية أصول الطلب أكبر من قيمة مردودية أصول العرض، بإمكانه أن يفسر من قبل المخاطر برأس المال بمؤشر خطر عن مدى قدرة أصول العرض في استقطاب الزبائن في المستقبل، كما يمكن أن يفسر أيضا بان إهلاك أصول العرض الفكرية يتم بسرعة أكبر من أصول الطلب (رأس المال الزبوني).

✓ إن الإفصاح عن موازنة TB الخاصة بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بإمكانه أن يفعل مرحلة الدراسة الأولية للمشروع في تقليص خطر عدم تماثل المعلومة و الذي تعتبر مرحلة المراجعة المعمقة الأساس في تحديده.

- **تفعيل عملية المراجعة المعمقة :** تخضع كل المعلومات المفصح عنها في مخطط الأعمال إلى المراجعة المعمقة du diligence من قبل المخاطر برأس المال، إلا أن مراجعة الأصول الفكرية لا تخضع لهذه العملية، أمام كل هذا طورت الجمعية الفرنسية للملاحظين لرأس المال غير المادي، إطارا تطبيقيا للمراجعة المعمقة لرأس المال غير المادي، تركز أساسا على مراجعة غير مالية، يتم من خلالها تصنيف نوعية الأصول غير الملموسة ما من شأنه أن يقلل المخاطر حول موثوقية المعلومات المعروضة من قبل المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

المبحث الرابع: كيفية اختيار شركة رأس مال مخاطر جزائرية لتمويل مشروع UPC

بعد القيام بإعداد مخطط الأعمال و إجراء الدراسة التقييمية القبليّة للمشروع من وجهة نظر شركة UPC، تأتي مرحلة اختيار و استهداف شركة رأس مال مخاطر جزائرية لتمويل هذا المشروع، إن اختيار شركة رأس مال مخاطر لتمويل مشروع UPC يتم بالاستناد على عديد العوامل هي :

- حجم صندوق شركة رأس المال المخاطر المستهدف.

- تجربة وخبرة شركة رأس المال المخاطر في تمويل مشاريع في قطاع الصناعة الدوائية.

- خبرة وتجربة شركة رأس المال المخاطر في تمويل مرحلة التطوير.

إن هذه المرحلة تتم بالاعتماد على جمع المعلومات حول أهم شركات رأس المال المخاطر العاملة في الجزائر ومختلف إحصائيات نشاطها.

إن جمع هذه المعلومات يتم من خلال المقابلة المباشرة مع مسيري هذه الصناديق، أو من خلال مواقع شركات رأس المال المخاطر على الانترنت، وأيضا بالاعتماد على وسطاء، إضافة إلى المنشورات الجامعية من مذكرات وأطروحات أجريت على هذه الصناعة، و كذا منشورات الهيئات العمومية مثل الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI، و مقالات الصحافة الوطنية.

نحاول من خلال هذا المبحث تناول أهم شركات رأس المال المخاطر العاملة في الجزائر ، و كذا إعطاء إحصائيات حول نشاطها، لكن قبل كل هذا سنقوم بالتذكير بالإطار القانوني لنشاط شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر وتناول أهم الشركات العاملة في هذه الصناعة.

1 - الإطار القانوني لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر :

لم يكن لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر قانون يؤطر ممارسة هذه المهنة حتى تاريخ 24 جوان 2006 م، أين تم إصدار القانون 06-11 المتعلق بنشاط مؤسسات رأس المال الاستثماري ملحق رقم (4)، تبعه المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المتعلق بممارسة نشاط شركات رأس المال الاستثماري الصادر في 24 جانفي 2008 م، لذا ارتأينا تناول الإطار القانوني لصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال مرحلتين.

1 - 1 - مرحلة ما قبل القانوني 06 - 11 :

شهدت هذه الفترة غياب إطار قانوني ينظم نشاط صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، وهذا على عكس غالبية الدول المتقدمة و النامية بما فيها العربية و المغاربية.

خلال هذه الفترة، أسست شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إما في شكل مؤسسات مالية في إطار الأمر 03 - 1 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض المعدل لقانون 90 - 10 الصادر بتاريخ 14 أفريل 1990 م، أو في شكل شركة مساهمة تخضع لقواعد القانون التجاري.

1 - 2 - مرحلة ما بعد القانون 06 - 11 :

لم تحض شركات رأس المال المخاطر في الجزائر بإطار قانوني ينظم نشاطها حتى 24 جوان 2006 م، أين صدر القانون 06 - 11 الملحق رقم (4)، و الذي جاء لتحديد شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر من قبل شركات رأس المال الاستثماري، وجاء هذا القانون في ستة فصول تتناول المحاور التالية :

- الموضوع و القانون الأساسي ورأس المال.

- ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.

- قواعد الحصول على المساهمات والقروض في شركات رأس المال الاستثماري.

- الرقابة.

- النظام الجبائي لشركات رأس المال الاستثماري.

عزّف هذا القانون شركات رأس المال الاستثماري على أنها «شركات تهدف إلى المشاركة في رأس مال المنشأة الاقتصادية وهذا من خلال تقديم حصص من أموال خاصة وشبه خاصة لمؤسسات في إطار التأسيس والنمو والتحويل أو الخصخصة».

كما حدّد هذا القانون أشكال تدخل شركات رأس المال الاستثماري وحددها كما يلي :

- رأس مال المخاطرة :

* رأس مال الجدوى أو رأس مال الانطلاق قبل إنشاء المؤسسة.

* رأس مال التأسيس : في مرحلة إنشاء المؤسسة.

- رأس مال النمو : تنمية طاقات المؤسسة بعد إنشائها.

- رأس مال التحويل : استرجاع مؤسسة من قبل مستثمر داخلي أو خارجي.

- استرجاع بمساهمات و/أو حصص يجوزها صاحب رأس مال استثماري آخر.

ما يمكن الإشارة إليه من خلال ما سبق أن القانون 06 - 11 تناول رأس المال المخاطر بمفهومه الضيق أي لا يتعدى تمويل مرحلة الانطلاق وهذا على عكس غالبية الجمعيات المهنية في العالم، و اعتبر رأس المال المخاطر كأحد أنشطة رأس المال الاستثماري وقدم نمطا وشكلا قانونيا واحدا لنشاط التمويل بالأموال الخاصة من خلال شركات رأس المال الاستثماري، يبقى أن نشير بأن غالبية المؤسسات التي تقدم خدمة التمويل بالأموال الخاصة في الجزائر تنشط في إطار مؤسسات مالية أو في شكل شركة مساهمة تخضع لقواعد القانون التجاري، كما أشار هذا القانون إلى أن شركات رأس المال الاستثماري تؤسس في شكل شركات مساهمة يخضع نشاطها إلى رخصة مسبقة يسلمها الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، إضافة إلى بنك الجزائر.

أشار هذا القانون أيضا إلى كيفية تدخل شركات رأس المال الاستثماري في المنشآت الممولة، حيث أنها لا يمكنها أن تخصص أكثر من 15% من رأس مالها واحتياطياتها كمساهمة في مؤسسة واحدة، ولا يمكنها أن تحوز أكثر من 49% من رأس مال المؤسسة الممولة.

كما حدّد هذا القانون شروط التدخل في المنشآت الممولة وأهم الأحكام التي تنظم العملية التمويلية، حيث لا يمكن أن تساهم مؤسسة رأس المال الاستثماري في مشروع معين إلا على أساس عقد المساهمين والذي يوضح على وجه الخصوص مدة المساهمة في الاستثمار المعني وشروط انسحاب شركة رأس المال الاستثماري.

أشار هذا القانون أيضا إلى أهم الموارد المالية لشركة رأس المال الاستثماري، ونظام الرقابة الذي تخضع له من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي تتأكد من مطابقة نشاط الشركة للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها.

حدّد هذا القانون أيضا النظام الجبائي لشركة رأس المال الاستثماري، فبحسب هذا القانون شركات رأس المال الاستثماري لا تخضع للضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من :

- الأرباح.

- نواتج توظيف الأموال.
- نواتج وفائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص.
- تلا هذا القانون إصدار مرسوم تنفيذي رقم 08 - 56 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركات رأس المال الاستثماري في 24 جانفي 2008 م الملحق رقم (5)، وجاء هذا المرسوم في ثلاث فصول كالآتي :
- الرأس مال الأدنى للشركات وكيفية حيازته.
- شروط منح رخصة المساهمة وسمجها.
- النظام الجبائي لشركة رأس المال الاستثماري والمستثمرين.
- 2 - متعاملو صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر :**

لا تتوفر الجزائر على عدد كبير من شركات رأس المال الاستثماري، نظر لحداثة هذا النمط التمويلي، يمكن الإشارة إلى أهم متعاملي هذه المهنة في الجزائر من خلال الآتي :

2 - 1 - المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (Finalep) :

وهي شركة ذات أسهم تأسست في 30 جوان 1991 م بمساهمة بنكين جزائريين هما : بنك التنمية المحلية BDL والقرض الشعبي الجزائري CPA، والصندوق المركزي للتعاون الاقتصادي (حاليا الوكالة الفرنسية للتنمية AFD).

تأسست Finalep على أعقاب الإصلاحات المطبقة في النظام البنكي والمالي في الجزائر، ويهدف تعزيز هذه الصيغة التمويلية في الجزائر انضم شريك رابع يمثل في البنك الأوروبي للاستثمار BEI في 1995 م، ويجب الإشارة إلى أن شركة Finalep تأسست قبل أن يكون هناك إطار قانوني وتنظيم محدد لهذا النوع من الشركات، وتم تأسيسها على أساس مؤسسة مالية برأس مال قدر بـ 37,750 مليون دينار جزائري (كان يعتبر مبلغا كبيرا قبل إعادة تقييم الدينار).

2 - 1 - 1 - أهداف شركة Finalep :

- مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإنتاجية في تخطي مشكل التمويل.
- حماية المستثمرين الأوروبيين لاستثماراتهم خلال سنوات التسعينات، وتقليص إلى حد أدنى مخاطر البنوك والشركات الأجنبية المستثمرة في الجزائر، (خاصة الفرنسية).
- تمويل الشراكة الأورو جزائرية.
- تكوين الإطارات والتعريف بهذا النمط التمويلي.
- وضع الأدوات والوسائل العملية لنشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر.

2 - 1 - 2 - نشاط وخدمات شركة Finalep :

إن أهم الخدمات الرئيسية لـ Finalep تتمثل في تقديم التمويل والدعم للمشاريع في مرحلة الانطلاق والتطوير والتحويل وإعادة شراء حصص.

كما تقدم Finalep الخدمات التالية :

- تقديم المتابعة والاستشارة للمشاريع الممولة.
- التمويل القبلي لدراسة جدوى المشاريع.
- المساعدة على إعداد دراسة الجدوى.
- المساعدة على إيجاد تمويل خارجي إضافي للمشاريع الممولة (القروض).

2 - 1 - 3 - أهم المشاريع الممولة من قبل Finalep :

تعددت قطاعات النشاط التي استهدفت Finalep تمويلها، ويعود هذا بالأساس إلى أن معظم المشاريع الممولة هي مشاريع جزائرية أجنبية ما يسمح بنقل الخبرات من الشريك الأجنبي، ولا يطرح العوائق التقنية و التسييرية بالنسبة لـ Finalep.

يمكن الإشارة إلى أهم المشاريع الممولة من قبل Finalep حسب قطاع النشاط ومرحلة الاستثمار من خلال الجدول رقم (3-45).

جدول رقم (3-45): توزيع المشاريع الممولة من قبل Finalep حسب قطاع نشاطها ومرحلة الاستثمار

مرحلة الاستثمار	قطاع النشاط	المشروع
انطلاق	التبغ	ATLAS TOBACCO - SPA
انطلاق	طاقة ومحيط	TECHNOSOLAR SYSTEME PHOTOVO
انطلاق	بيوتكنولوجيا	SOMEDIAL
انطلاق	صناعة ميكانيكية	CONSIDER/SPA
توسع	صناعة إلكترونية	EIS
توسع	صناعة ميكانيكية	RECTA FONDERIE
انطلاق	ترقية عقارية	MEDITBAT
انطلاق	صناعة غذائية	SOYAMIN
انطلاق	صناعة تحويلية	METAL MODA CREATION
انطلاق	فلاحة	RICHTER
انطلاق	صناعة غذائية	MILOK
توسع	كيمياء	COCHIMA

Source : Yahiaoui Ammar, Le capital investissement en Algérie état des lieux et contraintes, mémoire en vue de l'obtention de Magistère en sciences économique, Université Mouloud Mammeri de Tizi ousou, 2011, pp 150, 151.

إن أهم ما يشدنا من خلال الجدول السابق هو تمويل Finalep لمشروع في البيوتكنولوجيا والمتمثل في مشروع SOMEDIAL والذي انطلق في النشاط سنة 2001 م، يتمثل المشروع في إنشاء شركة مختلطة بين الشريك الجزائري صيدال والمجمع الصيدلاني الأوروبي GPE، يهدف المشروع إلى إنشاء مصنع للتشكيل والتغليف والتعبئة للمنتجات الصيدلانية وقد كانت حصص كل شريك كما يلي: (1)

- Finalep : 18,4%.

- صيدال : 18,5%.

- GPE : 63,1%.

مع الإشارة بأن تدخل شركة Finalep في المشاريع في مرحلة التطوير قدر بـ 25% مقابل 75% لمرحلة الانطلاق.

(1) Yahiaoui Ammar op cit, p 153.

2 - 2 - الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance :

Sofinance مؤسسة مالية عمومية تم اعتمادها من قبل بنك الجزائر في 9 جانفي 2001 م على أساس شركة مالية برأس مال قدره 5 مليار دج.

2 - 2 - 1 - نشاط وخدمات شركة Sofinance :

تم إنشاء Sofinance بمبادرة من المجلس الوطني لمساهمة الدولة (CNPE) مع مهام رئيسية تتمثل في مرافقة و عصرة وسائل وأدوات الإنتاج الوطنية وتطوير منتجات مالية جديدة.

إن حقل نشاط شركة Sofinance يتلخص في الآتي: (1)

- تمويل المنشآت عن طريق القرض الإيجاري.
- التمويل بالأموال الخاصة (إنشاء و التطوير).
- القروض التقليدية.
- تقديم الاستشارة والمتابعة والمساعدة للمؤسسات.
- تنوع النسيج الصناعي الجزائري من خلال عمليات الاندماج وإنشاء وتطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- البحث عن شركاء تقنيين وماليين لأخذ مساهمات في مؤسسات اقتصادية جزائرية.

2 - 2 - 2 - الهيكل التنظيمي لشركة Sofinance: (2)

يرتكز الهيكل التنظيمي لشركة Sofinance على هيكلين أساسيين هما :

- هيكل الالتزامات والهندسة المالية : من مهامه تسيير طلبات التمويل و تطوير الهندسة المالية.
- هيكل الإدارة العامة للمالية والمحاسبة : ومهامه التسيير والتنظيم العام، وتسيير الوسائل العامة والمحاسبة وتسيير الخزينة، تؤدي هذه الشركة مهامها ووظائفها بهدف تدعيم وإنعاش الاقتصاد الوطني وذلك ببعث انطلاقة جديدة في تمويل المؤسسات.

2 - 2 - 3 - أهم المشاريع الممولة من قبل Sofinance :

تعددت قطاعات النشاط للمشاريع الممولة بالأموال الخاصة عن طريق شركة Sofinance، يمكن الإشارة لأهم المشاريع الممولة عن طريق شركة Sofinance من خلال الآتي :

(1) WWW.SOFINANCE-DZ.COM

(2) Idem

جدول رقم (3-46): أهم المشاريع الممولة بالأموال الخاصة عن طريق شركة Sofinance حسب قطاع النشاط

المشروع	قطاع النشاط
شركة لتصنيع الأجهزة الكهربائية COP	الإلكترونيك
شركة للترقية العقارية	البناء
شركة لإنتاج التبغ STAEM	التبغ
شركة لإنتاج التبغ	التبغ
شركة لإنتاج سلفات الألمنيوم	التحويلية
شركة لإنتاج منتجات التنظيف	التحويلية
شركة لإنتاج مواد التغليف	التحويلية
شركة لإنتاج المنتجات الصيدلانية (الأنسولين)	البيوتكنولوجيا

Source : Yahiaoui Ammar op cit, p 150.

كما يمكن أن نشير بأن حجم المساهمة بالأموال الخاصة في المشاريع الاستثمارية من قبل شركة Sofinance بلغ 613 000 000,00 دج سنة 2008 م و 609 400 000,00 دج سنة 2007 م⁽¹⁾. مع الإشارة بأن شركة Sofinance تمتلك خبرة في تمويل الصناعة الصيدلانية من خلال مشروع الأنسولين بالشراكة مع مجمع صيدال.

2 - 3 - الجزائر للاستثمار :

تم إنشاء شركة الجزائر للاستثمار في 6 جويلية 2010 م، وذلك في إطار القانون رقم 11 - 06 الموجه لمؤسسات رأس المال الاستثماري، وهي شركة ذات أسهم تم اعتمادها من قبل وزارة المالية، يقدر رأس مالها بـ 1 مليار دج يساهم فيه كل من الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) بـ 30% وبنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) بـ 70%، تسعى شركة الجزائر للاستثمار إلى دعم المؤسسات الناشئة كما أنها تقدم العديد من الخدمات والمنتجات، فبالإضافة إلى نشاط رأس المال المخاطر فهي تقوم بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتقدم رؤوس الأموال للتطوير ورأس مال الاستثمار.

2 - 4 - المغاربة للاستثمار Maghreb Invest :

وهي من أحدث مؤسسات رأس المال الاستثماري بالجزائر وتعتبر احد مؤسسات المجموعة Intergra Partners، الفرع المتخصص في رأس المال الاستثماري والذي يسيّر ثمانية صناديق استثمار موجهة لشمال وسط وغرب إفريقيا، المغاربة للاستثمار هي هيكل تسيير لآخر صناديق مجموعة الصندوق المغاربي

(1) Idem

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC

للحصول الخاصة (Mpefil) الذي أطل رسميا في الجزائر في نوفمبر 2006 م برأسمال انطلاق حدد بـ 65 مليون أورو، تم رفعه إلى 124 مليون أورو سنة 2008 م، تتراوح مدة تمويلها للمشاريع بين 5 و7 سنوات ونادرا ما تكون أكثر.

2 - 5 - الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار :

أنشأت الشركة بموجب اتفاقية بين المملكة العربية السعودية و الجزائر لتدعيم العلاقات بين البلدين وتطوير الاستثمارات العربية المشتركة.

تعتبر الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار أول مؤسسة حكومية متخصصة في الاستثمار في رؤوس الأموال، من بين أهم أهداف شركة الجزائرية السعودية للاستثمار :

- تطوير الاستثمارات بصفة عامة وترقية المشاريع بين الدولتين.
- تعبئة رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص استثمارية، تستهدف الشركة المشاريع الصناعية، الزراعية، العقارية و السياحية.

تتدخل الشركة في تمويل المشاريع بالطرق التالية :

- التمويل بالأموال الخاصة.
- الإيجار المالي.
- القروض الاستثمارية.

يلاحظ مما سبق بأن أغلبية المؤسسات التي تقدم خدمة رأس المال المخاطر في الجزائر لا تنشط في إطار القانون 06 - 11 المتعلق بنشاط رأس المال الاستثماري عن طريق شركات رأس المال الاستثماري، كما أن أهم شركتين تبقى شركة Sofinance و Finalep.

قدمت شركة Sofinance و Finalep تمويلا لمشاريع في قطاع الصناعة الدوائية، و كذا تمويل مرحلة النمو الأولي و التطوير أي أن لهما خبرة في تمويل هذا القطاع ما يتيح لشركة UPC فرصة لضمان تمويل واستشارة ومتابعة.

خلاصة الفصل الثالث:

تعتبر الدراسة التقييمية القبليّة جد مهمّة بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر، و هذا ما حاولنا تطبيقه على شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني من خلال الاعتماد على سلة من طرق التقييم لدراسة مجال التقييم و تحديد القيمة الأكثر منطقية للشركة و دراسة مدى أمثلية الرفع المالي في ظل التركيب المالي الموضوع من قبل المبادرين بالمشروع، و من ثم الخروج بنسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

حدد مجال تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بجده الأعلى وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية بمعامل خطر β قوي و بجده الأدنى وفق طريقة الزمة المالية، كما حددت القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة متوسط مردودية أصول الطلب و العرض الفكرية لـ TB، كما مكنت هذه الطريقة من تحديد القيمة *premoney* و *postmoney* لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

يمكن اعتبار الرفع المالي و التركيب المالي للمشروع بالأمثلي في ظل اعتماد قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة متوسط مردودية أصول الطلب و العرض الفكرية لـ TB لأنه يقي الشركاء المبادرين من خطر تبع مساهمتهم و يحافظ على سيطرتهم على الشركة، و يعتبر أساس التفاوض بالنسبة للمبادرين بمشروع التطوير مع شركة رأس المال المخاطر حول سعر مساهمة طرفي العملية التمويلية.

إن إعداد موازنة TB من شأنه أن يزيد من موثوقية مخطط أعمال المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني شريطة إعادة النظر في بعض النفقات المستقبلية التي يمكن أن تكون نتيجة إهلاك بعض الأصول الفكرية، كما يمكن لموازنة TB أن تبرر سعر المساهمة المقترح للمخاطر برأس المال من قبل المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

يُمكن موازنة TB أن تقلص خطر عدم تماثل المعلومة بالنسبة لشركة رأس المال المخاطر في مرحلة الدراسة الأولية للمشروع شريطة إرفاقها ببعض الملاحق حول الكشوف المالية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني، و كذا كيفية حساب التكلفة الاستبدالية الصافية و قيمة مردودية الأصول الفكرية.

تعتبر شركة FINALEP و SOFINANCE أهم مؤسستين لرأس المال الاستثماري يمكن أن تتوجه إليهم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني لطلب التمويل بالأموال الخاصة، و هذا بالنظر لخبرتهم في تمويل مشاريع الصناعة الدوائية في الجزائر و كذا تمويل مرحلة التطوير.

الخاتمة

الخاتمة:

يعتبر تحديد قيمة المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر حجر الزاوية في بناء العلاقة مبادر- مخاطر برأس المال، حيث تنطلق هذه الإشكالية من المنبع أي من المشاريع الاستثمارية في حد ذاتها، بداية من عدم أكادة و موثوقية فرضيات مخطط الأعمال نتيجة الهوة بين المستند الوصفي و التقديرات المالية بسبب عدم توضيح كيفية و إمكانية خلق القيمة المستقبلية من قبل المبادر، وصولاً إلى العقبات التي تعترض المبادر أثناء الدراسة التقييمية القبلية لمشروعه.

في ظل كل هذا يتحتم على المبادر الاستناد أثناء إعداد مخطط الأعمال على الأصول الغير الظاهرة في الميزانية أي الأصول الفكرية لتوضيح كيفية خلق القيمة و العمل عليها أثناء الدراسة التقييمية القبلية لمشروعه. و في ظل هذا السياق حاولنا تناول موضوع "أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر"، و من اجل ذلك قمنا بمعالجة هذا الموضوع من خلال الجمع بين الدراسة النظرية من جهة و الدراسة التطبيقية من جهة أخرى.

تناولنا في الدراسة النظرية فصلين و جمعت بين شقي الموضوع، حيث تطرقنا في الفصل الأول لإشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر محاولين تبيان المعوقات الحقيقية التي تعترض المشاريع المبادرة بطلب التمويل برأس المال المخاطر، في حين خصصنا الفصل الثاني لتناول دور القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية مع توضيح أهمية و استخدامات القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في حصول المشاريع الاستثمارية على التمويل برأس المال المخاطر، أما في الدراسة التطبيقية فقد قمنا بإسقاط النتائج النظرية على دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC .

1- نتائج الدراسة: إن الإجابة على الإشكالية الرئيسية لهذا العمل البحثي و المتمثلة في " أين تكمن أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر"، قد خلص إلى نتائج نظرية من خلال وصف و تحليل إشكالية الدراسة، و كذا نتائج عملية من خلال الدراسة التطبيقية على مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

1-1- النتائج النظرية: من خلال الإطار النظري لهذا العمل البحثي، يمكن استخلاص النتائج

التالية:

- قدم BM و AF إضافة إلى TB مكونات رأس المال الفكري و قسماها إلى أصول عرض (مجمعة للنقد) و أصول طلب (موردة للنقد) و هذا بالاعتماد على مبدأ خلق القيمة في المنشأة الاقتصادية.

- إن تناول رأس المال الفكري من وجهة نظر محاسبية تحت تسمية الأصول الغير ملموسة كان بشكل ضيق، و يعود كل هذا إلى العقبات التي تعترض القياس و الاعتراف المحاسبي به، و التي تتمثل في الأساس في عدم أكادة التدفقات النقدية المرتبطة بهذا النوع من الأصول، إضافة إلى صعوبة تحديد تكلفة بعض العناصر غير ملموسة، كما أن قياس مردودية الأصول الغير ملموسة واجهته معوقات مرتبطة بتقدير التدفقات النقدية الخاصة بها و كذا صعوبة حصر مدة التقدير و تحديد المخاطر التي تعكس معامل تحيين هذه التدفقات.

- برزت عديد الدوافع للقياس و التقرير عن رأس المال الفكري، أهمها محاولة تفسير الفرق بين القيمة الدفترية و السوقية للمنشآت الاقتصادية، إضافة إلى محاولة إيجاد طرق تستند على رأس المال الفكري لتحديد قيمة المنشآت الاقتصادية.

- يشكل ظهور الطرق المختلطة خاصة طريقة BM و AF و كذا طريقة TB حلا لإشكالية قياس رأس المال الفكري، حيث جمعت هذه الطرق بين القياس الغير المالي و القياس المالي للأصول الفكرية.

- يقدم القياس الغير المالي للأصول الفكرية تنقيطا لجودتها و نوعيتها، إضافة إلى أن القياس المالي يحدد القيمة الاستبدالية الصافية لها و كذا قيمة مردودية هذه الأصول.

- تعددت استخدامات قياس رأس المال الفكري خاصة بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب التمويل، حيث يساهم القياس الغير المالي لرأس المال الفكري في تحديد جودة الأصول الفكرية و من ثم معرفة الاحتياج التمويلي لإعادة تشكيلها و إحلالها في حالة اهتلاكها.

- يساهم القياس المالي لرأس المال الفكري في تبيين الأصول الفكرية للمنشأة ما يزيد من قيمتها و قدرتها الاقتراضية خاصة تقويم الشهرة Goodwill .

- يقدم القياس المالي لرأس المال الفكري حولا لأغلب المعوقات التي تعترض المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر خاصة ما تعلق بمرحلة الدراسة التقييمية القبليّة للمشروع من وجهة نظر المبادر.

- تسمح طريقة التكلفة الاستبدالية للأصول الفكرية من تحديد تكلفة خلق المشاريع المبادرة بطلب تمويل مرحلة الانطلاق عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ما يسمح للمبادرين بتحديد الاحتياج التمويلي الحقيقي لمشاريعهم، و كذا الاستناد إلى قيمة تكلفة المشروع كأساس للتفاوض حول سعر مساهمة طرفي العملية التمويلية.

- تطرح طريقة BM و AF إضافة لطريقة TB لقياس مردودية الأصول الفكرية حولا للمعوقات التقنية في تحديد قيمة المنشآت الاقتصادية و التي تعترض المشاريع المبادرة بطلب تمويل مرحلة النمو الأولي و مرحلة التطوير من شركات رأس المال المخاطر، حيث يكفي التدفق النقدي للسنة n-1 و بالتالي تجاوز الجدول حول

فرضيات تقديرات مخطط الأعمال و كذا تقدير معامل التحيين و المعامل g الذي تطرحه طريقة تحيين التدفقات النقدية.

- تمكن الطريقتين السالفتي الذكر في تحديد القيمة Premoney ، أي قيمة المؤسسة وفق طاقتها الاستثمارية الحالية، على عكس طريقة تحيين التدفقات النقدية و التي تقدم قيمة المنشأة بالاعتماد على أصول مستقبلية غير موجودة بعد، كل هذا يسمح بتحديد مجال تقييم منطقي للمنشأة و تحديد قيمة أكثر حقيقية لها ما يسمح للمبادر بطلب تمويل مرحلة النمو الأولي و مرحلة التطوير من شركات رأس المال المخاطر من إعطاء سعر مساهمة منطقي و حقيقي للمخاطر برأس المال، كما يسمح له بمعرفة الرفع المالي الأمثل الذي يقيه من خطر تبيع مساهمته.

- إن الهدف الرئيسي لقياس رأس المال الفكري هو التقرير و الإفصاح عنه لمختلف الأطراف المهتمة بالمنشأة سواء كانت داخلية أو خارجية.

- تزداد أهمية و جودة و حجم المعلومات المفصح عنها حول رأس المال الفكري بزيادة عمر و مرحلة تطور المشاريع الاستثمارية.

- إن الإفصاح عن رأس المال الفكري يقدم نظرة عن جودة أصول المنشأة، كما يساهم في زيادة موثوقية فرضيات مخطط الأعمال بالنسبة للمبادرين بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر و يبرر سعر المساهمة المقترح من المبادر للمخاطر برأس المال.

- إن التقرير و الإفصاح عن رأس المال الفكري خاصة موازنة Thésaurus Bercy يساهم في معرفة جودة و مدة استدامة أصول المنشأة مما يقلل من خطر عدم تماثل المعلومة و يقلص أيضا خطر عدم أكادة المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر خاصة أثناء الدراسة الأولية للمشاريع التي يجريها المخاطرون برأس المال.

- يسمح إفصاح المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر عن رأس المال الفكري في تقليص تكاليف الدراسة المعمقة بالنسبة للمخاطر برأس المال و ذلك بتفعيل مرحلة الدراسة الأولية للمشروع بالاعتماد على تقرير رأس المال الفكري، الذي يوضح جودة أصول المنشأة و مدى قدرتها على خلق القيمة و مطابقتها مع فرضيات مخطط الأعمال، ما يقلص خطر الاختيار العكسي بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر.

1-2- النتائج التطبيقية: خلصت الدراسة التطبيقية إلى النتائج التالية، حول مجال تقييم شركة

الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وقيمتها الحقيقية إضافة إلى أمثلية التركيب المالي، و كذا أهمية موازنة

Thésaurus Bercy في حصول مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني على التمويل من شركة رأس مال مخاطر جزائرية، إضافة إلى نتائج اختيار شركة رأس مال مخاطر لتمويل مشروع التطوير :

1-2-1- مجال التقييم:

- يحدد مجال تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بجده الأدنى وفق طريقة الذمة المالية والذي تمثله القيمة postmoney بـ 905 473 484 دج.

- يحدد مجال تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بجده الأعلى وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية بمعامل خطر β قوي والذي تمثله القيمة postmoney بـ 3 168 880 590 دج.

1-2-2- القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني:

- لتحديد القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني تم وضع المعايير التالية:
* دراسة نسبة سعر الطريقة إلى القيمة الدفترية.

* إن تحديد القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني يتطلب ضرورة تمييز الأصول المادية والفكرية للشركة، إضافة لمردوديتها المستقبلية بأصولها الحالية، دون إدماج المردودية المستقبلية المتأتية من مشروع التطوير.

* ضرورة أن تتناسب الطريقة المعتمدة في تحديد القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني مع حجمها.

* ضرورة تبرير سعر المساهمة المقترح لشركة رأس المال المخاطر من قبل المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بمعطيات تتناسب مع الطريقة المستخدمة في التقييم.

* دراسة نسب مساهمة طرفي العملية التمويلية في ظل التركيب المالي الموضوع من قبل الشركاء المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

- من خلال المعايير السالفة الذكر يمكن الخروج بالنتائج التالية حول القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني:

* يمكن اعتبار طريقة متوسط مردودية أصول العرض والطلب الفكرية لـ TB بالمناسبة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني نظرا لعدم التباعد الكبير لمؤشر نسبة القيمة الدفترية لسعر الطريقة.

* تجيب طرق مردودية الأصول الفكرية لـ TB على شروط المعيار الثاني، حيث تستند هذه الطريقة على تحديد قيمة الشركة بالاعتماد على مردودية الأصول الفكرية الحالية باعتبارها أساس خلق القيمة إضافة إلى الأصول الصافية المعدلة.

* لا تتناسب طريقة تجميع التدفقات النقدية مع الشركات الصغيرة والمتوسطة لأنها تقدم قيمة جد عالية ووهمية لها، عادة ما تتجه شركات رأس المال المخاطر إلى استخدام معدل المردودية الداخلي كعامل تجميع ما يخفض من قيمة الشركة المبادرة بطلب التمويل بالأموال الخاصة، في ظل كل هذا يمكن اعتبار تحديد قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تجميع التدفقات النقدية بالغير المناسبة للشركاء المبادرين للتفاوض على نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية.

* ما يعاب على طريقة تجميع التدفقات النقدية هو ارتكازها على فرضيات مالية غير مدعمة حول قدرة الشركة على توليد المردودية المستقبلية، على عكس طريقة مردودية TB أين يتم تدعيم قيمة الشركة بالإفصاح عن موازنة TB التي توضح جودة أصول الشركة وقدرتها على توليد التدفقات النقدية المستقبلية، ما يعني بأن هذه الطريقة تتناسب مع شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني.

* تعتبر نسبة المساهمة المقترحة لشركة رأس المال المخاطر مقابل سعر 402 404 194 دج وفق طريقة متوسط مردودية أصول العرض والطلب الفكرية لـ TB بالمتوازنة لطرفي العملية التمويلية نظرا لأنها تجمع بين مدخل الذمة المالية والمردودية، أي تعطي قيمة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بناء على قدرة الشركة على توليد المردودية المستقبلية بالأصول الحالية الفكرية والمادية.

* يمكن اعتبار قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة متوسط مردودية أصول الطلب والعرض الفكرية لـ TB بالمنطقية والحقيقية، وهذا لأن نسبة سعر الطريقة إلى القيمة الدفترية للشركة وفق هذه الطريقة لا يتعدى 1.29 وهو يتوسط باقي النسب، كما أن هذه الطريقة تجمع بين الذمة المالية والمردودية المستقبلية المتأتية بالأصول الحالية دون إدماج مردودية الأصول المستقبلية من جهة، كما أنها تتوسط طريقتي الذمة المالية وطريقة تجميع التدفقات النقدية.

* يمكن اعتبار قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة متوسط مردودية أصول الطلب والعرض الفكرية لـ TB بأساس التفاوض بالنسبة للمبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني مع شركة رأس المال المخاطر حول نسبة المساهمة المقترحة مقابل رفع مالي يقدر بـ 402 404 194 دج.

1-2-3- أمثلة التركيب المالي:

تتوقف أمثلة التركيب المالي على أمثلة الرفع المالي الذي قام به المبادرون والذي لا يعرضهم لخطر كبير في تجميع مساهمتهم، إن تحديد القيمة الحقيقية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة متوسط مردودية أصول الطلب والعرض الفكرية لـ TB يفقد الشركاء المبادرين 37.38% من رأس مال الشركة لصالح شركة رأس المال المخاطر، في ظل كل هذا يمكن استخلاص النتائج التالية:

- لا يعرض الرفع المالي الشركاء المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني إلى خطر كبير في تبيع مساهمتهم، فأغلبية الأسهم ستبقى بحوزتهم بنسبة 62.62%.
- في حالة قرر الشركاء المبادرون تخفيض مساهمة شركة رأس المال المخاطر فعليهم اتخاذ أحد القرارات التالية:
 - * دراسة إمكانية تخفيض حجم مشروع التطوير الخاص بإنجاز وحدة إنتاجية لإنتاج الأدوية السائلة ذات الشكل الحقني من النواحي التقنية.
 - * مساهمة الشركاء المبادرين بأموالهم الخاصة في التركيب المالي لمشروع التطوير.
 - * دراسة إمكانية الرفع من حجم التمويل البنكي في تمويل المشروع، كدراسة إمكانية رهن المخزون.

1-2-4- أهمية موازنة Thésaurus Bercy في حصول مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني

على التمويل من شركة رأس مال مخاطر جزائرية :

- إن استناد المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في تحديدهم لقيمة مساهمة شركة رأس المال المخاطر على طريقة مردودية أصول العرض و الطلب ل TB وإرفاقها بموازنة TB إضافة إلى معلومات مالية ووصفية عن الأصول الفكرية المساهمة في عملية خلق القيمة من شأنه أن يجعل المخاطر برأس المال ينظر لسعر المساهمة المقترح من قبل المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بأنه تم بناء على تحديد قيمة أكثر حقيقية للمؤسسة وليس قيمة عالية ووهيية.
- إن إفصاح المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني عن موازنة TB وإرفاقها بمعلومات و ملاحق توضح كيفية حساب معاملات استدامة الأصول الفكرية إضافة إلى قيمة مردوديتها بإمكانه أن يساهم في توضيح قدرة الأصول الفكرية والمادية على خلق القيمة و زيادة موثوقية فرضيات مخطط الأعمال شريطة إعادة النظر في تقديرات حسابات النتائج في ظل إهلاك عديد الأصول الفكرية كالتنظيم و رأس مال الموردين و التي يمكن أن ينتج عنها أعباء مستقبلية.
- إن إفصاح شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني عن موازنة TB يسمح للمخاطر برأس المال بمعرفة معلومات إضافية عن مستقبل الشركة و المخاطر التي يمكن أن تعترضها و التي لا يظهرها مخطط الأعمال و حسابات الشركة، و يمكن توضيح كل هذا من خلال الآتي:
 - * تقدم موازنة TB معلومات لشركة رأس المال المخاطر عن القيمة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية و مدى استدامتها و جودتها، حيث يظهر جليا إهلاك عديد الأصول الفكرية ما يتطلب إتفاقات مستقبلية لإحلالها و تجديدها خاصة التنظيم و العلامة التجارية و رأس مال الموردين.

* لم يتم حساب معامل الحالة لقياس القيمة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني نظرا لغياب المعلومات و المعطيات اللازمة لذلك بسبب عدم امتلاك شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني للوحة قيادة و إدارة للأصول الفكرية، كل هذا يمكن أن يفسر من قبل المخاطر برأس المال بضعف في التسيير، و عدم وعي إدارة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بأهمية هذا النوع من الأصول.

* قيمة مردودية أصول الطلب أكبر من قيمة مردودية أصول العرض، بإمكانه أن يفسر من قبل المخاطر برأس المال بمؤشر خطر عن مدى قدرة أصول العرض في استقطاب الزبائن في المستقبل، كما يمكن أن يفسر أيضا بان إهلاك أصول العرض الفكرية يتم بسرعة أكبر من أصول الطلب (رأس المال الزبوني).

* إن الإفصاح عن موازنة TB الخاصة بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني بإمكانه أن يفعل مرحلة الدراسة الأولية للمشروع في تقليص خطر عدم تماثل المعلومة و التي تعتبر مرحلة المراجعة المعمقة الأساس في تحديده.

* تخضع كل المعلومات المفصح عنها في مخطط الأعمال إلى المراجعة المعمقة du diligence من قبل المخاطر برأس المال، إلا أن مراجعة الأصول الفكرية لا تخضع لهذه العملية، أمام كل هذا طورت طريقة Thésaurus Bercy، إطارا تطبيقيا للمراجعة المعمقة لرأس المال غير المادي، تركز أساسا على مراجعة غير مالية، يتم من خلالها تصنيف جودة الأصول غير الملموسة ما من شأنه أن يقلل المخاطر حول موثوقية المعلومات المعروضة من قبل المبادرين بمشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني للمخاطر برأس المال.

1-2-5- اختيار شركة رأس مال مخاطر جزائرية لتمويل مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني:

تعتبر شركة FINALEP و SOFINANCE أهم مؤسستين لرأس المال الاستثماري يمكن أن تتوجه إليهم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني لطلب التمويل بالأموال الخاصة، و هذا بالنظر لخبرتهم في تمويل مشاريع الصناعة الدوائية في الجزائر و كذا تمويل مرحلة التطوير.

2- التوصيات: على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كل من الدراسة النظرية و التطبيقية،

يوصي الباحث بما يلي:

- ضرورة اهتمام شركات رأس المال المخاطر و المشاريع المبادرة بطلب التمويل بالأموال الخاصة في الجزائر و العالم بطرق قياس رأس المال الفكري.

- العمل على توضيح أهمية استناد طرفي العملية التمويلية برأس المال المخاطر على طرق قياس رأس المال الفكري كأساس لتحديد سعر مساهمة كل طرف، و هذا من خلال المنتقيات العلمية و المهنية.

- العمل على زيادة وعي الشركات في الجزائر و العالم بأهمية القياس و الإفصاح عن الأصول الفكرية من خلال تنظيم دورات تكوينية حوله.

- ضرورة إجبار المؤسسات المالية في الجزائر و العالم المنشآت الاقتصادية بإلزامية التقرير عن الأصول الفكرية.

- مطالبة الجهات و المنظمات المسؤولة عن إصدار معايير المحاسبة في الجزائر بإصدار معيار محاسبي ينظم المعالجة المحاسبية للأصول الفكرية، و يكون لبنة تسمح للمنشآت الاقتصادية في القياس و التقرير عن عناصره في القوائم المالية.

3- آفاق البحث: قد يكون هذا العمل البحثي دافعا لدراسات مستقبلية مرتبطة بهذا الموضوع:

- حوكت العلاقة مخاطر برأس المال- مبادر من خلال القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري.

- أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في التمويل البنكي للمشاريع الاستثمارية.

- تحسين أداء المنشآت الاقتصادية من خلال التدقيق العام لرأس المال الفكري.

- دراسة مدى إمكانية تطبيق محاسبة رأس المال الفكري في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

الملاحق

الملحق رقم (1)

نماذج هيكلية أسعار الأدوية المستوردة و المعبأة و المصنعة
محليا التي يتم إيداعها لدى وزارة الصحة

**FICHE DE DEPOT DE PRIX DES MEDICAMENTS IMPORTES
POUR LA REVENTE EN L'ETAT.**

FICHE N°.....
SE SUBSTITUE A LA FICHE N°.....

DATE.....

I- IMPORTATEUR :.....
ADRESSE :.....
N°TELEPHONE ET FAX :.....

II- PRODUIT :
CODE DE LA D.C.I :.....
NOM DE LA D.C.I (forme et dosage) :.....
NOM COMMERCIAL :.....
SPECIALITE ORIGINALE OU GENERIQUE :.....
PAYS D'ORIGINE :.....
FOURNISSEUR :.....
LISTE :.....
DATE DE DEDOUANEMENT :.....
N° DU LOT :.....
QUANTITE RECEPTIONNEE :.....
MONNAIE :.....
TAUX DE CHANGE :.....
PRIX F.O.B DEVICES :.....

ELEMENTS	ASSIETTE	TAUX	PRIX
1- PRIX F.O.B DEVICES			
2- PRIX F.O.B DINARS			
3- ASSURANCES			
4- FRET			
5- PRIX C.A.F			
6- DROITS DE DOUANES			
7- REDEVANCES DOUANIERES			
8- TAXES DOUANIERES			
9- FRAIS D'APPROCHE			
10- PRIX DE REVIENT			
11- MARGE DE GROS DE L'IMPORTATEUR			
12- MARGE DE GROS DU GROSSISTE REPARTITEUR			
13- PRIX DE VENTE GROS HT			
14- MARGE DE DETAIL			
15- PRIX DE VENTE OFFICINES TTC			
16- S.H.P			
17- PRIX DE VENTE PUBLIC (PPA)			

(NOM, PRENOM ET FONCTION)
-CACHET ET SIGNATURE-

A JOINDRE :

- Copie de la décision d'enregistrement.
- Copie du document douanier (D10).
- Copie du programme prévisionnel d'importation des médicaments.

**FICHE DE DEPOT DE PRIX DES MEDICAMENTS
CONDITIONNES LOCALEMENT.**

FICHE N°

SE SUBSTITUE A LA FICHE N°

DATE.....

I- CONDITIONNEUR:

ADRESSE :

N°TELEPHONE ET FAX :

II- PRODUIT :

CODE DE LA D.C.I :

NOM DE LA D.C.I (forme et dosage) :

NOM COMMERCIAL :

SPECIALITE ORIGINALE OU GENERIQUE :

FOURNISSEUR :

LISTE :

N° DU LOT :

QUANTITE CONDITIONNEE :

IMPORTE OU PRODUIT LOCALEMENT :

POUR LES MEDICAMENTS IMPORTES EN VRAC PRECISER :

LE PAYS D'ORIGINE :

LA DATE DE DEDOUANEMENT :

LA MONNAIE :

LE TAUX DE CHANGE :

LE PRIX F.O.B DEVICES :

ELEMENTS	ASSIETTE	TAUX	PRIX
1- MATIERES ET FOURNITURES IMPORTEES			
2- MATIERES ET FOURNITURES LOCALES			
3- CHARGES D'EXPLOITATION			
4- PRIX DE REVIENT H.T			
5- MARGE DE CONDITIONNEMENT			
6- DROITS ET TAXES INDIRECTS			
7- PRIX DE CESSION SORTIE-USINE			
8- MARGE DE GROS			
9- PRIX DE VENTE GROS HT			
10- MARGE DE DETAIL			
11- PRIX DE VENTE OFFICINES TTC			
12- S.H.P			
13- PRIX DE VENTE PUBLIC (PPA)			

- A JOINDRE :**
- Copie de la décision d'enregistrement.
 - Copie du document douanier (D10) pour les médicaments importés en vrac.
 - Copie du programme prévisionnel d'importation des médicaments.

NOM, PRENOM ET FONCTION
- CACHET ET SIGNATURE-

**FICHE DE DEPOT DE PRIX DES MEDICAMENTS
FABRIQUES AU NIVEAU LOCAL.**

FICHE N°.....
SE SUBSTITUE A
LFICHEN°..... DATE

I- PRODUCTEUR:
ADRESSE:
N°TELEPHONE ET FAX:

II- PRODUIT :
CODE DE LA D.C.I
:.....
NOM DE LA D.C.I (forme et dosage) :.....
NOM COMMERCIAL :
SPECIALITE ORIGINALE OU GENERIQUE
LISTE:.....
N° DU LOT:.....
QUANTITE PRODUITE:.....

ELEMENTS	ASSIETTE	TAUX	PRIX
1- PRIX DE REVIENT HT			
2- MARGE DE PRODUCTION			
3- DROITS ET TAXES INDIRECTS			
4- PRIX DE CESSION SORTIE-USINE			
5- MARGE DE GROS			
6- PRIX DE VENTE GROS HT			
7- MARGE DE DETAIL			
8- PRIX DE VENTE OFFICINES TTC			
9- S.H.P			
10- PRIX DE VENTE PUBLIC (PPA)			

A JOINDRE : - Copie de la décision d'enregistrement.

NOM, PRENOM ET
FONCTION

- CACHET ET SIGNATURE

ملحق رقم (2)

الميزانية المقفلة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في
2012/12/31 و حساب النتائج في 2012/12/31

U.P.C SARL
Constantine

BILAN ACTIF

Periode Du : 01/01/2012 Au : 31/12/2012

ACTIF	2012		
	Montants bruts	Amortissements provisions et pertes de valeurs	Net
ACTIF NON COURANTS			
ECART D ACQUISITION GOODWILL POSITIF OU NEGATIF			
IMMOBILISATION INCORPORELLES	128 856 678	38 512 422	90 344 276
IMMOBILISATION CORPORELLES			
TERAIN	254 925 360		254 925 360
BATIMENTS	280 981 077	35 716 629	245 264 448
AUTRES IMMOBILISATIONS CORPORELLES	113 020 648	75 563 198	37 463 250
IMMOBILISATION EN CONCESSION			
IMMOBILISATION ENCOURS			
IMMOBILISATION FINANCIERES			
TITRES MIS EN EQUIVALENCE			
AUTRES PARTICIPATIONS ET CREANCES RATACHEES			
AUTRES TITRES IMMOBILISES			
PRÊT ET AUTRES ACTIFS FINANCIERS NON COURANTS			
IMPOTS DIFFERES ACTIF			
TOTAL ACTIF NON COURANT	777 789 583	149 792 249	627 997 334
ACTIFS COURANTS			
STOCK ET ENCOURS	1 964 162 818	358 893 018	1 605 369 800
CREANCES ET EMPLOIS ASSIMILES			
CLIENTS	846 071 708	31 278 374	814 793 334
AUTRES DEBITEURS	34 654 053		34 654 053
IMPOTS ET ASSIMILES	5 827 545		5 827 545
AUTRES CREANCES ET EMPLOIS ASSIMILES			
DISPONIBILITES ET ASSIMILES			
PLACEMENTS ET AUTRES ACTIFS FINANCIERS COURANTS			
TRESORERIE	337 034 777		337 034 777
TOTAL ACTIF COURANT	3 187 850 901	390 171 392	2 797 679 509
TOTAL GENERAL ACTIF	3 965 640 484	539 963 641	3 425 676 843



U.P.C SARL
Constantine

BILAN PASSIF

Periode Du : 01/01/2012 Au : 31/12/2012

PASSIF	2012
CAPITAUX PROPRES	
CAPITAL EMIS	300 000 000
CAPITAL NON APPELE	
PRIMES ET RESERVES-RESERVES CONSOLIDES	73 876 295
ECART DE REEVALUATION	
ECART D EQUIVALENCE	
RESULTAT NET-RESULTAT NET PART DU GROUPE	47 456 852
AUTRES CAPITAUX PROPRES-REPORT A NOUVEAU	11 248 321
PART DES SOCIETES CONSOLIDANTE	
PART DES MINORITAIRES	
TOTAL I	432 575 468
PASSIFS NON COURANTS	
EMPRUNT ET DETTES FINANCIERES	300 000 000
IMPOTS DIFFERES ET PROVISIONNES	
AUTRES DETTES NON COURANTES	
PROVISIONS ET PRODUITS CONSTATES D AVANCE	
TOTAL II	300 000 000
PASSIF COURANTS	
FOURNISSEURS ET COMPTES RATACHES	1 706 107 945
IMPOTS	26 246 770
AUTRES DETTES	94 955 465
TRESORERIE PASSIF	865 791 195
TOTAL III	2 693 101 375
TOTAL PASSIF I + II + III	3 425 676 843



U.P.C SARL
Constantine

TABEAU DES COMPTES RESULTATS

Periode Du : 01/01/2012 Au : 31/12/2012

Rubriques		N	
		DEBIT	CREDIT
Ventes de marchandises			7 535 808 571
Production vendue	Produits fabriqués		272 860 081
	Prestation de services		420 000
	Ventes de travaux		
Produits annexes			
Rabais remises ristournes accordés			
Chiffres d'affaires net des Rabais remises ristournes			7 809 088 652
Production stockée ou déstockée			40 469 739
Production immobilisée			
Subvention d'exploitation			
I-Production de l'exercice			7 849 558 391
Consommations	Achats de marchandises	7 234 323 478	
	Matières premières	214 517 522	
	Autres approvisionnements	400 774	
	Variations des stocks		
	Achats d'études et de prestation de services		
	Autres consommations	6 124 775	
Rabais remises ristournes obtenus sur achats			
Services extérieurs	Sous-traitance générale		
	Locations	332 000	
	Entretien, réparations et maintenance	11 112 146	
	Primes d'assurances	3 282 926	
	Personnel extérieur à l'entreprise		
	Rémunération d'intermédiaires et honoraires	14 552 632	
	Publicité	411 854	
	Déplacements missions et réceptions	15 274 662	
Autres services		8 277 421	
Rabais remises ristournes obtenus sur services extérieurs			
II-Consommations de l'exercice		7 508 610 190	
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)			340 948 202
Charges de personnel		73 332 299	
Impôts et taxes et versements assimilés		155 950 901	
IV-Excédent brut d'exploitation			111 665 001
Autres produits opérationnels			145 859 513
Autres charges opérationnelles		7 187 264	
Dotations aux amortissements		28 398 440	
Provision			
Pertes de valeur		303 492 598	
Reprise sur pertes de valeur et provisions			225 281 592
V-Résultat opérationnel			143 727 804
Produits financiers			67 098 424
Charges financières		146 040 157	
VI-Résultat financiers			64 786 071
VII-Résultat ordinaires (V+VI)			64 786 071
Eléments extraordinaires (produits)*			
Eléments extraordinaires (charges)*			
VIII-Résultat extraordinaires			
Impôts exigibles sur résultats			
Impôts différés (variations) sur résultats			
IX-RESULTAT NET DE L'EXERCICE			47 456 852



الملحق رقم (3)

جدول المعايير لمعامل الاستدامة الخاص بحساب التكلفة
الاستبدالية الصافية لأصول الدوران الفكرية

Turnover	0,03	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,3	0,35
C	42	42	42	42	42	42	42	42
CP	40,82%	34,50%	22,60%	15,76%	11,90%	9,52%	7,94%	6,80%
C	35	35	35	35	35	35	35	35
CP	47,72%	37,23%	26,00%	18,71%	14,25%	11,42%	9,52%	8,16%
C	30	30	30	30	30	30	30	30
CP	44,16%	39,34%	28,91%	21,45%	16,54%	13,32%	11,11%	9,52%
C	25	25	25	25	25	25	25	25
CP	45,72%	41,61%	32,27%	24,92%	19,62%	15,92%	13,32%	11,43%
C	20	20	20	20	20	20	20	20
CP	47,47%	44,12%	36,16%	29,30%	23,83%	19,68%	16,59%	14,27%
C	15	15	15	15	15	15	15	15
CP	49,56%	47,01%	40,74%	34,87%	29,69%	25,31%	21,75%	18,89%
C	10	10	10	10	10	10	10	10
CP	52,49%	50,79%	46,47%	42,15%	37,97%	34,03%	30,43%	27,21%
C	5	5	5	5	5	5	5	5
CP	58,78%	57,95%	55,81%	53,57%	51,26%	48,89%	46,46%	44,02%

الملحق رقم (4)

القانون 06 - 11 شروط ممارسة نشاط رأس المال
الاستثماري في الجزائر من قبل شركات رأس المال
الاستثماري

3	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 42	29 جمادى الأولى عام 1427 هـ 25 يونيو سنة 2006 م
قوانين		
<p>- وبمقتضى الأمر رقم 66-156 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 5 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون العقوبات، المعدل والمتمم.</p>		
<p>- وبمقتضى الأمر رقم 75-58 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون المدني، المعدل والمتمم.</p>		
<p>- وبمقتضى الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 29 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم.</p>		
<p>- وبمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 25 مايو سنة 1993 والمتعلق بضرورة التقييم المنقولة، المعدل والمتمم.</p>		
<p>- وبمقتضى الأمر رقم 93-08 المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق 10 يناير سنة 1996 والمتعلق ببيئات التوظيف، الجنائي لتقييم المنقولة (د.ت.ج.ق.م) (ش.أ.ر.م.م) و (ص.م.ت).</p>		
<p>- وبمقتضى القانون رقم 01-18 المؤرخ في 27 رجب من عام 1422 الموافق 17 مارس سنة 2001 والمتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.</p>		
<p>- وبمقتضى القانون رقم 03-11 المؤرخ في 29 شوال عام 1423 الموافق 24 ديسمبر سنة 2002 والمتضمن قانون المالية لسنة 2003.</p>		
<p>- وبمقتضى القانون رقم 04-18 المؤرخ في 13 ذي القعدة عام 1425 الموافق 25 ديسمبر سنة 2004 والمتعلق بالوقاية من المخدرات والمؤثرات العقلية وقمع الاستهلاك والاتجار غير المشروعين بها.</p>	<p>★</p> <p>قانون رقم 06-11 مؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006، يتعلق بشركة الراسعالم الاستثماري.</p>	
<p>- وبمقتضى القانون رقم 04-21 المؤرخ في 17 ذي القعدة عام 1425 الموافق 29 ديسمبر سنة 2004 والمتضمن قانون المالية لسنة 2005.</p>	<p>إن رئيس الجمهورية، - بناء على الدستور، لاسيما المواد 119 و 120 و 122 و 126 منه،</p>	
<p>- وبمقتضى القانون رقم 05-04 المؤرخ في 27 ذي القعدة عام 1425 الموافق 04 نونبر سنة 2005 والمتعلق بالوقاية من تهريب الأموال وتحويل الإرباح ومكافحتها.</p>	<p>- وبمقتضى الأمر رقم 56-154 المؤرخ في 15 صفر عام 1386 الموافق 5 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون الإجراءات الجنائية، المعدل والمتمم.</p>	
<p>- وبمقتضى الأمر رقم 05-06 المؤرخ في 18 رجب عام 1426 الموافق 23 غشت سنة 2005 والمتعلق بتكثيف الشرطة.</p>	<p>- وبمقتضى الأمر رقم 06-155 المؤرخ في 13 صفر عام 1386 الموافق 5 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون الإجراءات الجزائية، المعدل والمتمم.</p>	

<p>29 جمادى الأولى عام 1427 هـ 25 يونيو سنة 2006 م</p>	<p>الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 42</p>	<p>4</p>
<p>- حصص الشركة، - ويوجه عام، جميع فئات القيم المنقولة الأخرى المماثلة لأموال خاصة طبقا لتوزيع والتنظيم المعمول بهما نقولي شركة الرأسمال الاستثماري تسيير القيم المنقولة</p>	<p>- وبمقتضى القانون رقم 06-01 المؤرخ في 21 سبتمبر عام 1427 الموافق 20 فبراير سنة 2006 والتعق بإتفاقية من الفساد ومكافحته، - وبعد الاضلاع على رأي مجلس أدوية، - وبعد مصادقة البرلمان،</p>	
<p>المادة 6: يمكن شركة الرأسمال الاستثماري أن تقوم، بشكل ثانوي، في إطار هدفها ولحساب المؤسسات المتقنة، بآلية عملية ذات صلة لا تقتضي مع هدفها</p> <p>المادة 7: تؤسس شركة الرأسمال الاستثماري في شكل شركة مساهمة تخضع للتشريع والتنظيم المعمول بهما، مع مراعاة أحكام هذا القانون</p>	<p>يصدر القانون الآتي نصه :</p> <p>الفصل الأول الموضوع والقانون الأسلي والرأسمال</p> <p>المادة الأولى : يهدف هذا القانون إلى تحديد شروط ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل شركة الرأسمال الاستثماري، وكذا، كفاءات إنشائها وسيرها.</p>	
<p>المادة 3: يصدر الرأسمال الآتي عن طريق التنظيم، ويصدر وفق الكيفيات الآتية : - 50 ٪ عند تاريخ تأسيس الشركة، - 50 ٪ وفقا للأحكام المنصوص عليها في القانون لتجاري</p>	<p>المادة 2: تهدف شركة الرأسمال الاستثماري إلى المشاركة في رأسمال الشركة وفي كل عملية تشمل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحول أو التخصصة .</p>	
<p>المادة 9: يحوز رأسمال شركة الرأسمال الاستثماري مستثمرون عديميون أو خواص، سواء كانوا أشخاصا معنويين أو طبيعيين . تحدد كفاءات جيازة رأسمال شركة الرأسمال الاستثماري بالنسبة للأشخاص المعنويين أو الطبيعيين، عن طريق التنظيم .</p>	<p>المادة 3: يمارس نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل.</p>	
<p>الفصل الثاني ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري</p> <p>المادة 10: تخضع ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري إلى رخصة مسبقة يسلنها الوزير المكلف بالتالية، بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبنك الجزائر . يودع مؤسسو شركة الرأسمال الاستثماري طلب الترخصة لدى الوزير المكلف بالتالية، ويرفق الطلب بالوثائق الآتية : - عقد التأسيس، - مشاريع التوزيع الأساسية، - بطاقات المعلومات عن المؤسسين، - قائمة المساهمين، لعائزين أكثر من 10 ٪ من أرأسمال، - طريقة الترخيم والتعديل - وأية وثيقة أو معلومة أخرى يطلبها الوزير المكلف بالتالية</p>	<p>المادة 4: تحتفل كفاءات تدخل شركة الرأسمال الاستثماري فيما يأتي : - رأسمال المخازرة الذي يشمل : * رأسمال الجديوى أو رأسمال الانطلاق : قبل إنشاء مؤسسة، * رأسمال التأسيس في مرحلة إنشاء المؤسسة، - رأسمال التمويل : تنموية طاقات المؤسسة بعد إنشائها، - رأسمال التمويل : استرجاع مؤسسة من قبل مشتر داخلي أو خارجي، - استرجاع مساهمات رأ أو خصصن بحورها صاحب رأسمال استثماري آخر .</p>	
<p>المادة 5: تتدخل شركة الرأسمال الاستثماري بواسطة اكتتاب أو إنشاء، ما يأتي : - أسهم عادية، - شهادات استثمارية - سندات قابلة للتحويل إلى أسهم،</p>	<p>المادة 5: تتدخل شركة الرأسمال الاستثماري بواسطة اكتتاب أو إنشاء، ما يأتي : - أسهم عادية، - شهادات استثمارية - سندات قابلة للتحويل إلى أسهم،</p>	

5	29 جُمادى الأولى عام 1427 هـ 25 يونيو سنة 2006 م
الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 42	
<p>الرأسمال الاستثماري والأشخاص الأعضاء، في الأجهزة التابعة لها، نفس الشروط وأثر المقييس المعصوص عليها في المواد 10 و12 أعلاه وتكون موضوع موافقة مسبقة من الوزير المكلف بالمالية</p>	<p>المادة 11 : يجب على المؤسسين الأشخاص الطبيعيين وعلى مسيري شركة الرأسمال الاستثماري أن يكونوا مقيمين بحقوقهم المدنية.</p>
<p>المادة 14 : تعدد شروط منح رخصة ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري وكذا الشروط المتعلقة بسحبها عن طريق التنظيم.</p>	<p>لا يجوز لأي شخص أن يكون مؤسساً لشركة رأسمال استثماري أو عضواً في مجلس إدارتها، بصورة مباشرة أو بواسطة شخص آخر، أو مديراً أو مسيراً أو وكيلاً أو ممثلاً، بأية صفة كانت، لشركة الرأسمال الاستثماري، وأن لا يكون معوضاً للتوقيع باسم هذه المؤسسات.</p>
<p>تسلم رخصة الممارسة في أجل أقصاه سكون (60) يوماً ابتداءً من تاريخ إيداع الطلب.</p> <p>يجب أن يكون رقم منح الأرخمة مبرراً ويبلغ إلى صاحب الطلب في أجل أقصاه ثلاثون (30) يوماً ابتداءً من تاريخ انتهاء أجل تسليم الرخصة.</p> <p>وفي حالة رفض الرخصة مراجعة أو ضمانياً يحتفظ صاحب الطلب بحق الطعن المنصوص عليه في التشريع المعمول به.</p>	<p>- إذا سبق أن حكم عليه لارتكابه : أ- جريمة، ب - الاختلاس أو العدر أو السرقة أو النصب أو إصدار بنك بدون رصيد أو غشاة الأمانة، ج - سرقت ارتكبتها مودعون عموميون أو ابتزاز أموال أو سندات مالية، د - تقليد، هـ - مخالفة التشريع والتنظيم المتعلقين بانصراف،</p>
<p>المادة 15 : بقدر الوزير المكلف بالمالية سحب رخصة ممارسة النشاط :</p> <p>- بناء على طلب شركة الرأسمال الاستثماري، - بناء على تقرير خاص من محافظ الحسابات بسبب الإخلال الخطير بالتشريع، - بناء على تقرير من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وأثر أو الوزر الكلفة المالية، إذا أصبحت الشركة لا تستوفي الشروط الجديدة في هذا القانون.</p>	<p>و- تزوير محركات أو تزوير محركات خاصة تجارية أو مصرفية، ز- مخالفة قانون الشركات، ح - إخفاء أعراض عدم الحصول عليها إثر هذه المخالفات، ط - أية مخالفة متصلة بالاتجار بالفدرات أو التهريب أو تبييض الأموال أو الإرهاب أو الفساد.</p>
<p>المادة 16 : يجب على شركة الرأسمال الاستثماري، في حالة سحب الرخصة منها، أن تتوقف فوراً عن نشاطها، ويتم حلها طبقاً للأحكام المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 18 من القانون التجاري، المعدل والنظم.</p>	<p>- إذا تعرض حكم نطقه، به جهة قضائية أجنبية واكتسب صفة الشيء القضائي فيه، ويذكر في إطار القانون الجزائري، إداة بسبب ارتكاب إحدى الجرائم أو الجنح المذكورة في هذه المادة.</p>
<p>الفصل الثالث قواعد الحصول على المساهمات والقروض في شركات الرأسمال الاستثماري</p>	<p>- إذا أعلن إفلاس أو شمله إفلاس أو حكم عليه بالمسؤولية المدنية كعضو تابع لأخص معنوي أفلس سواء في الجزائر أو في الخارج، وذلك ما لم يرد له الاعتبار.</p>
<p>المادة 17 : لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تخصص أكثر من خمسة عشر في المائة (5%) من رأسمالها واحتفاظاتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة.</p>	<p>المادة 12 : يجب على مسيري شركة الرأسمال الاستثماري أن يستنوا حناييس الكفاءة والاحترافية تحدده هذه الحناييس بموجب قرار من الوزير المكلف بالمالية.</p>
<p>المادة 18 : لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تهوز أسهما تمثل أكثر من تسعة وأربعين في المائة (94%) من رأسمال مؤسسة واحدة.</p>	<p>المادة 13 : يجب أن تستجيب التقييمات التي تطرأ على حناييز الرأسمال، ومسيري شركات</p>

<p>6 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 42 29 جمادى الأولى عام 1427 هـ 25 يونيو سنة 2006 م</p>	<p>6</p>
<p>- انتمتاد شركة الرأسمال الاستثمادي من المساهمة عند حلول الأجل المتفق عليه، عن طريق:</p> <ul style="list-style-type: none"> * بيع الحصص مع إعطاء الأولوية إلى المساهمين في الشركة، أو إلى غيرهم من المساهمين. + أي شكل آخر للاتحاد. 	<p>المادة 19: لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثمادي أن تتعامل في شركة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح، على وجه الخصوص، مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب من شركة الرأسمال الاستثمادي.</p>
<p>الفصل الخامس الرقابية</p>	<p>المادة 20: لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثمادي أن تقوم باقتراضات تفوق حدود عشرة في المائة (10%) من أموالها الخاصة الحثافية، ولا يمكن أن تستعمل أرباحه المقترضة لتمويل الحصول على مساهمات.</p>
<p>المادة 21: تخضع شركة الرأسمال الاستثمادي لرقابة لجنة تنظيم عميات البورصة ومراقبتها التي تتأكد من مطابقتها نشاط الشركة للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها.</p> <p>تتأمن لجنة تنظيم عميات البورصة ومراقبتها على شركات الرأسمال الاستثمادي المهام والسلطات التي يتقونها أيضا بإمضاء المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمذكور أعلاه.</p>	<p>الفصل الرابع الموازاة المالية لشركة الرأسمال الاستثمادي</p>
<p>المادة 25: تخضع شركة الرأسمال الاستثمادي، في إطار نشاطها، لتشريع والتفويض المعمول بهما، لا سيما أحكام المواد من 58 إلى 60 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمذكور أعلاه.</p>	<p>المادة 21: تتكون موازاة شركة الرأسمال الاستثمادي من:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1- رأسمال الشركة والاحتياطيات وغيرها من الأموال الخاصة. 2- الأرباح شبه الخاصة التي تشمل:
<p>المادة 26: ترفع شركة الرأسمال الاستثمادي إلى الوزارة المكلفة بالمالية وإلجنة تنظيم عميات البورصة ومراقبتها:</p>	<ul style="list-style-type: none"> - الأرباح المنوطة من قبل الغير لاستثمارها في عميات الرأسمال الاستثمادي التي تم الاستثمارات المنتجة لتساع والخدمة، والمنجزة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. 3- الهبات.
<ul style="list-style-type: none"> - مقررا من النشاط الأساسي مرهقا بوضعية حافظة السندات. - الوثائق المالية والمالية لنهاية السنة المالية المعنية. - تقارير محافظي الحسابات. - واجبة وثيقة أخرى ضرورة ممارسة الرقابة. 	<p>المادة 22: يتم تسجيل الأرباح شبه الخاصة المذكورة في المادة 21 أعلاه، في إطار اتفاقية تبرم، حسب الحالة.</p>
<p>الفصل السادس النظام الجبائي لشركة الرأسمال الاستثمادي</p>	<ul style="list-style-type: none"> - بين شركة الرأسمال الاستثمادي المكلفة بإجازة وتسجيل المساهمات ومسابو الرأسمال التي تلتقى الوارد الوجهة لتحويل المساهمات. - بين شركة الرأسمال الاستثمادي والدولة.
<p>المادة 27: لا تخضع شركة الرأسمال الاستثمادي لتضريبية على أرباح الشركات بتأنيبية تصادقيل الثنائية من:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الأرباح. - نتائج توظيف الأموال. - سوانج وفوائد قديم السند، إزال من الأرباح والسيس. 	<p>المادة 23: تهدف لاتفاقية الترممة بين شركة الرأسمال الاستثمادي والدولة إلى تحديد مستوى الالتزام وكيفية التخل التي تتيسر حول الجبائي الأنية</p> <p>ترجيح الأموال المخصصة للرأسمال الاستثمادي إلى الحصول على مساهمات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتدعيم أموالها الخاصة.</p> <p>الحصول، على مساهمات عن طريق اكتتاب في الأسهم أو السندات المماثلة لها.</p>

7	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 42	29 جمادى الأولى عام 1427 هـ 25 يونيو سنة 2006 م
<p>المادة 29 : تستفيد من المزايا الجبائية المحددة في هذا القانون، شركة الرأسمال الاستثماري التي تتعهد، بعدم سحب المبالغ المستثمرة في المؤسسات، لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير من السنة 1427 هـ والية لتاريخ الحصول على المساهمة.</p>	<p>تخضع شركة الرأسمال الاستثماري إلى المعدل المخفض بـ 5% بعنوان، الضريبة على أرباح الشركات. تستفيد شركة الرأسمال الاستثماري المتدخلة في صيغة رأسمال المفاوضة، من الإعفاء، من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس (5) سنوات ابتداء، من انطلاق نشاطها</p>	<p>تحده كميقيات تحصيل هذه المادة عن طريق التنظيم.</p>
<p>المادة 30 : ينشر هذا القانون في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية</p>	<p>المادة 28 : تخضع شركة الرأسمال الاستثماري إلى رسم تسجيل ثابت مبلغه خمسمائة دينار (500) دج وعشرون دنانيرا (20) دج، عن كل صفحة، بالتمسك لكن مفد تأسيسي، أو زيادة الرأسمال أو تخفيض، أو التنازل عن قيم منقولة.</p>	
<p>حرر بالجزائر في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006.</p>		
<p>عبد العزيز بوتفليقة</p>		

الملحق رقم (5)

مرسوم تنفيذي رقم 08 - 56 المتعلق بشروط ممارسة
نشاط شركة رأس المال الاستثماري

7	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 09	17 صفر عام 1429 هـ
		24 فبراير سنة 2008 م
مواضيع تنظيمية		
<p>- ويمقتضى القانون رقم 06-11 المؤرخ في 28 جويلي الأول عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمتعلق بشركة الراسمال الاستثماري، لاسيما المواد 8 و 9 و 14 و 27 منه.</p>	<p>مرسوم تنفيذي رقم 08-56 مؤرخ في 4 صفر عام 1429 الموافق 11 فبراير سنة 2008، يتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الراسمال الاستثماري.</p>	
<p>- ويمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 07-172 المؤرخ في 13 جويلي الأول عام 1428 الموافق 4 يونيو سنة 2007 والمتضمن تعيين رئيس الحكومة.</p>	<p>إن رئيس الحكومة، - بناء على تقرير وزير المالية،</p>	
<p>- ويمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 07-173 المؤرخ في 18 جويلي الأول عام 1428 الموافق 4 يونيو سنة 2007 والمتضمن تعيين أعضاء الحكومة.</p>	<p>- وبناء على الدستور، لاسيما المادتان 85-4 و 125 (الفقرة 2) منه،</p>	
<p>يرسم ما يلي: المادة الأولى: تطبقا للمواد 3 و 9 و 14 و 27 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 28 جويلي الأول عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمذكور أعلاه، يحدد</p>	<p>- ويمقتضى المرسوم التشريعي رقم 03-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 24 مايو سنة 1993 والمتعلق بيوثمة القيم المنقولة، المعدل والتتميم، ويمقتضى الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جويلي الثاني عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003 والمتعلق بالنقد و الترض.</p>	

<p>17 صفر عام 1429 هـ 24 فبراير سنة 2008 م</p>	<p>الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 09</p>	<p>8</p>
<p>المادة 9 : زيادة على البقرة المذكورة في المادة 20 من القانون رقم 06 - 11 المؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمذكور أعلاه، يحذوي طلب رخصة الممارسة المقدم إلى الوزير المكلف بالثانية على ما يأتي:</p>	<p>هذا الرسوم الرأسمال الأدنى وكافرات حركته وشروط منح رخصة الممارسة وبموجبها وكذلك النظام الجبائي لشركة الرأسمال الاستثماري</p>	
<p>- تصريح شرعي يثبت عدم تعرض مؤسسي ومسيرى شركة الرأسمال الاستثماري لأي من الأزمات المصنوع عليها في المادة 11 من القانون رقم 06 - 11 المؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمذكور أعلاه.</p>	<p>الفصل الأول الرأسمال الأدنى للشركة وكيفية حياته</p>	
<p>مذكرة إعلامية تعرض استراتيجية الاستثمار، لتسيما كيفية التداخل ومدى الاستثمارات المزمع اتخاذها</p>	<p>المادة 2 : يحدّد الرأسمال الاجتماعي الأدنى لشركة الرأسمال الاستثماري بمائة مليون دينار (100.000.000 دج).</p>	
<p>المادة 10 : يسلم الوزير المكلف بالثانية، عند استلامه طلب رخصة الممارسة وملا للمؤسسين الذين يودعون هذا الطلب، يكون مورغا وموتغا بالتشكل المطلوب، بثقت استلام الطلب.</p>	<p>المادة 3 : يتمّ الاكتتاب في الرأسمال الاجتماعي لشركة الرأسمال الاستثماري حصريا عن طريق تقديرات نقدية أو شراء أسهم</p>	
<p>يرسل الوزير المكلف بالثانية طلب الرخصة إلى كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبند الجزائر لإبداء رأيهما</p>	<p>المادة 4 : طبقا للمادة 3 من القانون رقم 06 - 11 المؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمذكور أعلاه، لا يجوز لشخص طبيعي والزوجة وأصوله وشروطه أن يكونوا معا، بصفة مبلترة أو غير مبلترة، أكثر من تسعة وأربعين في المائة (49 ٪) من رأسمال شركة الرأسمال الاستثماري.</p>	
<p>يحجب على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وعلى بنك الجزائر أن يبلغا آراءهما وكذا كل المعلومات التي يرونها ضرورية في أجل 7 يتبارز خمسة وأربعين (45) يوما.</p>	<p>المادة 5 : طبقا للمادة 3 من القانون رقم 06 - 11 المؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمذكور أعلاه، لا يجوز لشركة أو شركات من نفس المجموعة، أن تكون معا، بحصة مبلترة أو غير مبلترة، أكثر من تسعة وأربعين في المائة (49 ٪) من رأسمال نفس الشركة.</p>	
<p>المادة 11 : يتمّ سحب رخصة الممارسة الممنوح عليها في المنطين 2 و 3 من المادة 15 من القانون رقم 06 - 11 المؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمذكور أعلاه، في غضون ستين (60) يوما من تاريخ تبليغ الإمدد الذي يوجهه الوزير المكلف بالثانية إلى الشركة مع بيان أسباب السحب المزمع القيام به.</p>	<p>المادة 6 : يتمّ إصدار الرأسمال الاجتماعي لشركة الرأسمال الاستثماري ويسجّر في حساب عند ماسك الحسابات المؤطر قانونا</p>	
<p>يمكن أن تقدم الشركة خلال أجل ستين (60) يوما ابتداء من تاريخ تبليغ الامتداد، أي فتمسح وبثقت احترامها للشروط التي كانت سببا في اللجوء إلى إجراءات سحب الرخصة.</p>	<p>المادة 7 : تأخذ الأسهم المكتسبة بعنوان شركة الرأسمال الاستثماري شكل سندات اسمية.</p>	
<p>وفي حالة عدم تقديم الشركة للأداة أو إذا تعذر، الأداة المقدمة غير كافية، يعلن الوزير المكلف بالثانية سحب الرخصة.</p>	<p>تمسك الشركة المسودة سجلا للمساهمين على مستوى مقرها الاجتماعي بوضع تمت تصدق حائزي الأسهم ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.</p>	
	<p>الفصل الثاني شروط منح رخصة الممارسة وبموجبها</p>	
	<p>المادة 8 : تخضع ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري إلى رخصة مسبقة من الوزير المكلف بالثانية طبقا للمادة 10 من القانون رقم 06 - 11 المؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمذكور أعلاه.</p>	

9	<p>17 صفر عام 1429 هـ 24 فبراير سنة 2008 م</p> <p>الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 09</p>
	<p style="text-align: center;">الفصل الثالث النظام الجبائي لشركة الرأسمال الاستثماري والمستثمرين</p> <p>المادة 12 : تخضع الاستئناسة من الاعفاءات المنصوص عليها في أحكام الفقرة الأولى من المادة 27 من القانون رقم 06 - 11 المؤرخ في 28 جيمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 والمذكور أعلاه، التي شرط التزام الشركة بالحفاظ على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس (5) سنوات، ابتداء من تاريخ الاكتتاب أو الاقتناء.</p> <p>بموجب أجل الحافضة بالنسبة القومية ابتداء من أول يناير من السنة المالية من تاريخ أي اكتتاب أو اقتناء.</p> <p>المادة 13 : تطبق أحكام المادة 12 أعلاه المتعلقة بالنسبة على المساهمة، أيضا، بالنسبة للاستئناسة من المعدل المنخفض بـ 5 ٪ من ائريية على أرباح الشركات.</p> <p>المادة 14 : تستفيد شركات الرأسمال الاستثماري المتدخلة في شكل رأسمال المخاطرة من النظام الجبائي المطبق على شركات الرأسمال الاستثماري.</p> <p>المادة 15 : يحدد نموذج التعهد المنصوص عليه في المادة 12 أعلاه الذي يحدد القواعد العملية للحفاظ على المساهمات ومراقبتها بقرار من الوزير المكلف بالالية.</p> <p>المادة 16 : ينشر هذا المرسوم في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، حرر بالجزائر في 4 صفر عام 1429 الموافق 11 فبراير سنة 2008.</p> <p style="text-align: center;">عبد العزيز بلخادم *_____*</p>

قائمة المراجع

باللغة العربية :

أولا : الكتب :

- 1 - عبد الباسط وفا،
مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001 م.
- 2 - أمين السيد أحمد لطفي،
دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005 .
- 3 - طارق عبد العال حمّاد،
حوكمت الشركات، المفاهيم، المبادئ، التجارب، الدار الجامعية، مصر 2005 م.
- 4 - سعد علي العنزي،
إدارة رأس المال الفكري في منظمات الأعمال، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 م.
- 5 - سيد محمد جاد الزب،
إدارة الموارد الفكرية والمعرفية في منظمات الأعمال العصرية، مطبعة العشري، مصر، 2006 م.
- 6 - نجم عبود نجم،
إدارة اللاملموسات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، عمان 2010 م.
- 7 - هاني محمد السعيد،
رأس المال الفكري، انطلاقة إدارية معاصرة، السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى 2008 م.
- 8 - نجم عبود نجم،
إدارة المعرفة، المفاهيم والاستراتيجيات والعمليات، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2008 م.
- 9 - حيدر علي محمد بني عطا،
مقدمة في نظرية المحاسبة والمراجعة، الطبعة الأولى، دار الحاد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007 م.

- 10 – خالد جمال الحعارات، معايير التقارير المالية الدولية، السراء للنشر والتوزيع، الشارقة، الإمارات، 2008 م.
- 11 – لخضر علاوي، معايير المحاسبة الدولية، دار النشر الورقة الزرقاء، الجزائر، 2012 م.
- 12 – دوкас وآخرون، ترجمة للعربية بحار حسنة، معايير المحاسبة الدولية، الورقة الزرقاء للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009 م.
- 13 – محمد المبروك أبو زيد، المحاسبة الدولية، إيتراك للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2006 م.
- 14 – المطارنة غسان فلاح، تدقيق الحسابات المعاصر، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2006 م.
- 15 – وليد ناجي الحياي، نظرية المحاسبة، منشورات الأكاديمية العربية، الدنمارك، 2007 م.
- 16 – طارق عبد العال حماد، التقارير المالية أسس الإعداد والعرض والتحليل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008 م.

ثانيا : الأطروحات :

- 1 – العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة قسنطينة 2011 م.
- 2 – محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009 م.
- 3 – ميسر وهاب وهاب، دور المعلومات المحاسبية في تقويم الأداء الاستراتيجي في ظل مفاهيم نظرية الوكالة، دراسة ميدانية على عينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة

4 - هشام سفيان صلواتشي،

ماجستير في المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.

تأهيل المؤسسات الصغيرة المتوسطة كدخل لتطبيق الحوكمة

وتحسين الأداء، دراسة حالة مؤسسة جيتوب، مذكرة ماجستير،

تخصص إدارة الأعمال، غير منشورة، جامعة البليدة، 2008 م.

5 - بلغة ساهل زينب،

دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة، دراسة حالة الصندوق الوطني للتأمين على البطالة،

رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة 20 أوت سكيكدة،

2012م.

ثالثا : المجلات :

1 - بربيش السعيد،

رأس المال المخاطر، بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة

المتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، عدد 05، 2007 م.

حاج فيلاي، مغراوة فتيحة،

2 - أوسير منور،

دراسة الجدوى البيئية للمشاريع الاستثمارية، مجلة اقتصاديات

شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة الشلف، 2009 م.

3 - مؤيد محمد الفضل،

العلاقة بين محددات السلوك الإداري وتكلفة الوكالة للملكية ومدى

تأثرها بالأداء، دراسة حالة العراق، المجلة العربية للمحاسبة، جامعة

القادسية، الكويت، 2013 م.

4 - شوقي بورقبة،

دور نظرية الإشارات في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة

العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف،

2012.

5 - د. دادن عبد الغني،

تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات، نموذج Black

School 1973 م، مجلة أبحاث اقتصادية إدارية، العدد 11،

بسكرة، 2012.

6 - إبراهيم خليل

مشكلات القياس المحاسبي الناجمة عن التضخم وأثرها على

حيدر السعدي،
استبدال الأصول، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية،
العدد 21، 2009.

7 – بالرقى تيجاني،
القياس في المحاسبة، ماهيته وقيوده ومدى تأثيره بالتضخم، مجلة
العلوم الاقتصادية، العدد 08، جامعة سطيف، 2008.

رابعا : منشورات وملتقيات :

1 – محمد سعد الناصر،
رأس المال المخاطر، نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في
المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير، كرسي
سابق لدراسة الأسواق المالية، السعودية، 2012.

2 – كنوش عاشور
نبيل حادي،
التدقيق القانوني كأداة لتسيير الوكالة في الشركة، الملتقى الدولي
العلمي حول : أخلاقيات وأعمال والمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة،
جامعة تلمسان، 2007.

3 – بن الطاهر حسين
بوطلاعة محمد،
دراسة حوكت الشركات على الشفافية وجودة القوائم المالية في
ظل النظام المحاسبي المالي، ملتقى حوكت الشركات كآلية للحد
من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 2012.

4 – مجدي مليجي
عبد الحكيم مليجي،
محددات الإفصاح المحاسبي عن رأس المال الفكري و أثره على
الأداء المالي، دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المسجلة،
منشورات جامعة بنها، مصر.

المراجع باللغة الفرنسية :

أولا : الكتب :

1 – Bernard Guilhon Le capital risque, (mécanisme de financement de
Sandra Montchaud, l'innovation), édition Lavoisier, Paris, France,
2008.

- 2 – Jean Lachman,** Capital risque et capital investissement, éditions Economica, Paris, France, sans d'année de publication.
- 3 – Géorge Legros,** Ingénierie financière, Dunond, Paris, 2012.
- 4 – Karl Alexander Robyn,** Que vaut ma start up, Odipro, Belgique, 2012.
- 5 – Milgrom G. Roberts J,** Economie, organisation et management, De Boeck édition 1997.
- 6 – Eric Stephany,** La relation capital risque – PME, fondements et pratiques, ed De Boeck, liège, 2003.
- 7 – Pierre Battini,** Capital risque, mode d'emploi, ed organisation 3^{ème} ed, Paris, 2001.
- 8 – M.M Eckert Et Guigal,** Le guide de levée de fonds, édition Ooreka, Paris 2013.
- 9 – Patrice Vizzavona,** Evaluation des entreprises, édition Berti, Alger.
- 10 – Vincent Juguet Et autres,** Evaluation d'entreprise, édition Pearson, France, 2009.
- 11 – A Fustec Et B Marois,** Valoriser le capital immatériel de l'entreprise, éditions d'organisations, France, 2006.
- 12 – Elisabeth Walliser Corinne Bissieux Ollier,** Le capital immatériel de l'entreprise, un défi pour les comptables et les managers, édition EMS, Paris, 2011.

ثانيا : الأطروحات :

- 1 – **David Mas,** Compétence et organisation du capital risque, thèse doctorat en sciences économiques de l'université Panthéon, Assas, Paris I, 2008.
- 2 – **Jérémy Morvan,** «La gouvernance d'entreprise managériale positionnement et rôle des gérants de fonds socialement et responsables», thèse pour obtenir doctorat nouveau régime en science de gestion université de Bretagne occidentale, 2005.
- 3 – **To Huy Vu,** Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital risques français, thèse doctorat en sciences de gestion, université Nancy 2.
- 4 – **Yahiaoui Ammar,** LE capital investissement en Algérie état des lieux Et contraintes, mémoire en vue de l'obtention de Magistère en sciences économique, université de Tizi ousou, 2011.

ثالثا : المجلات :

- 1 – **Yves Simon Patrick,** Encyclopédie de gestion, 2^{ème} tome, Economica, Paris, 1997.

رابعا : المنشورات والمقتنيات :

- 1 – **Gilles Gerlhons,** Relation entrepreneur, business Angel et création de valeur, l'exemple du cas ATE, 5^{ème}

- congrès international de l'académie de l'entrepreneuriat.
- 2 – **Cathering Rigo,** Banque nationale Belgique, 2001.
- 3 – **Ministère industrie Canada** Marché canadienne du capital risque, analyse des tendances et des lacunes 1996 -2002, Canada, 2003.
- 4 – **Adam Farber,** Le financement de l'innovation technologique, théorie économique et expérience européenne, ULB, Belgique, 2013.
- 5 – **Frédéric Mascré et autres,** Capital risque et valorisation de la recherche, AFIC, 2005.
- 6 – **Alan Fustec et autres,** Proposition d'une politique publique en faveur du capital immatériel pour la France, 2013 rapport du (CESE).
- 7 – **Thesaurus Bercy V1,** Référentiel français de mesure de valeur extra financière et financière du capital immatériel des entreprise, ministère de EFI, France, 2011.
- 8 – **Thesaurus Bercy V2,** Référentiel de mesure de valeur extra financière et financière du capital immatériel des entreprise, France, 2015.

باللغة الإنجليزية :

مجلات، ملتقيات ومنشورات :

- 1 – NVCA, Venture Impact,** The economic importance of venture capital, backed companies to the U.S. Economy Fifth edition, 2009.
- 2 – Jensen and Mekling** Theory of the firm, managerial, behavior agency costs and ownership structure, journal of financial economics, vol 3, 1976.
- 3 – Michael Jensen and Clifford Smith,** Stock holder, manager and creditor interests applications of agency theory, Harvard Business School, 1985.
- 4 – Chan Y.J.,** On the positive role of financial intermediation, allocation of VC in a market with imperfect information, the journal of finance, vol 37, 1983.
- 5 – W. A. Sahlman,** The structure and governance of venture capital organization, journal of financial economics, vol 2, 990.
- 6 – B. S. Black R. J. Gilson,** Venture capital and the structure of capital markets banks versus stock markets, journal of financial markets vol 47, 1998.
- 7 – Smith D.G.,** Control over exist in venture capital relationship, conger European financial management Lugarno, 2001.

- 8 – **Cumming D** The extend of venture capital exists
And Macintosh, evidence from Canada and United States,
working papers, university of Aberto.
- 9 – **A. D. Silver,** Venture capital, the complete guide for
investors, ed Jhon Wiley and sons, New
York, 1985.

المواقع الإلكترونية :

- 1 – www.oecd.com
- 2 – www.afic.fr
- 3 – www.evca.com
- 4 – www.nvca.org
- 5 – www.knowledgeboard.com
- 6 – WWW.SOFINANCE-DZ.COM
- 7 – www.observatoire-immateriel.com
- 8 – www.arabcas.com.

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
8	الفرق بين رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري من وجهة نظر الجمعيات المهنية في العالم	1-1
9	المراحل التمويلية لرأس المال المخاطر	2-1
11	مقارنة بين المشاريع الممولة برأس المال المخاطر والمشاريع الممولة ذاتيا في الو.م.أ	3-1
11	مقارنة بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر وغير الممولة به في فرنسا	4-1
21	مقارنة بين التمويل البنكي والتمويل برأس المال المخاطر للمشاريع لصغيرة والمتوسطة	5-1
22	استثمارات رأس المال المخاطر في أوروبا، الو.م.أ حسب قطاع النشاط	6-1
42	أهم المعلومات التي يتضمنها مخطط الأعمال	7-1
51	مجالات المعامل β المستخدم بالنسبة للمؤسسات غير المدرجة في البورصة بالاعتماد على درجة خطرها.	8-1
53	معطيات مختلفة عن مضاعفات التقييم للمنشآت الشبيهة والمنشأة محل التقييم	9-1
103	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لعينة من الشركات العالمية	1-2
113	سلم التنقيط ومعاني القيم	2-2
115	تنقيط مؤشرات المعايير المرتبطة بالتنوع الفردي لرأس المال البشري	3-2
122	مؤشرات قياس دفتر الطلبات	4-2
123	مؤشرات قياس حركة السوق (النمو)	5-2
123	حركة السوق (استقرار النمو)	6-2
123	مؤشرات قياس الخطر	7-2
124	مؤشرات قياس الثروة	8-2
124	مؤشرات قياس الشهرة	9-2
124	مؤشرات قياس المردودية	10-2
125	مؤشرات قياس الاستدامة	11-2
125	مؤشرات قياس رضا الزبائن	12-2
130	وزن الزبائن الرئيسيون في رأس المال الزبوني لعدد قطاعات النشاط	13-2
138	الفرق بين طريقة التدفقات النقدية المحينة وطريقة مردودية رأس المال الزبوني وفق نموذج BM و AF و TB في تحديد قيمة المشاريع	14-2

157	قائمة لأهم زبائن شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	1-3
173	تكلفة تجهيزات الإنتاج الرئيسية	2-3
175	مراحل إنجاز المشروع	3-3
176	ميزانية شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني المقفلة في 2012/12/31 (الأصول)	4-3
177	ميزانية شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني المقفلة في 2012/12/31 (الخصوم)	5-3
178	حساب نتائج شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في 2012/12/31	6-3
179	مؤشرات التوازن المالي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012	7-3
180	النسب المالية الهيكلية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012	8-3
182	حساب النتائج التقديري لوحدة التعبئة و التغليف	9-3
183	استثمارات و اهتلاكات مشروع وحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي	10-3
183	التركيب المالي لمشروع إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي	11-3
184	رقم الأعمال التقديري لوحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي	12-3
184	حساب النتائج التقديري لوحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي	13-3
185	المخطط التمويلي لمشروع وحدة إنتاج الأدوية السائلة في شكلها الحقيقي	14-3
187	قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني و نسبة مساهمة طرفي العملية التمويلية وفق طريقة الذمة المالية	15-3
188	الضريبة على أرباح شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال فترة التقدير من 2013 إلى 2019	16-3
189	التدفق النقدي المتاح لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال الفترة التقديرية من 2013 إلى 2019	17-3
189	متوسط مجالات المعامل β المستخدمة في تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني حسب درجة الخطر	18-3
190	قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β ضعيفة	19-3
191	قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β متوسطة	20-3
192	قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة تحيين التدفقات النقدية في ظل درجة خطر للمعامل β قوية	21-3

197	متوسط معامل دوران موظفي شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال الفترة 2011 إلى 2012	22-3
198	موازنة رأس المال الزبوني لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012	23-3
199	التكلفة الاستبدالية الخام لرأس المال الزبوني لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	24-3
200	التكلفة الاستبدالية الخام لرأس مال الموردين لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	25-3
201	إجمالي التكلفة الاستبدالية الصافية للأصول الفكرية الخاصة بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	26-3
202	قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة التكلفة الاستبدالية للأصول الفكرية لـ TB	27-3
203	معامل تحسين الولاء الزبوني المطبق لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	28-3
204	قيمة مردودية رأس المال الزبوني لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	29-3
204	قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة مردودية رأس المال الزبوني (أصل الطلب) لـ TB	30-3
205	وزن الأصول الفكرية في عملية خلق القيمة و التدفقات النقدية المنسوبة لكل أصل فكري خلال سنة 2012 م الخاصة بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	31-3
206	قيمة مردودية رأس المال البشري لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	32-3
206	قيمة مردودية رأس مال المساهمين لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	33-3
206	قيمة مردودية رأس مال الموردين لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	34-3
207	قيمة مردودية رخصة استغلال الأدوية المعبأة و المغلفة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	35-3
207	قيمة مردودية العلامة التجارية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	36-3
208	قيمة مردودية التنظيم لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	37-3
208	قيمة مردودية رأس المال المحيطي لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	38-3
209	قيمة مردودية أصول العرض الفكرية لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	39-3
209	قيمة شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني وفق طريقة مردودية أصول العرض لـ TB	40-3
211	مختلف طرق تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني	41-3

213	نسب سعر طرق تقييم شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني إلى قيمتها الدفترية	42-3
216	موازنة TB لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012 (الأصول)	43-3
217	موازنة TB لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني خلال سنة 2012 (الخصوم)	44-3
225	توزيع المشاريع الممولة من قبل Finalep حسب قطاع نشاطها ومرحلة الاستثمار	45-3
227	أهم المشاريع الممولة بالأموال الخاصة عن طريق شركة Sofinance حسب قطاع النشاط	46-3

قائمة الأشكال والرسومات البيانية

الصفحة	العنوان	الرقم
12	عدد المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في تونس خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 حتى 2010 م	1-1
13	مبدأ وأساس عمل شركات رأس المال المخاطر	2-1
14	نسب مختلف المستثمرين في رأس المال الخاطر بالو.م.أ سنة 1994 م	3-1
15	نسب مختلف المستثمرين في رأس المال المخاطر في أوروبا سنة 2000 م	4-1
16	تقدير متوسط قيمة استثمار ملائكة الأعمال في المشروع في الو.م.أ وبريطانيا وفرنسا	5-1
17	متوسط أعداد ملائكة الأعمال في كل من الو.م.أ وبريطانيا وفرنسا	6-1
23	نسب استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في أوروبا	7-1
23	نسب استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في الو.م.أ	8-1
30	مشاكل نظرية الوكالة	9-1
44	معايير المخاطرين برأس المال لتقييم مردودية وخطر المشروع الاستثماري	10-1
46	العلاقة بين صافي القيمة الحالية والمعدل الداخلي للمردودية	11-1
63	هرم سلفر للمرشحين	12-1
79	مكونات رأس المال الفكري حسب (T. Stewart)	1-2
87	تقسيمات قيم المؤسسات المقتناة	2-2
107	مستكشف سكانديا	3-2
111	الأصول المجمعة و الموردة للنقد	4-2
112	توليفة معيار الإمكانيات الجماعية	5-2
114	شبكة رأس المال البشري	6-2
116	نظام تنقيط ولاء العمال	7-2
122	شبكة رأس المال الزبوني BtoB	8-2
127	أصول الطلب والعرض يدمج الزبائن الرئيسيين والمميزين	9-2
132	العلاقة بين معامل الحالة ونقطة القياس الغير مالي	10-2
139	الفرق بين مخاطر طريقة التدفقات النقدية المحينة وطريقة مردودية رأس المال الزبوني في تقييم المنشآت الاقتصادية	11-2
159	الهيكل التنظيمي لشركة الاتحاد الصيدلاني التونسي	1-3

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
240	نماذج هيكلية أسعار الأدوية المستوردة و المعبأة و المصنعة التي يتم إيداعها لدى وزارة الصحة	1
244	الميزانية المفقلة لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني في 2012/12/31 و حساب النتائج في 2012/12/31	2
248	جدول المعايير لمعامل الاستدامة الخاص بحساب التكلفة الاستبدالية الصافية لأصول الدوران الفكرية	3
250	القانون 06 - 11 شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر من قبل شركات رأس المال الاستثماري	4
256	مرسوم تنفيذي رقم 08 - 56 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري	5

الفهرس

الصفحة	الفهرس
	شكر و تقدير
	إهداء
أ	مقدمة عامة
1	الفصل الأول : إشكالية تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر
2	تمهيد
3	المبحث الأول : رأس المال المخاطر، نشأته ومفهومه، تجارب بعض الدول في صناعته وأطرافه
4	1- نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر
10	2- تجارب بعض الدول في صناعة رأس المال المخاطر
13	3- أطراف العملية التمويلية برأس المال المخاطر
25	المبحث الثاني : الإطار النظري لرأس المال المخاطر
26	1- شرعية رأس المال المخاطر
29	2- العلاقة مستثمر – مخاطر برأس مال - مبادر
37	3- نظرية الخيارات الحقيقية
39	المبحث الثالث : مراحل التمويل برأس المال المخاطر
40	1- مرحلة ما قبل المساهمة
56	2- مرحلة التركيب المالي والقانوني
58	3- مرحلة الشراكة والخروج
61	المبحث الرابع : معوقات تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر
62	1- الهوة بين الإطار النظري والتطبيقي
63	2- معوقات مرتبطة بتحديد قيمة المشروع من وجهة نظر المبادر
65	3- الأصول الفكرية.
68	خلاصة الفصل الأول
70	الفصل الثاني : دور القياس والإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية
71	تمهيد
72	المبحث الأول : رأس المال الفكري نشأته، مفهومه ومكوناته
73	1- نشأة وتطور رأس المال الفكري

75	2- مفهوم رأس المال الفكري
78	3- تقسيمات ومكونات رأس المال الفكري
82	المبحث الثاني : القياس المحاسبي لرأس المال الفكري
83	1- القياس المحاسبي ، مفهومه ، معاييره وطرقه
86	2- الاعتراف و القياس المحاسبي بالأصول الفكرية
95	3- معوقات القياس والاعتراف المحاسبي بالأصول الفكري
100	المبحث الثالث : الطرق المبتكرة لقياس رأس المال الفكري واستخداماتها بالنسبة للمبادرين بطلب الحصول على التمويل
101	1- دوافع وأهمية قياس رأس المال الفكري
102	2- الأشكال المطورة لقياس رأس المال الفكري
136	3- أهمية قياس رأس المال الفكري بالنسبة للمشاريع المبادرة بطلب الحصول على التمويل
141	المبحث الرابع : الإفصاح عن رأس المال الفكري
142	1- الإفصاح المحاسبي
146	2- الإفصاح عن رأس المال الفكري ، مفهومه ، أشكاله ، محدداته
147	3- أهمية الإفصاح عن رأس المال الفكري
150	خلاصة الفصل الثاني
153	الفصل الثالث : دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC
154	تمهيد
155	المبحث الأول : عرض عام لشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC
156	1- التعريف بشركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC
156	2- نشاط الشركة
158	3- الهيكل التنظيمي للشركة
164	المبحث الثاني : عرض لمشروع مخطط تطوير شركة الإتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC
165	1- العرض العام للمشروع
170	2- استثمارات المشروع
175	3- الجوانب المالية للمشروع
186	المبحث الثالث : الدراسة التقييمية القبلية للمشروع من وجهة نظر المبادر
187	1- تقييم شركة الإتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC
210	2- دراسة مجال التقييم و أمثلية التركيب المالي لشركة الإتحاد الصيدلاني القسنطيني

215	3- موازنة Thésaurus Bercy و أهميتها في حصول شركة الاتحاد الصيدلاني القسنطيني على التمويل من شركة رأس مال مخاطر جزائية
220	المبحث الرابع : كيفية اختيار شركة رأس مال مخاطر لتمويل مشروع UPC
221	1- الإطار القانوني لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر
223	2- متعاملوا صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر
229	خلاصة الفصل الثالث
231	الخاتمة
240	الملاحق
260	قائمة المراجع
269	قائمة الجداول
273	قائمة الأشكال
274	قائمة الملاحق
275	الفهرس
	الملخص بالعربية
	الملخص بالفرنسية
	الملخص بالإنجليزية

الملخص:

جاءت هذه الدراسة لمعالجة الإشكالية التالية: "أين تكمن أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر"، ولأجل تحقيق هذا الهدف قمنا بالجمع بين الدراسة النظرية من جهة والدراسة التطبيقية من جهة أخرى.

تناولنا في الدراسة النظرية فصلين و جمعت بين شقي الموضوع، أما في الدراسة التطبيقية فقد قمنا بإسقاط النتائج النظرية على دراسة تطبيقية من منظور مشروع الاتحاد الصيدلاني القسنطيني UPC .

و قد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: تزداد أهمية القياس و الإفصاح عن رأس المال الفكري في تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق شركات رأس المال المخاطر خاصة في تمويل المراحل اللاحقة لمرحلة الانطلاق أي مرحلة النمو الأولي و التطوير.

تطرح طريقة BM و AF إضافة لطريقة TB لقياس رأس المال الفكري حلولاً للمعوقات التي تعترض المبادرين بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر، خاصة في تحديد القيمة الحقيقية للمشروع و كذا تحديد قيمة الرفع المالي الأمثل.

إن الإفصاح عن رأس المال الفكري يقدم نظرة عن جودة أصول المنشأة، كما يساهم في زيادة موثوقية فرضيات مخطط الأعمال بالنسبة للمبادرين بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر و يبرر سعر المساهمة المقترح من قبل المبادرين للمخاطر برأس المال.

كما أن التقرير و الإفصاح عن رأس المال الفكري خاصة موازنة TB يساهم في معرفة جودة و مدة استدامة أصول المنشأة مما يقلل من خطر عدم تماثل المعلومة و يقلص أيضاً خطر عدم أكادة المشاريع المبادرة بطلب التمويل من شركات رأس المال المخاطر، خاصة أثناء الدراسة الأولية للمشاريع التي يجربها المخاطرون برأس المال.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، شركات رأس المال المخاطر، رأس المال الفكري، القياس، الإفصاح، التمويل.

Résumé :

Cette étude a essayé de résoudre la problématique suivante : **Où est l'importance de la mesure et de la divulgation du capital intellectuel dans le financement des projets d'investissement par l'intermédiaire des sociétés de capital risque**, et pour atteindre cet objectif, nous avons combiné l'étude théorique avec une étude pratique.

Dans l'étude théorique nous avons traité deux chapitres et dans l'étude pratique nous avons appliqué les résultats théoriques sur une étude du point de vue du projet UPC.

L'ensemble des résultats s'articule autour des points suivants : l'importance de la mesure et de la divulgation du capital intellectuel dans le financement des projets d'investissement par les *sociétés de capital risque* est particulièrement important pour financer les étapes suivantes de la phase de démarrage, spécifiquement la phase initiale de croissance et la phase de développement.

La méthode de BM et AF et la méthode de TB pour mesurer le capital intellectuel apporte des solutions aux contraintes qui affrontent les demandeurs de financement de capital risque et qui s'articulent autour des difficultés rencontrées par les porteurs de projets dans la définition de leurs valeurs réelles et logiques et leur levée de fonds idéal.

La divulgation du capital intellectuel donne un aperçu de la qualité des actifs de l'entité et augmente la fiabilité des hypothèses du plan d'affaires pour les demandeurs de financement de capital risque et justifie le prix de participation proposé par ces derniers au capital risquer.

Le rapport et la divulgation du capital intellectuel, notamment le bilan TB contribue à savoir la qualité et la pérennité des actifs de l'entreprise qui permet de réduire le risque d'asymétrie d'information et le risque d'incertitude des projets demandeurs de financement de capital risque spécifiquement dans l'étude préliminaire des projets effectués par les capital risqueurs.

Mots clés : Capital risque, Sociétés de capital risque, Capital intellectuel, La Mesure, La Divulgation, le Financement.

Abstract:

This study is carried out in order to treat the following problematic: (**the importance of the measurement and the intellectual capital Disclosure in the financing the investment projects via venture capital companies**), in order to realize this aim; we have used the theoretic study in one hand and the practical study in the other hand.

We divided the theoretic study into two chapters which gather the two sections of subject. In the practical study, we have projected the theoretic results on the practical study according to the vision of the Pharmaceutical Union of Constantine (**UPC**) project.

This study has attained several results that the most important are: the importance of the measurement and the intellectual capital disclosure in the financing the investment projects increase via venture capital companies, particularly in financing the ulterior phases after the starting phase i.e. the initial growth phase and development.

So the methods of BM and AF, in addition to the TB method for the measurement of the intellectual capital, provide solutions for the impediments that oppose the requesters of financing from the venture capital companies, especially in defining the real value of the project and the optimum financial increase.

The disclosure of the intellectual capital offers a vision about the quality of the companies assets; also it increases the dependability of the business plan's hypothesis for the requesters of financing from the venture capital companies Moreover, it justifies the proposed price of contribution for risks by capital.

As well, the reporting and disclosure of the intellectual capital, particularly the balance of TB, contributes in knowing the quality and perennity of the companies assets, which minimizes the risk of the information's non conformity and reduces also the risk of non confirmation of the projects that request the financing from the venture companies especially in the preliminary study of projects made by the capital's venturesome.

Key words: Venture capital - Venture capital companies - Intellectual capital – Measurement – Disclosure – Financing.