

تقييم : الشركات الناشئة ١١

طريقة بطاقة الأداء مقابل طريقة رأس المال المغامر مقابل
"طريقة الأسهم المستقبلية" اتفاقية بسيطة للأسهم المستقبلية



2025

المملكة العربية السعودية

www.insightss.co/ar

ملخص تنفيذي

يتطلب تقييم الشركات الناشئة في مراحلها المبكرة الابتعاد عن النماذج المالية التقليدية نظراً لمحدودية الإيرادات وارتفاع مستوى عدم اليقين ونقص البيانات التاريخية. يستكشف هذا المنشور ثلاث طرق عملية وواسعة الانتشار لتقييم الشركات الناشئة، مصممة خصيصاً لهذه البيئات: طريقة بطاقة الأداء، التي تقارن الشركات الناشئة بنظيراتها الإقليمية باستخدام التقييم النوعي (مثالي لمراحل ما قبل الإيرادات والمستثمرين الملائكيين)، وطريقة رأس المال المغامر، التي تحسب التقييم بناءً على توقعات الخروج وعائد الاستثمار المستهدف (مناسب لجولات التمويل من المرحلة التأسيسية إلى الجولة الأولى)، وطريقة تحويل الأسهم المستقبلية (الاتفاقية البسيطة للأسهم المستقبلية)، وهي أداة سهلة الاستخدام للمؤسسين تُستخدم في جولات ما قبل التمويل التأسيسي وجولات تسريع الأعمال، حيث تُؤجل التقييم إلى جولة مستقبلية محددة السعر. يتم شرح كل طريقة بآلياتها، وحالات الاستخدام المثالية، وإيجابياتها وسلبياتها، وتطبيقاتها العملية مثل الشركات الناشئة المدعومة من Ola و Zomato و Y Combinator Uber.

يؤكد المنشور أنه لا توجد طريقة واحدة تناسب جميع السياقات، بل يجب أن يتمشى التقييم مع مرحلة النضج، ومتطلبات رأس المال وملامح المستثمر وهيكل الصفقة. بينما تُركز طريقة بطاقة الأداء على المقارنة النوعية، وتُركز طريقة رأس المال المغامر على العوائد المستقبلية، وتُعطي طريقة تحويل الأسهم المستقبلية الأولوية للسرعة والمرونة على الدقة. يجب على المؤسسين والمستثمرين على حد سواء فهم آليات هذه النماذج، بالإضافة إلى تداعياتها الاستراتيجية، لا سيما فيما يتعلق بتخفيف حقوق الملكية وتعقيد جدول رأس المال وتوقعات التخرج. ويظل الحصول على مدخلات استشارية مناسبة أمر بالغ الأهمية لاستخدام هذه الأدوات بفعالية واتخاذ قرارات استثمارية سليمة في المراحل المبكرة.

تقييم الشركات الناشئة بغير النماذج التقليدية

تقييم الشركات الناشئة بغير النماذج التقليدية

وُضعت سبع طرق مختلفة، تُستخدم غالباً في الممارسة العملية وتُطبق على مراحل مختلفة من الشركات الناشئة. والقائمة لا تنتهي، وكثيراً ما يستخدم خبراء التقييم مزيجاً من الطرق الموضحة في الجدول أدناه.

يُعد تقييم الشركات الناشئة، وخاصةً في مراحلها الأولى، فناً وعلماً في آنٍ واحد. غالباً ما تفشل نماذج التقييم التقليدية بسبب التاريخ المالي المحدود وعدم اليقين الكبير. يُقدم هذا الكتاب الأبيض ويُقارن ثلاث طرق شائعة مُستخدمة في بيئة الشركات الناشئة: طريقة بطاقة الأداء وطريقة رأس المال المُغامر وطريقة الأسهم المستقبلية. لكلٍ منها حالة استخدام ونقاط قوة وقيود خاصة به. يُعد فهم هذه النماذج أمراً بالغ الأهمية للمؤسسين الذين يسعون إلى الحصول على رأس مال، وللمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعائد.

المميزات	الفكرة/البذرة	البذرة/النشأة	النمو المبكر	التوسع	النمو المستدام
التدفقات النقدية	لا شيء	سلبية فقط	سلبية (لكنها تتزايد)	سلبية (لكنها تتزايد)	مستقرة
إثبات المفهوم	✗	✗	✓	✓	✓
البيانات التاريخية	✗	✗	محدودة	✓	✓
البيانات المتنبأ بها	✗	محدودة	محدودة	✓	✓
طرق التقييم	النطاقات الثابتة	طريقة رأس المال المغامر		التدفقات النقدية المخصصة	
	طريقة التكلفة				
	طريقة بطاقة الأداء				
	طريقة تحويل الأسهم المستقبلية				
		التدفق النقدي المخصص		مضاعفات السوق	

أما الشركات المميزة (النمو المستدام)، فتُعدّ قيّمة باستخدامات فرانسيسكو المميزة أو خدمة السوق، مثل القيمة الوطنية/الدخل، والقيمة الوطنية/الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك واستهلاك الدين، والقيمة الوطنية/الأرباح قبل الفوائد والضرائب، والقيمة الوطنية/التدفقات النقدية مجاناً.

تختلف أساليب التقييم باختلاف مرحلة نضج الشركة. غالباً ما تُقيم الشركات في مراحلها المبكرة (الفكرة/التأسيس، الشركة الناشئة) باستخدام نطاقات ثابتة، أو التكلفة، أو أساليب بطاقات الأداء. مع نمو الشركات (النمو المبكر، التوسع)، تصبح أساليب رأس المال المُخاطر والتدفقات النقدية المخصصة أكثر قابلية للتطبيق، مع التركيز على التدفقات النقدية المستقبلية وقيم الخروج.

تقييم الشركات الناشئة بغير النماذج التقليدية

ثلاثة طرق لتقييم الشركات الناشئة

يتناول هذا المنشور ثلاثة مناهج تقييم مصممة خصيصا للبيئات ذات عدم اليقين العالي في المراحل المبكرة:



طريقة الأسهم
المستقبلية



طريقة رأس المال المغامر



طريقة بطاقة الأداء



لماذا يكون تقييم الشركات الناشئة متميزا

تواجه الشركات الناشئة، وخاصة في مراحلها المبكرة، مجموعة متنوعة من التحديات؛ ويجب أن تتوافق هذه التحديات مع أساليب التقييم.

قص الأرباح أو الإيرادات

معظم الشركات الناشئة في مراحلها الأولى تعمل بخسارة أثناء تطوير منتجاتها وجذب المستخدمين، حيث تكون الإيرادات قليلة جدًا أو غير موجودة.



بيانات مالية تاريخية محدودة أو معدومة

غالبًا ما تفتقر الشركات الناشئة في مرحلتها ما قبل التأسيس والتأسيس إلى سجل مالي يمكن الاستدلال به، إذ قد تكون قد تأسست حديثًا ولم تصدر بياناتها المالية بعد.



مسارات نمو غير متوقعة

تعمل الشركات الناشئة ضمن بيئات تتسم بقدر عالٍ من المخاطر وعدم اليقين، حيث تظل عوامل مثل تبني السوق، وملاءمة المنتج للسوق، وردود أفعال المنافسين غير مؤكدة.



يجب أن يعكس التقييم الإمكانيات المستقبلية

في نهاية المطاف، لا يستثمر المستثمرون في الشركات الناشئة بناءً على وضعها الحالي، بل على ما يمكن أن تحققه في المستقبل. لذا، يجب أن يعكس التقييم الإمكانيات والنمو المستقبلي، لا مجرد المؤشرات الحالية.



طريقة بطاقة الأداء

نظرة عامة

طريقة بطاقة الأداء هي أداة قياس معيارية طورها المستثمر الملائكي بيل باين. تقارن هذه الطريقة الشركة الناشئة المستهدفة بشركات ناشئة أخرى ممولة في مرحلة مماثلة وفي منطقة جغرافية مماثلة.

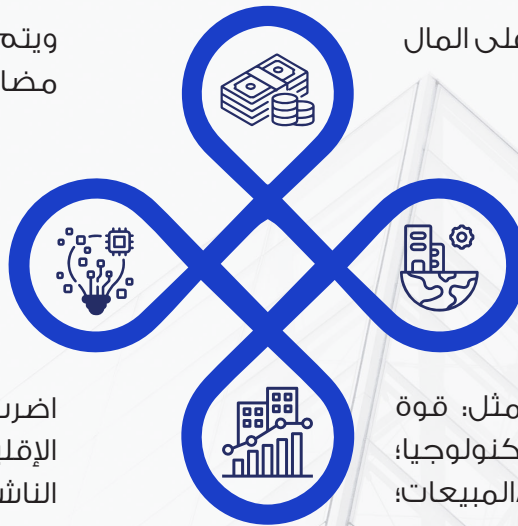
حالة استخدام مثالي

يُعد الخيار الأمثل للمستثمرين الملائكيين الذين يقومون بتقييم الشركات قبل تحقيق الإيرادات، وخاصةً عندما تكون معايير السوق متاحة.

الخطوات

ويتم ترجيح كل عامل وتسجيله لإنتاج مضاعف كبير.

ابدأ بالتقييم المتوسط قبل الحصول على المال للشركات الناشئة المماثلة.



اضرب هذه النتيجة في متوسط التقييم الإقليمي للوصول إلى تقييم الشركة الناشئة.

التعديل بناءً على العوامل النوعية مثل: قوة فريق الإدارة؛ حجم الفرصة؛ المنتج/التكنولوجيا؛ البيئة التنافسية؛ استراتيجية التسويق/المبيعات؛ الحاجة إلى استثمارات إضافية.

الدوافع والسلبيات

الإيجابيات

- مهيكله وباقية على مرونتها
- تتوافق مع توقعات المستثمرين المحليين
- تشجع على التقييم الشامل لنموذج العمل
- يسهل توصيلها لأصحاب المصلحة من غير الماليين

السلبيات

- ذاتية التقييم
- تعتمد بشكل كبير على البيانات الإقليمية
- قد تتأثر بالتحيز أو انعدام الشفافية
- قد لا تتوسع بشكل جيد في جولات التمويل اللاحقة

طريقة رأس المال المغامر

نظرة عامة

تحسب طريقة رأس المال المغامر تقييم الشركات الناشئة من خلال تقدير قيمة الخروج وتطبيق عائد مستهدف متعدد.

الخطوات



حالة استخدام أمثل

تُفضلها شركات رأس المال المغامر للصفقات من المراحل المبكرة إلى مرحلة التمويل من الفئة أ، خاصةً عندما تتمتع الشركات الناشئة ببعض القوة المالية.

الدوافع والسلبيات

الإيجابيات

- منطوق قائم على العائد على الاستثمار
- شفافة لمناقشات رأس المال المغامر
- مرتبطة بالنتائج المتوقعة
- تستوعب بسهولة تخطيط استراتيجية الخروج

السلبيات

- قائمة بشكل كبير على الافتراضات
- تتجاهل مخاطر التنفيذ والتشغيل
- قد تؤدي إلى تضخيم التقييمات بشكل غير واقعي
- قد تضلل المؤسسين غير الملمين بآليات التقييم

التقييم بطريقة الأسهم المستقبلية

نظرة عامة

أنشأت شركة واي كومبنيتر اتفاقية بسيطة للأسهم المستقبلية (طريقة الأسهم المستقبلية) لتمكين الشركات الناشئة من جمع الأموال دون تحديد تقييم مسبق. ويلجأ مستثمرو "طريقة الأسهم المستقبلية" إلى تحويل استثماراتهم إلى الأسهم في جولة تمويل لاحقة.

الخطوات

خصم بنسبة مئوية على سعر الجولة المستقبلية.

معدل الخصم

الحد الأقصى للتقييم الذي سيتم تحويل الأسهم المستقبلية على أساسه.

حدود التقييم

آليات التحويل

في جولة تسعير الأسهم التالية، يتم تحويل الأسهم المستقبلية على الأسس التالي

- أقل من الحد الأقصى للتقييم أو

- السعر بعد تطبيق معدل الخصم

حالة استخدام مثلى

الشركات الناشئة من مرحلة ما قبل التأسيس وحتى مرحلة التأسيس حيث تتفوق السرعة والمرونة في إغلاق رأس المال على دقة التقييم

طرق التقييم

الدوافع والسلبيات

الإيجابيات

- سريعة، صديقة للمؤسس
- تجنبنا التقييم غير الناضج
- تجذب رأس المال المبكر مع حد أدنى من الاشكالات القانونية
- توثيق بسيط

السلبيات

- يمكن أن تؤدي لتعقيد جدول الرسملة
- قد تؤدي لخفض قيمة الأسهم بشكل غير متوقع
- قد تتناقض شروط الأسهم المستقبلية مع المستثمرين
- يفتقر المستثمرون إلى حقوق الملكية حتى التحويل

تطبيقات عملية لطرق التقييم

طريقة بطاقة الأداء

شركة Ola Cabs الهند

خلال جولاتها Ola استخدم المستثمرون الملائكيون طريقة بطاقة الأداء لتقييم شركة التمويل الأولية. وقد ساهمت عوامل مثل فرصة السوق (١٠٠/٩٠) وجودة الفريق (١٠٠/٨٥) وتميز المنتج (١٠٠/٨٠) في التقييم المبكر، مما أتاح ضخ رأس المال في المرحلة الأولية بناءً على مؤشرات نوعية قوية في بداية مسار نموها.



زوماتو

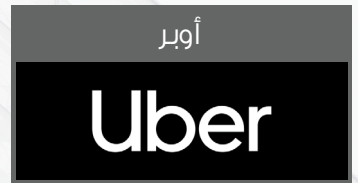
في مرحلة ما قبل التمويل، استخدمت زوماتو تقييمات بطاقة الأداء، حيث تم تقييم إمكانات السوق وخبرة الفريق وتميز المنتج والمنافسة بعناية. حصلت فرصة السوق على درجة عالية (مثل ١٠٠/٨٠)، بينما خفضت المنافسة عامل التنافسية (مثل ١٠٠/٦٠). وقد شكّل هذا أساساً لتحديد التقييم قبل التمويل لجولات التمويل الملائكي المبكرة.



طريقة رأس المال المغامر

أوبر – مرحلة النمو المبكر

في جولة التمويل الأولى (٢٠١١) والجولات اللاحقة، قدرت شركة بنشمارك كابيتال وشركات رأس مال مخاطر أخرى إمكانات خروج أوبر المستقبلية (عبر الطرح العام الأولي أو الاستحواذ)، واستخدمت هذه النتيجة المتوقعة لإعادة تقييم حالي باستخدام معدلات عائد مرتفعة مطلوبة. يُعد هذا النهج تطبيقاً نموذجياً لمنهجية تقييم رأس المال المخاطر. قدر المحللون قيم الخروج، ثم خصموها عند عائد استثمار مفترض يبلغ ٢٠٪ ضعف أو أكثر، مما أسفر عن تقييمات قبل التمويل بعشرات الملايين من الدولارات في جولة التمويل الثالثة والجولات اللاحقة، قدرت قيمة أوبر بـ ١٨ مليار دولار بعد التمويل، مما يعكس استمرار استخدام افتراضات التقييم الاستشرافية القائمة على الخروج.



طريقة الأسهم المستقبلية

شركات Y Combinator الناشئة (مثل Stripe وAirbnb وDropbox) لأداة الأسهم المستقبلية عام ٢٠١٣ (وإصدار نسختها المحسنة لما Y Combinator بعد طرح جولات Stripe وDropbox وAirbnb بعد النقد لاحقاً)، جمعت العديد من الشركات الناشئة، مثل تمويل مبكرة باستخدام أدوات الأسهم المستقبلية ذات حدود تقييم وخصومات بدلاً من التقييمات الثابتة. وتم تحويل هذه الأدوات إلى أسهم في جولات التمويل المُسجَّرة أو في أحداث السيولة بناءً على هذه الشروط.



الرؤى والاستنتاجات الهامة

جدول المقارنات

الطريقة	أفضل مرحلة	نوع المستخدم	إضاءات
طريقة بطاقة الأداء	ما قبل الإيرادات ، البذور	المستثمرين الملائكيين	قائمة على المقارنة المعيارية ، كيفية
طريقة رأس المال المغامر	من مرحلة البذور إلى الفئة أ	صناديق رأس المال المغامر	قائمة على العائد على الاستثمار، محسوبة من قبل
طريقة الأسهم المستقبلية	من مرحلة ما قبل البذور إلى مرحلة البذور	الملائكيين ، المسرعين ،	مرنة، تؤجل التقييم

النتائج الرئيسية

- مطابقة الطريقة مع المرحلة: كل نهج يناسب مستويات مختلفة من المخاطر وتوافر البيانات وتوقعات المستثمرين.
- أهمية الوضوح والهيكل: حتى الطرق غير الرسمية تستفيد من المنطق الواضح والشفاف.
- الرؤية الاستشارية بالغة الأهمية: يتطلب التنقل بين العديد من صناديق الاستثمار الآمنة، وجدول رأس المال، وسيناريوهات التخفيف المستقبلية إرشادات من الخبراء.

خاتمة

التقييم ليس مجرد رقم، بل أداة استراتيجية. إن فهم آلية عمل طرق بطاقة الأداء ورأس المال المغامر والأسهم المستقبلية يُمكن المؤسسين والمستثمرين من موازنة الأهداف وتجنب الأخطاء وبناء قيمة طويلة الأجل. مع تطور أسواق رأس المال في مراحلها المبكرة، ينبغي أن تتطور الأطر التي نستخدمها لتقييم المخاطر والمكافآت وإمكانات النمو.



تواصل معنا

لمزيد من المعلومات والتوضيح والمناقشة بشأن المحتويات، يرجى الاتصال

محمد شاهد نذير

شريك - التمويل المؤسسي واستشارات الصفقات
msnazir@insightss.co : ✉

نيكولاس وبتفورد

نائب أول للرئيس - نمو الأعمال
nwhitford@insightss.co : ✉

رابيت بشير

نائب مدير - التمويل المؤسسي واستشارات الصفقات
rbashir@insightss.co : ✉

أفيقة إقبال

استشارية - الاستشارات الإستراتيجية
aiqbal@insightss.co : ✉

إنسايتس

+966 53 963 3882 : ☎

info@insightss.co : ✉

www.insightss.co/ar : 🌐

مكتب الرياض

107، برج ليجند، طريق الملك فهد
الرياض، المملكة العربية السعودية

مكتب جدة

رويال بلازا، شارع الأمير سلطان، جدة 23615
المملكة العربية السعودية

2025

السعودية | الإمارات | المملكة المتحدة | الولايات المتحدة الأمريكية | أستراليا

التعامل مع التعقيد وتبسيط النجاح

insights