

## قرارات

### الهيئة العامة للرقابة المالية

قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ لسنة ٢٠٢٣

بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٣

بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧

بشأن إصدار المعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت

### مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية

بعد الاطلاع على قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢  
ولائحته التنفيذية ؛

وعلى القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية  
غير المصرفية ؛

وعلى قانون تنظيم وتنمية استخدام التكنولوجيا المالية فى الأنشطة المالية  
غير المصرفية الصادر بالقانون رقم ٥ لسنة ٢٠٢٢ ؛

وعلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ بشأن إصدار المعايير  
المصرية للتقييم المالى للمنشآت ؛

وبعد موافقة مجلس إدارة الهيئة بجلسته المنعقدة بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٣ ؛

**قرر :**

( المادة الأولى )

يُضاف تعريف جديد «الشركات الناشئة» إلى التعريفات الواردة بالجزء الخاص  
بـ (مقدمة ونطاق التطبيق/ ٣- مفاهيم وتعريفات) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة  
رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه، نصه الآتى :

٥- **الشركات الناشئة** : هى شركات ذات تاريخ تشغيلى قصير وغالبًا ما تكون  
حديثه الإنشاء وفى طور النمو والبحث عن الأسواق ، وبعضها يعتمد على التكنولوجيا  
لابتكار أشياء جديدة ، وتبدأ فى كثير من الأحيان برأس مال منخفض وتكاليف مرتفعة  
مع مرحلة الإنشاء ، وتواجه تحديات عديدة فى بداياتها للحصول على التمويل اللازم  
لتنمية حجم عملياتها وتوسعة وجودها فى السوق .

وتظهر الحاجة إلى تقييم الشركات الناشئة من أجل زيادة رؤوس الأموال حسب مرحلة النمو التى تمر بها الشركة ، حيث يحتاج المستثمرون الرئيسيون سواء الحاليون أو المرتقبون لتقييم استثماراتهم فى ضوء اختلاف العائد والمخاطر حسب كل مرحلة من مراحل نمو الشركة الناشئة .

#### ( المادة الثانية )

تُضاف حالة جديدة إلى نهاية الحالات الواردة بنطاق تطبيق معايير التقييم المالى الواردة بالجزء الخاص بـ (مقدمة ونطاق التطبيق / ٢- نطاق التطبيق وفقاً للتشريعات المصرية المنظمة لسوق المال) المرفقة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصها الآتى :

تسرى معايير التقييم المالى على كافة الحالات التى يتطلب فيها قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية إجراء عملية تقييم للشركات أو الأوراق المالية أو غيرها من الأصول التى تتخذ شكل منشأة أو مشروع ، وبصفة خاصة فى الحالات التالية :

.....

حالات تنفيذ عمليات نقل ملكية الأسهم أو الحصص أو زيادات رؤوس الأموال أو إصدار أدوات التمويل القابلة للتحويل إلى أسهم فى الشركات الناشئة وفقاً لاتفاقيات المساهمين بالشركات الناشئة ، وذلك فى حالة قيام الشركات والجهات التى تمارس نشاط رأس مال المخاطر بالاستثمار فى الشركات الناشئة من خلال أدوات التمويل القابلة للتحويل إلى ملكية أسهم (Convertible Instruments) .

#### ( المادة الثالثة )

تستبدل عبارة «مناهج وأساليب التقييم المالى المتعارف عليها للشركات ذات التاريخ والتى زولت النشاط» بعبارة «مناهج وأساليب التقييم المالى المتعارف عليها» الواردة بالبند «٢» من المعيار (سادساً : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه .

#### ( المادة الرابعة )

تضاف فقرة جديدة تالية للفقرة الرابعة من المعيار (سادسًا : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى / ١- مقدمة) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصها الآتى :

(سادسًا : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى / ١- مقدمة - فقرة تالية للفقرة الرابعة) :

ويلزم عند التقييم المالى للشركات الناشئة مراعاة القيام بتحليل أولى لكل من العوامل المادية وغير المادية لكل حالة، لاختلاف الأهمية النسبية لكل عامل منها باختلاف القطاعات التى تنتمى إليها الشركة محل التقييم، كما يلزم دراسة أثر تلك العوامل على الشركة محل التقييم وكذلك على قدرة الشركة على تحقيق الأرباح المرتقبة مستقبلاً .

#### ( المادة الخامسة )

يُضاف بند جديد برقم «٣» إلى نهاية المعيار (سادسًا : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصه الآتى :

(٣) مناهج وأساليب التقييم المالى للشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات) :  
طريقة رأس مال المخاطر :

تستخدم هذه الطريقة لتقييم الشركات الناشئة فى مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد ، وتقوم على أساس افتراض عدة عوامل منها ؛ قيمة الشركة عند التخارج بعد عدة سنوات، وتحديد العائد المتوقع على الاستثمار (معامل تكلفة رأس مال المخاطر) ، وكذا حساب نسبة المستثمر عند التخارج ، ثم تحديد النسبة التى سيحصل عليها بمراعاة التخفيض المتوقع لحصته فى ضوء ما تسفر عنه زيادة رؤوس الأموال المستقبلية ، ويتوصل من خلال ذلك إلى تقييم ما بعد زيادة رأس المال أو التمويل المتحصل عليه ، ثم يخصم مبلغ الاستثمار المحصل فى الزيادة الأولى للوصول إلى تقييم ما قبل الاستثمار .

ويندرج تحت هذه الطريقة عدة أساليب للتقييم ، ومنها على سبيل المثال :

- . الطريقة الأساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC) .
- . الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر (Modified VC) .

وتخضع الشركات المشار إليها (بعد تحقيق الإيراد - تحقيق المبيعات) إلى معايير التقييم المالى المعمول بها فى شأن الشركات ذات التاريخ والتي زاولت النشاط .

#### ( المادة السادسة )

يستبدل بنص الفقرة الأولى من الملحق «أ» : مناهج وأساليب التقييم المختلفة المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصه الآتى :

(الملحق "أ" مناهج وأساليب التقييم المختلفة / الفقرة الأولى) :

يتم اختيار مناهج وأساليب التقييم المناسبة لعملية التقييم وفقاً للأسس الواردة ضمن (معياري مناهج وأساليب التقييم) المنصوص عليها بهذه المعايير، ووفقاً لمفهوم عملية التقييم يمكن تقسيم مناهج تقييم المنشآت الأكثر استخداماً إلى :

١- مناهج الشركات ذات التاريخ والتي زاولت النشاط :

أولاً - منهج الدخل .

ثانياً - منهج السوق .

ثالثاً - منهج الأصول .

رابعاً - تجميع الأجزاء المكونة للمنشأة .

٢- مناهج تقييم الشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات) :  
طريقة رأس المال المخاطر .

#### ( المادة السابعة )

يُضاف منهج جديد بعنوان (خامساً : منهج تقييم الشركات الناشئة «مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات» إلى نهاية (الملحق «أ» : مناهج وأساليب التقييم المختلفة) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١) لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصه الآتى :

**خامساً - منهج تقييم الشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات) :**  
يستخلص هذا المنهج قيمة المنشأة محل التقييم من القيمة المتوقعة للشركة في تاريخ التخرج المخطط للمستثمر (Exit Value) اعتماداً على العائد المتوقع على الاستثمار (معامل تكلفة رأس المال) .  
ويجب عند استخدام تلك الطريقة في تقييم الشركات الناشئة مراعاة أربعة عناصر رئيسية تتمثل فيما يلي :

**١- قيمة التخرج : (Exit Valuation)**

هي القيمة المستقبلية والمتوقعة للشركة الناشئة وقت التخرج سواء عن طريق طرح أسهم الشركة الناشئة بالبورصة أو عن طريق بيعها إلى أحد المستثمرين الاستراتيجيين ضمن صفقة استحواذ ، ويتم تحديد قيمة التخرج (Exit Valuation) عن طريق أى من المنهجين : منهج الدخل (Income Approach) أو منهج السوق (Market Approach) والواردين بهذه المعايير .

**٢- مضاعف الاستثمار المستهدف (Target Multiple of Money-M) :**

يتم تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف عن طريق إحدى الطريقتين الآتيتين :

١ - بشكل مباشر (مضاعف استثمار يبلغ xx مرات بنهاية فترة الاستثمار) .

٢ - عن طريق حساب العائد المستهدف عند التخرج (Target Return at Exit)

وذلك على النحو الآتي :

أولاً - يتم حساب القيمة المتوقعة عند التخرج = قيمة التخرج \* احتمالية نجاح الشركة (P)

$$\text{Expected Value of Exit} = \text{Exit Valuation} * P$$

$$P = \text{probability of Success}$$

ويتم وضع احتمالية النجاح وفقاً لما يتضمنه الاستثمار في الشركات الناشئة من مخاطرة، حيث يتم أخذ الاستثمارات الناجحة فقط في الاعتبار عند حساب العائد المتوقع .

ثانياً - حساب القيمة المخصومة عند التخرج = القيمة المتوقعة عند التخرج \*

$$/ (1 + \text{معامل تكلفة رأس المال المستخدم في الشركة الناشئة}) .$$

معامل تكلفة رأس المال هو العائد الذى يطلبه المستثمرون أو أصحاب رؤوس الأموال بالسوق فى مقابل المساهمة بها فى تمويل الاستثمار والذى غالباً ما يكون أعلى من معدل خصم المنشآت ذات الأداء التاريخى .

$$\text{Present Discounted Value at Exit Expected Value of Exit} / (1+Rvc)^T$$

و  $P / (1+Rvc)^T$  يمثل معامل الخصم الفعال للقيمة عند التخارج .

ثالثاً - حساب مضاعف الاستثمار المستهدف (M) = (١+ معامل تكلفة رأس المال) ^ عدد السنوات / احتمالية نجاح الشركة (P) .

رابعاً - تحويل مضاعف الاستثمار المستهدف الى عائد سنوى مستهدف (Target Return) وذلك من خلال  $1/M$  .

### ٣- نسبة الاحتفاظ (Retention Percentage) :

حيث ينطوى الاستثمار فى الشركات الناشئة على تدفقات نقدية سالبة خلال الفترة الأولى من عمر الاستثمار فى الشركة، مما يستلزم سعى الشركة الناشئة نحو إصدار أدوات مالية كأسهم أو (Convertible Notes) للحصول على تمويل بخلاف الإصدارات الأولى ، مما ينتج عنه تقليل نسب مساهمة مساهمى الإصدارات الأولى ، وعليه فإن نسبة الاحتفاظ تشير إلى نسبة الأسهم التى احتفظ بها المساهم الأصلى بعد إصدار شرائح أخرى من زيادات رؤوس الأموال .

مثال : خلال الإصدارات الأولى لتمويل الشركة استحوذ مستثمر (أ) على (٥) مليون سهم من إجمالى (٢٠) مليون سهم من أسهم الشركة الناشئة بنسبة (٢٥٪) ، وخلال الشريحة الثانية من التمويل تم زيادة رأس مال الشركة وأسهمها ليبلغ (٢٥) مليون سهم ، لنقل نسبة مساهمة المساهم (أ) من (٢٥٪) طبقاً للشريحة الأولى إلى (٢٠٪) طبقاً للشريحتين الأولى والثانية ليصبح معدل الاحتفاظ بالأسهم (Retention Percentage) = نسبة المساهمة الجديدة / نسبة المساهمة الحالية = (٢٠٪) / (٢٥٪) = (٨٠٪) مما يعنى أنه بعد شريحتين من زيادة رأس المال احتفظ المستثمر بنسبة (٨٠٪) من مساهمته المبدئية خلال المرحلة الأولى بالشركة ، (وإثر ذلك يتم حساب قيمة الاستثمار فى حدود كل من قيمة الاستثمار ما قبل الشريحة الثانية وما بعدها) .

٤- **توصية الاستثمار (Investment Recommendation) :**

يجب أن يتم مقارنة قيمة الاستثمار في الشركة الناشئة خلال المرحلة الأولى بالقيمة الحالية عند التخرج أخذاً في الاعتبار معدل الاحتفاظ بالأسهم ونسبة المساهمة الحالية كالاتي :

إجمالي تقييم الشركة = (القيمة المتوقعة المخصومة عند التخرج) \* (نسبة الاحتفاظ / مضاعف الاستثمار المستهدف) (M) .

ويوجد منهجان لطريقة رؤوس أموال المخاطر كما يلي :

١- الطريقة الأساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC) :

يعد استخدام تلك الطريقة مناسباً عند تقييم الشركات ذات التاريخ التشغيلي القصير وغالباً ما تكون حديثة الإنشاء وفي طور النمو والبحث عن الأسواق وفي طور تحقيق تدفقات نقدية سالبة .

ويتم التقييم بالطريقة الأساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC) على أساس الخطوات الآتية :

- ١- تحديد مبلغ الاستثمار المراد ضخه في الشركة .
- ٢- تقدير قيمة التخرج (Exit Valuation) ويتم تحديد تلك القيمة عن طريق أي من المنهجين : منهج الدخل (Income Approach) أو منهج السوق (Market Approach) .
- ٣- تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M Target Multiple of Money) ، وكذا إلى العائد السنوي المستهدف (1/M) .
- ٤- تقدير نسبة الاحتفاظ (Retention Percentage) المطلوبة لتحقيق تخرج ناجح (Successful Exit) بعد الأخذ في الحسبان التخفيض المتوقع لحصة المستثمر خلال الجولات الاستثمارية المستقبلية .
- ٥ - تقدير التقييم الإجمالي للشركة الناشئة، والذي يمثل القيمة المتوقعة المخصومة عند التخرج) \* نسبة الاحتفاظ / مضاعف الاستثمار المستهدف) (M) .
- ٦ - تحديد نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage) .
- ٧- تقدير التقييم الجزئي = (Partial Valuation) إجمالي تقييم الشركة \* النسبة المقترحة للمستثمر (percentage proposed) .

- ٨ - إصدار توصية الاستثمار (Investment Recommendation) .  
ولا تعد تلك الطريقة مناسبة لتقييم الشركات ذات التاريخ التشغيلى والتي تحقق أرباح، وتحقق تدفقات نقدية حرة موجبة .
- ٢ - الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر (Modified VC) :  
وتختلف طريقة رأس مال المخاطر المعدلة (Modified VC) عن الطريقة التقليدية من حيث التقدير الصريح لأتعاب الإدارة (management fees) والفوائد المحملة (Carried Interest) التي تفترض الطريقة التقليدية تضمينه بمضاعف الاستثمار (M) ، ويعد استخدام الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر Modified VC مناسباً عند تقييم الاستثمارات فى الشركات الناشئة ورأس المال المخاطر والتي تكون عادة فى حيازة صناديق الملكية الخاصة من خلال الأدوات المالية والاستثمارات الأخرى فى هذه الصناديق .  
وتتبع فيها الخطوات التالية :
- ١- تحديد مبلغ الاستثمار المراد ضخه فى الشركة .
  - ٢- تقدير قيمة التخرج (Exit Valuation) .
  - ٣- تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M Target Multiple of Money) .
  - ٤- تقدير نسبة الاحتفاظ بالأسهم (Retention Percentage) المطلوبة لتحقيق تخرج ناجح (Successful Exit) .
  - ٥- تقدير التقييم الإجمالى للشركة الناشئة .
  - ٦- تحديد نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage) .
  - ٧- تقدير التقييم الجزئى = (Partial Valuation)  
إجمالى تقييم الشركة \* النسبة المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage) .  
وهنا يتم تقسيم التقييم الجزئى إلى عنصرين :
- (أ) التقييم الخاص بنصيب الشريك المتضامن (General Partner) .  
(ب) التقييم الخاص بالشريك المحدود (Limited partner)، وهو الشريك المساهم فى رأس مال الشركة والذي لا يكون مسؤولاً عن التزامات الشركة إلا بمقدار حصته فى الشركة أو ما التزم بدفعه للشركة .



٨- تقدير التكلفة الخاصة بالشريك المحدود (Limited Partner Costs) وهى تمثل التكلفة الإجمالية للاستثمار للشريك المحدود (LPs) .

ويتم تقدير تكلفة الشريك المحدود (LP) = (رأس المال الملزم/ رأس المال الاستثماري) × قيمة الاستثمار .

$$LP \text{ Costs} = \text{Committed Capital} / \text{Investment Capital} * \text{Required Investment}$$

٩- تقدير النسبة الخاصة بنصيب الشريك المتضامن (General Partner-GP)

والتي تتمثل فى :

نسبة الشريك المتضامن = الفوائد المحملة / إجمالى التوزيعات .

نسبة الفوائد المحملة \* (مضاعف القيمة الاستثمارية \* رأس المال الاستثماري

أو إجمالى رأس المال) / مضاعف القيمة الإجمالية \* رأس المال المستثمر) .

مضاعف القيمة الإجمالية هو (إجمالى التوزيعات / رأس المال المستثمر) .

$$GP \% = \text{Carry Percentage} * (\text{GVM} * \text{Investment Capital} - \text{Carry Basis}) / \text{GVM} * \text{Investment Capital}$$

Investment Capital

١٠- تقدير قيمة استثمار الشريك المحدود (LPs Valuation) .

= تقييم الشريك المحدود = (١-٪ الشريك المتضامن) \* التقييم الجزئى .

١١- تقديم توصية الاستثمار من خلال مقارنة تقييم قيمة استثمار الشريك

المحدود مقارنة بما تحمله من تكاليف .

**الاعتبارات العامة بتقييم الشركات الناشئة ما قبل مرحلة تحقيق الإيراد :**

يلزم عند التقييم المالى للشركات الناشئة بمرحلة ما قبل مرحلة تحقيق إيراد

مراعاة القيام بتحليل أولى لكل من العوامل المادية وغير المادية لكل حالة ، وذلك

لاختلاف الأهمية النسبية لكل عامل منها باختلاف القطاعات التى تنتمى إليها الشركة

محل التقييم ، ثم دراسة أثر تلك العوامل على الشركة محل التقييم وكذلك على قدرة

الشركة على تحقيق الأرباح المرتقبة مستقبلاً، وتتمثل تلك العوامل فيما يلى :

١ - غرض الشركة .

٢ - وضع الشركة الحالى .

٣- كفاءة الإدارة وخبرتها فى النشاط ومؤهلات فريق العمل .

- ٤- السوق الذى تعمل به الشركة والخصائص الفنية والمؤشرات الخاصة به .
- ٥- خصائص المنتج سواء سلعة أو خدمة .
- ٦- المميزات التنافسية للشركة .
- ٧- التكنولوجيا المستخدمة .
- ٨- مرحلة التمويل التى تمر بها الشركة .

حيث يودى تحليل هذه العوامل ودراسة أثرها إلى الفهم الجيد والكامل لطبيعة ونشاط الشركة ، وكذلك إمكانية تقييم المخاطر المرتبطة ، أخذاً فى الاعتبار أن طبيعة تلك العوامل تختلف من صناعة إلى أخرى. وجدير بالذكر إن اختلاف مرحلة التمويل (financing stage) قد يودى إلى تغليب بعض العوامل من حيث الأهمية النسبية على العوامل الأخرى، هذا فضلاً عن أن بعض الشركات الناشئة قد تتأثر بعامل أو أكثر بدرجة أكبر من باقى العوامل وبالتالي يلزم أن يؤخذ ذلك فى الاعتبار عند التقييم .

#### ( المادة الثامنة )

يرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه، ملحق (ب) يتضمن أمثلة تطبيقية لمنهج تقييم الشركات الناشئة «مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات» .

#### ( المادة التاسعة )

ينشر هذا القرار فى الوقائع المصرية ، وعلى الموقع الالكترونى للهيئة والبورصة المصرية ، ويعمل به من اليوم التالى لتاريخ نشره بالوقائع المصرية .

رئيس مجلس إدارة

الهيئة العامة للرقابة المالية

د/ محمد فريد صالح

### ملحق رقم (ب)

#### أمثلة تطبيقية لمنهج تقييم الشركات الناشئة "مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات"

##### مثال أول تطبيقى :

شركة "أ.ب.ج" شركة ناشئة رأس مالها الحالى موزع على (١٠) مليون سهم  
أسمى عادى ويرغب أحد المستثمرين بالاستثمار المبدئى فى تلك الشركة كشرية  
أولى بمبلغ (٦) مليون جنيه موزع على عدد (٥) مليون سهم ممتاز قابلة للتحويل  
لأسهم عادية ليصبح إجمالى عدد الأسهم بعد التحويل عدد (١٥) مليون سهم .  
يتوقع المستثمر احتمالية النجاح لشركة (أ ب ج) (P) بنسبة (٣٠%) عند التخارج  
بعد (٥) سنوات (نهاية فترة الاستثمار) .

فما هى توصية الاستثمار (Investment Recommendation) ؟

لتقييم جدوى الاستثمار من عدمه يجب إتباع الخطوات التالية :

**الخطوة الأولى -** تحديد مبلغ الاستثمار المطلوب والبالغ (٦) مليون جنيه  
فى تلك الحالة .

**الخطوة الثانية -** تم افتراض قيمة التخارج (Exit Valuation) بمبلغ (٣٠٠) مليون  
جنيه باستخدام أى من الطريقتين (طريقة التدفقات النقدية المخصومة ، وطريقة  
المضاعفات) بافتراض طرح الشركة بالبورصة أو من خلال مستثمر استراتيجى .

**الخطوة الثالثة -** تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M) بافتراض معامل  
تكلفة رأس مال المخاطر RVC بنسبة (١٥%) واحتمالية نجاح نسبة (٣٠%) .

مضاعف الاستثمار المستهدف Target Multiple (M) = (١ + معامل تكلفة  
رأس المال RVC) ^ عدد السنوات / احتمالية نجاح الشركة (P) .

$$= (٠,١٥ + ١) ^ ٥ / ٠,٣ = ٦,٧ \text{ مرة}$$

**الخطوة الرابعة -** افتراض نسبة احتفاظ (Retention Percentage) تبلغ (٥٠%)

وذلك بالاعتماد على خبرات المستثمر (أ) من خلال تحليل عمليات تخارج مثيلة .

**الخطوة الخامسة -** تقدير التقييم الإجمالي للشركة = القيمة المتوقعة المخصوصة عند التخارج \* (نسبة الاحتفاظ/ مضاعف الاستثمار المستهدف) ٣٠٠ مليون \* (٦,٧ / ٠,٥) = ٢٢٠,٣٩ مليون جنيه .

**الخطوة السادسة -** حساب نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage) : عدد أسهم الشريحة الأولى للاستثمار / إجمالي عدد أسهم الشركة (أ ب ج) بعد تحويل الأسهم الممتازة .

$$= ٥ \text{ مليون سهم} / ١٥ \text{ مليون سهم} = ٣٣,٣٣\%$$

**الخطوة السابعة -** تقدير التقييم الجزئي = إجمالي تقييم الشركة \* نسبة الملكية المقترحة للمستثمر .

$$= ٢٢,٣٩ \text{ مليون جنيه} * ٣٣,٣٣\% = ٧,٤٦ \text{ مليون جنيه} .$$

**الخطوة الثامنة -** إصدار توصية الاستثمار (Investment Recommendation) . حيث تجاوز التقييم الجزئي للشركة البالغ (٧,٤٦) مليون جنيه لمبلغ الاستثمار الأولى والبالغ (٦) مليون جنيه، يوصى بالاستثمار في الشركة (أ ب ج) .  
**مثال ثانى تطبيقي :**

استكمالاً للمثال الأول للاستثمار بشركة (أ ب ج) .

تم افتراض رأس مال مخصص للاستثمار يبلغ (١٠٠) مليون جنيه .

مصاريف سنوية تبلغ (٢٪) لمدة (١٠) سنوات لتبلغ إجمالي المصاريف مبلغ (٢٠) مليون جنيه .

رأس مال متاح للاستثمار يبلغ (٨٠) مليون جنيه .

**الخطوة التاسعة -** تقدير التكلفة الخاصة بالشريك المحدود (Limited Partner Cost) =

= رأس المال المخصص للاستثمار / رأس المال المتاح للاستثمار \* قيمة الاستثمار المبدئي .

$$(١٠٠ \text{ مليون جنيه} / ٨٠ \text{ مليون جنيه}) * (٦ \text{ مليون جنيه}) = (٧,٥) \text{ مليون جنيه} .$$

الخطوة العاشرة - تقدير النسبة الخاصة بنصيب الشريك المدير (General Partner - GP)

والتي تتمثل في :

نسبة الشريك المدير = الفوائد المحملة / إجمالي التوزيعات .  
= نسبة الفوائد المحملة \* (مضاعف القيمة الإجمالية \* رأس المال الاستثماري -  
رأس المال المخصص للاستثمار) / مضاعف القيمة الإجمالية \* رأس المال المستثمر

حساب نسبة الفوائد المحملة = إجمالي الفوائد السنوية / رأس المال المخصص  
للاستثمار (أو رأس المال متاح للاستثمار بحسب سياسة الصندوق) .

$$= (٢٠) \text{ مليون جنيه} / (١٠٠) \text{ مليون جنيه} .$$
$$= (٢٠\%)$$

افتراض معامل القيمة الإجمالية ب (٢,٥) مرة .  
وعليه يمكن حساب نسبة الشريك المدير = (٠,٢) \* ((٢,٥) \* (٨٠) مليون جنيه -  
(١٠٠) مليون جنيه) / (٢,٥) \* (٨٠) مليون جنيه = (١٠\%) .

الخطوة الحادية عشرة - تقدير قيمة استثمار الشريك المحدود (LPs Valuation) :

$$= (١ - \%) \text{ نسبة الشريك المدير} * \text{التقييم الجزئي} .$$
$$= (١ - ١٠\%) * (٧,٤٦) \text{ مليون جنيه} .$$
$$= (٦,٧١) \text{ مليون جنيه} .$$

الخطوة الثانية عشرة - إصدار توصية الاستثمار يتم بعد مقارنة قيمة استثمار  
الشريك المحدود والبالغ ٦,٧١ مليون جنيه بتكلفة الاستثمار للشريك المحدود والبالغ  
٧,٥ مليون ومن ثم فإن التكلفة تتجاوز قيمة الاستثمار وعليه يتعين رفض الاستثمار .



## قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١) لسنة ٢٠١٧

بتاريخ ٢٠١٧/١/١٨

### بشأن إصدار المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت وفقاً لآخر تعديل بتاريخ ٢٠٢٣/٧/٢٦<sup>١</sup>

#### مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية

بعد الاطلاع على قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة الصادر بالقانون رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١؛  
وعلى قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢؛  
وعلى قانون تنظيم الرقابة على الاسواق والأدوات المالية غير المصرفية الصادر بالقانون رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩؛  
وعلى قرار وزير الاستثمار (١٠١) لسنة ٢٠٠٧ بإضافة نشاط الاستشارات المالية عن الأوراق المالية إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية؛  
وعلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٢١) لسنة ٢٠١٠ بشأن المعايير الأساسية للأداء المهني للشركات العاملة في مجال تقديم الاستشارات المالية في مجال الأوراق المالية؛  
وعلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١١) لسنة ٢٠١٤ بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية وتعديلاته؛  
وعلى موافقة مجلس إدارة الهيئة بجلسته رقم (١) المنعقدة بتاريخ ٢٠١٧/١/١٨ بالموافقة على إصدار المعايير المصرية للتقييم المالي.

#### قرر:

#### (المادة الأولى)

ووفق على إصدار المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت المرفقة بهذا القرار.

#### (المادة الثانية)

على شركات الاستشارات المالية عن الأوراق المالية المرخص لها من الهيئة الالتزام بالمعايير المرفقة عند قيامها بكافة أعمال التقييم المالي بما فيها دراسات تحديد القيمة العادلة، وتلتزم بالإشارة لذلك في صدر تقاريرها.

ولا تُقبل لدى الهيئة تقارير التقييم المالي المشار إليها بالفقرة السابقة ما لم تتضمن الإشارة في صدر هذه التقارير أنها أعدت بمراعاة معايير التقييم المالي للمنشآت المرفقة بهذا القرار.

<sup>١</sup> تم تعديل القرار بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١١٠ بتاريخ ٢٠٢٣/٦/٢٣، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٠٢٣/٧/٢٦.



### (المادة الثالثة)

يُلغى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٢١) لسنة ٢٠١٠.

### (المادة الرابعة)

لا تخل أحكام هذا القرار بتقارير التقييم المالي بما فيها دراسات تحديد القيمة العادلة المقدمة إلى الهيئة قبل تاريخ العمل بهذا القرار متى كانت مستوفاة للمعايير المعمول بها في حينه.

### (المادة الخامسة)

ينشر هذا القرار في الوقائع المصرية وعلى الموقع الإلكتروني للهيئة والبورصة المصرية، ويعمل به اعتباراً من اليوم التالي لتاريخ نشره بالوقائع المصرية.



# المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت

الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١) لسنة ٢٠١٧

١٨ يناير ٢٠١٧ وفقاً لآخر تعديل بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٣.





## المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت

صفحة	الموضوع
٢	مقدمة ونطاق التطبيق
٦	أولاً: معيار قواعد السلوك المهني
١١	ثانياً: معيار متطلبات الكفاءة المهنية
١٢	ثالثاً: معيار نطاق العمل
١٤	رابعاً: معيار تنفيذ عملية التقييم
١٩	خامساً: معيار معقولية الافتراضات
٢١	سادساً: معيار مناهج وأساليب التقييم
٢٤	سابعاً: معيار اعداد تقرير التقييم ومشمولاته
٣٠	ملحق (أ) مناهج وأساليب التقييم



## مقدمة ونطاق التطبيق

### ١- مقدمة:

يستهدف التقييم المالي تحديد قيمة منشأة أو مشروع في تاريخ محدد ووفقا لمتطلبات قانونية متعددة وبصورة رئيسية إعمالا لاحكام قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولانحته التنفيذية وقواعد قيد وشطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية.

وفى هذا الإطار حرصت الهيئة العامة للرقابة المالية على إصدار معايير مصرفية معتمدة للتقييم المالي للمنشآت ومواكبة المنهجيات وأفضل الممارسات الدولية في المجالات ذات الارتباط استكمالاً لمنظومة الإفصاح والموضوعية، والتي تتضمن معايير المحاسبة المصرية، ومعايير المراجعة المصرية، والمعايير المصرية للتقييم العقارى. وتأتى هذه المعايير لكي تتوج تلك المنظومة التي تهدف في الأساس الى حماية المستثمرين عند تقييم الأوراق المالية لأغراض الطرح والاستحواذ وزيادة رؤوس الأموال وغيرها من القرارات الاستثمارية.

ويشكل القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية الإطار القانوني العام للمعايير المشار إليها.

وقد تم إعداد معايير التقييم المالي بمراعاة اصدار الهيئة العامة للرقابة المالية للمعايير المصرية للتقييم العقارى، وفى هذا الإطار لم تتضمن معايير التقييم المالي توضيح تفصيلى لتقييم الأصول العقارية، ويمكن لمستخدم معايير التقييم المالي الرجوع الى المعايير المصرية للتقييم العقارى فيما يتعلق بالأصول العقارية.

لذا فإن وجود معايير وطنية للقائمين بالتقييم المالي ومعاونيهم لتقييم مختلف أنواع المنشآت والمشروعات انما يهدف لكسب ثقة مختلف الجهات والأطراف ذات العلاقة بأعمال التقييم وحماية المتعاملين وتشجيع الاستثمار. وعلى ذلك صدرت هذه المعايير.

وتعد الهيئة العامة للرقابة المالية الجهة الرقابية الوحيدة فى مصر المسؤولة عن الترخيص لممارسة نشاط المستشار المالي المستقل وإقرار المتطلبات التنظيمية والرقابية الخاصة بهذا النشاط.



## رئيس الهيئة

ولا يجوز قبول تقارير التقييم المالي أو دراسات القيمة العادلة المطلوبة من مستشار مالي مستقل داخل جمهورية مصر العربية - وفقاً لمتطلبات قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والقرارات الصادرة نفاذاً له - إلا إذا كانت موقعة من شركة تمارس نشاط المستشار المالي المستقل صادر لها ترخيص من الهيئة العامة للرقابة المالية ومدون بها رقم الترخيص المشار إليه وبأنها متوافقة مع هذه المعايير.

### ٢- نطاق التطبيق وفقاً للتشريعات المصرية المنظمة لسوق المال:

تسري معايير التقييم المالي على كافة الحالات التي يتطلب فيها قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية إجراء عملية تقييم للشركات أو الأوراق المالية أو غيرها من الأصول التي تتخذ شكل منشأة أو مشروع، وبصفة خاصة في الحالات التالية:

- زيادات رؤوس الأموال بإصدار أسهم جديدة وذلك وفقاً لأحكام المادة رقم ١٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- عروض الشراء وفقاً لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.
- مبادلة الأسهم التي يمتلكها المكتتب في رأس مال شركة أخرى بقصد الاستحواذ أو الاندماج طبقاً للمادة ٢٢ فقرة (و) من اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه.
- دراسة القيمة العادلة التي تتطلبها قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية عند شراء أو بيع شركة مقيد لها أسهم بالبورصة أسهم شركة غير مقيدة أوراقها المالية أو منشأة تمثل قيمتها نسبة ١٠% أو أكثر من حقوق ملكية الشركة المقيدة لها أسهم.
- دراسة فرص النمو والربحية للشركات غير مستوفية شرط الربحية وفقاً لقواعد قيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية.
- تقييم استثمارات صناديق الاستثمار في الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة (ولا سيما صناديق الملكية الخاصة وصناديق الاستثمار العقاري).
- عمليات الاندماج بين الشركات وعمليات تقسيم الشركات المؤسسة وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.



## رئيس الهيئة

- حالات التقييم لأغراض طرح الأوراق المالية.
- حالات تنفيذ عمليات نقل ملكية الأسهم أو الحصص أو زيادات رؤوس الأموال أو إصدار أدوات التمويل القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركات الناشئة وفقاً لاتفاقيات المساهمين بالشركات الناشئة، وذلك في حالة قيام الشركات والجهات التي تمارس نشاط رأس مال المخاطر بالاستثمار في الشركات الناشئة من خلال أدوات التمويل القابلة للتحويل إلى ملكية أسهم ( Convertible Instruments).

هذا وتستخدم المعايير مسمى "المقيم" للإشارة لكل من يقوم بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة. وفي الحالات التي تتطلب فيها التشريعات المنظمة لسوق رأس المال في مصر إعداد تقرير دراسة قيمة عادلة، ينبغي أن تصدر من جهة مرخص لها من الهيئة بممارسة نشاط الاستشارات المالية في مجال الأوراق المالية.

### ٣. مفاهيم وتعريفات

#### مفهوم عملية التقييم

هي عملية تقدير قيمة حقوق الملكية للمنشأة محل التقييم في تاريخ محدد، أخذاً في الاعتبار كافة الحقوق، والمزايا، والمتطلبات، والقيود التي تتعلق بحصة الملكية ايا كان شكلها القانوني.

ويتم ذلك عن طريق استخدام معايير التقييم المالي والتي تعتمد على متغيرات تتعلق بـ :-

(١) توليد المنشأة للعوائد المستقبلية

(٢) مقارنة قيمة المنشأة محل التقييم مع قيمة مايمثلها أو يشابهها من المنشآت الأخرى

(٣) تقدير العوائد الناتجة عن تصفية المنشأة محل التقييم (في الحالات ذات العلاقة).

١ تم إضافة حالة جديدة إلى نهاية الحالات الواردة بنطاق تطبيق معايير التقييم المالي الواردة بالجزء الخاص بـ (مقدمة ونطاق التطبيق) / ٢ - نطاق التطبيق وفقاً للتشريعات المصرية المنظمة لسوق المال) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٠٢٣/٧/٢٦.



## رئيس الهيئة

### مفهوم القيمة

القيمة هي المقابل المالى المقدر كسعر عادل للمنشأة محل التقييم، ويكون هذا التقدير بناء على مجموعة من الافتراضات المستقبلية يتم توظيفها وفقاً لاساليب التقييم المناسبة وفى ضوء الغرض من التقييم، وأهم تلك الافتراضات المستقبلية افتراض استمرارية المنشأة ككيان قائم ومستمر فى أعماله وان هناك قدرة لدى هذا الكيان على توليد المنافع المستقبلية من خلال الاستخدام الأمثل لأصوله – فيما عدا حالات التصفية.

وتختلف القيمة عن السعر السوقى فى أن السعر السوقى هو المقدار المالى الذى يطلب او يعرض أو يدفع فعلياً فى السوق مقابل أصل معين، اي انه السعر الأكثر احتمالاً أو أنه أفضل سعر يمكن للبائع الحصول عليه وأكثر سعر ملائم للمشتري فى تاريخ التقييم.

وفى إطار الغرض من التقييم تتحدد مفاهيم القيمة ومن بينها القيمة العادلة السوقية، القيمة العادلة المحاسبية، القيمة الاستثمارية، والقيمة عند التصفية على النحو التالى:

### ١- القيمة العادلة السوقية (Fair market value):

هى المقابل المالى المقدر كسعر عادل فى عملية تبادل بين طرفين يتمتع كل منهم بالقدرة والارادة الحرة فى اتخاذ القرار فى سوق حر مفتوح للمتعاملين بعد اجراء عمليات التسويق لفترة ملائمة ويفترض التعريف ان طرفى التبادل (المشتري والبائع) يمثلان معظم المتعاملين بهذا السوق وانهم حصلوا على المعلومات الكافية حول طبيعة وخصائص المنشأة محل التقييم ولديهم القدرة على التصرف باستقلالية وحكمة استنادا على المعلومات المتاحة، كلا وفق مصلحته الخاصة وفى إطار ظروف السوق فى تاريخ التقييم.

وتمثل القيمة بالنسبة للمشتري الحالى أو المحتمل تقديراً للمنافع الاقتصادية الحالية والمستقبلية المتوقعة والناشئة عن تملك حقوق ملكية بالمنشأة محل التقييم، أما القيمة للبائع الحالى أو المحتمل فانها تعبر عن السعر الأكثر احتمالاً أن يدفع مقابل التنازل عن تلك المنافع والحقوق.



## رئيس الهيئة

### ٢- القيمة العادلة المحاسبية:

وفقا لمعيار المحاسبة المصري رقم (٤٥) تمثل القيمة العادلة المقابل المالي الذي سيتم الحصول عليه لبيع أصل أو الذي سيتم دفعه لنقل التزام في معاملة منظمة بين المشاركين في السوق في تاريخ القياس، وذلك بغرض إعداد وعرض القوائم المالية.

### ٣- القيمة الاستثمارية (Investment Value):

وهي المقابل المالي للمنشأة محل التقييم من وجهة نظر مستثمر بعينه – أو مجموعة مستثمرين- وذلك لأهداف استثمارية قد تختلف عن باقي المتعاملين في السوق، وهي قيمة تبادل تعتمد على الإيجاب والقبول بين طرفين يتصرف كل منهما باستقلالية ولا تربطهما اي علاقة قد تجعل هذا المقابل لا يتناسب مع السوق أو مبالغ فيه.

وتمثل القيمة الاستثمارية التكاملية تلك التي تنتج عن ضم حصتين او اكثر معا.

### ٤- قيمة التصفية (Liquidation Value):

هي مجموع القيم المتوقعة عن تصفية المنشأة والناجمة عن عملية بيع لأصول المنشأة كل منها منفرداً، وذلك بعد سداد كافة الالتزامات. ويستخدم هذا المفهوم عند التقييم في حالات التعثر المالي أو البدء في إجراءات التصفية.

### ٥- الشركات الناشئة: ٢

هي شركات ذات تاريخ تشغيلي قصير وغالباً ما تكون حديثة الإنشاء وفي طور النمو والبحث عن الأسواق، وبعضها يعتمد على التكنولوجيا لابتكار أشياء جديدة، وتبدأ في كثير من الأحيان برأس مال منخفض وتكاليف مرتفعة مع مرحلة الإنشاء، وتواجه تحديات عديدة في بداياتها للحصول على التمويل اللازم لتنمية حجم عملياتها وتوسعة وجودها في السوق.

٢ تم إضافة البند (٥) الشركات الناشئة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٠٢٣/٧/٢٦.



## رئيس الهيئة

وتظهر الحاجة إلى تقييم الشركات الناشئة من أجل زيادة رؤوس الأموال حسب مرحلة النمو التي تمر بها الشركة، حيث يحتاج المستثمرون الرئيسيون سواء الحاليون أو المرتقبون لتقييم استثماراتهم في ضوء اختلاف العائد والمخاطر حسب كل مرحلة من مراحل نمو الشركة الناشئة.

### أولاً: معيار قواعد السلوك المهني

#### (١) مقدمة

يستهدف المعيار أن يتولى المقيم أداء مهامه بنزاهة وجدية واحترام من خلال التزامه بقواعد السلوك والشرف المهني الواردة بهذا المعيار، والالتزام بمعايير التقييم المالي أو أي معايير فنية أو مهنية تصدرها الهيئة، فضلاً عن الالتزام بالقوانين واللوائح ذات الارتباط بالمنشآت محل التقييم، وأن يبذل عناية الرجل الحرص عند القيام بأي تحليل في إطار أداء مهام التقييم المالي.

#### (٢) قواعد السلوك المهني

##### ١/٢- النزاهة والأمانة:

- أ. يجب ألا يمارس المقيم أي سلوك مهني يتصف بالاخلال بالأمانة أو بالاحتيال أو بالخداع أو يتضمن القيام بأي عمل يمكن أن يكون له أثر سلبي على سمعته أو نزاهته أو كفاءته المهنية.
- ب. يجب ألا يشارك المقيم في أي عملية تقييم مالي موجه نحو الوصول إلى قيمة محددة.

##### ٢/٢- الواجبات تجاه المتعاملين والسوق:

- أ. يجب على المقيم وضع مصالح المتعاملين والمستثمرين المحتملين قبل أي مصالح شخصية، وأن يتعامل بإنصاف وموضوعية مع جميع العملاء عند إبداء أي آراء أو توصيات أو استشارات أو أيه أعمال مرتبطة بالمهنة لهؤلاء العملاء. وفي جميع الاحوال يجب ألا يغفل المقيم انه يعمل للمصالح العام والمستثمرين المحتملين للمنشأة محل التقييم.



رئيس الهيئة

- ب. يجب على المقيم عدم القيام أو مساعدة الآخرين على القيام بأي ممارسات من شأنها التلاعب بالأسعار. ويعتبر المقيم من الأطراف المرتبطة بالمنشأة محل التقييم منذ تكليفه بإعداد التقييم، ويعتبر مطلع علي العمليات موضوع التقييم ومرتبطة بكافة أطراف تلك العمليات.
- ج. يلتزم المقيم بالافصاح للعميل عن طبيعة تعارض المصالح القائم او المحتمل بينه واي من الاطراف العاملة بسوق الاوراق المالية قبل القيام بالتقييم واعداد تقرير التقييم.

٣/٢- الاستقلالية والالتزام بعدم تعارض المصالح:

- أ. لا يجوز للمقيم المالي أداء أعمال التقييم لجهتين- أو أكثر- في نفس الوقت تتعارض مصالحها إلا بموافقة كتابية من كل جهة وأن يفصح عن ذلك في تقرير التقييم أو دراسة القيمة العادلة، وذلك في غير حالات دراسة القيمة العادلة لأوراق مالية بغرض الطرح العام أو الخاص.
- ب. المقيم مسئول عن التأكد من عدم وجود تعارض بين مصلحته الشخصية أو موظفيه أو جهة عمله أو أقربائه حتى الدرجة الثانية أو مشاركوه وبين مصالح العميل أو مصالح الأطراف المستفيدة من التقييم أو دراسة القيمة العادلة. وفي حالة وجود احتمال تعارض يلتزم المقيم بإبلاغ العميل كتابة بذلك قبل قبول التكليف بالعمل. وفي حالة اكتشاف المقيم وجود التعارض بعد التكليف يكون ملزماً بإبلاغ العميل بذلك كتابياً وفي وقت مناسب قبل انتهاء العمل.
- ج. يحظر على المقيم إصدار تقرير تقييم أو دراسة قيمة عادلة بغرض استخدامه لتحديد قيمة أصول أو أدوات مالية مملوكة له أو لأي من أطرافه المرتبطة وذلك وفقاً للتعريف الوارد بنهاية هذا البند الرئيسي.
- د. يحظر على المقيم التعامل علي أوراق مالية أو أصول للمنشأة محل التقييم باستخدام معلومات أو بيانات غير معلنة في السوق أو غير متاحة لسائر المتعاملين ولو كانت هذه البيانات او المعلومات غير مكتملة اثناء فترة التقييم وسواء كانت متعلقة بتعامل وشيك علي هذه الاوراق او بأمر اخر له تأثير جوهري علي أسعار تداول هذه الأوراق أو علي المراكز المالية للجهات المصدرة لها.





## رئيس الهيئة

- ه. يحظر علي المقيم التعامل علي أوراق مالية قام بتقييمها خلال الثلاثة سنوات التالية لتاريخ التقييم، ويحظر عليهم اصدار تقرير تقييم للاستخدام في أي من الأغراض المرتبطة بنطاق تطبيق تلك المعايير وفقاً للتشريعات المنظمة لسوق المال اذا كانت تربطهم علاقة بأحد أطراف صفقة تمت بناءً عليه هذا التقرير .
- و. في حال اذا كان التعاقد مع المقيم كمستشار مالي مستقل وفقاً لما تنظمه تشريعات سوق رأس المال، فيجب توافر الاستقلالية الكاملة له خلال الستة أشهر السابقة على تاريخ التعاقد معه كمستشار مالي مستقل. وفي حالة عروض الشراء يشمل هذا الالتزام عدم تقديم استشارات مالية لأي من راغب الشراء والمنشأة محل العرض لمدة ستة أشهر من انتهاء مدة العرض في حالة عروض الشراء التي لم يتم تنفيذها وثلاثة أشهر من انتهاء مدة العرض في حالة العروض التي تم تنفيذها.
- ز. يجب ألا تعتمد أتعاب المقيم على القيمة التي يتم التوصل اليها للمنشأة محل التقييم او بأية مكاسب او خسائر تنشأ للأطراف ذوي الصلة نتيجة التقارير الصادرة.
- ح. يجب عدم ربط رواتب ومكافآت واتعاب المقيم والعاملين معه بنتائج التقارير والدراسات التي يصدرونها.
- ط. يجب عدم قبول أي هدايا او منح من أي شخص تربطه به علاقات عمل بغرض التأثير على أي نحو على أداءه المهني او عملية التقييم ونتائجه أو بغرض التأثير على حيدة سلوكه.

### الأطراف المرتبطة:

يعد من الأطراف المرتبطة بالمقيم المالي كل من:

- أعضاء مجلس إدارة الشركة التي يصدر عنها التقييم والشخص الطبيعي معد التقييم وفريق العمل المعاون له (والمحللين بالإدارة المختصة بالتقييم) وأقاربهم حتى الدرجة الثانية.
- الشركات التابعة للشركة الواردة بالبند السابق.



## رئيس الهيئة

- المساهم المالك لأغلبية رأسمال الشركة التي يصدر عنها التقييم وكذلك الشركات التابعة له إذا كان شخص إعتباري أو التي يمتلك هو أو أقاربه حتى الدرجة الثانية أغلبية أسهم رأسمالها في حالة الشخص الطبيعي.
- الشركات التابعة للأشخاص الاعتبارية من أعضاء مجلس إدارة الشركة التي يصدر عنها التقييم، وكذلك الشركات التي يمتلكها أغلبية أسهمها معد التقييم أو فريق العمل المعاون له (والمحللين بالإدارة المختصة بالتقييم) أو أعضاء مجلس إدارة الشركة التي يصدر عنها التقييم أو أقارب أي منهم حتى الدرجة الثانية.

### ٤/٢ الموضوعية وتجنب المعلومات المضللة:

- أ. على المقيم أن يحرص عند قيامه بالمفاضلة لاختيار ما هو مناسب او عند تناوله لأي أمر متروك لتقديره الشخصي ان يعتمد على اسس منطقية وموضوعية يبني عليها اختياره او تقديره الشخصي، ثم يوضحها لمستخدم تقرير التقييم حتى يتسنى له فهم النتائج. وفي جميع الاحوال يجب على المقيم الاجتهاد والاعتماد على الاسس المنطقية عند التحليل والمفاضلة والاختيار، ويجب السعي لأن تكون تلك الاسس مدعمة بالأبحاث والاستقصاءات المناسبة بقدر الإمكان. وفي جميع الأحوال لا يجب تعمد استخدام أسس للتقييم بغرض رفع او خفض نتائج التقييم.
- ب. يجب على المقيم عدم استخدام أية معلومات قد حصل عليها لاغراض التقييم أو الاستفادة منها إلا بعد بذل عناية الرجل الحريص للتأكد من صحتها ومصداقيتها ومعقوليتها. وفي حال استند المقيم الى بيانات يصعب التحقق منها او مشكوك فيها ، يلتزم المقيم بالافصاح عن ذلك بوضوح وفي مكان بارز بالتقرير وتوضيح مدى تأثير ذلك على نتائج التقييم .
- ج. يحظر على المقيم تعمد استخدام أو كتابة أو نشر أي تقارير او بيانات أو معلومات مضللة، او إبداء آراء منحازة، ويجب ألا يقوم المقيم متعمداً بإساءة عرض التحليلات المالية أو الاراء والتوصيات ، ويتعين ان يكون العرض منصفاً ودقيقاً وكاملاً.



٥/٢ - الاستعانة بمقيمين آخرين:

يجوز استعانة المقيم بمساعدة أطراف خارجية في حالة التقييمات المتعلقة بالانواع المتخصصة من الأنشطة أو الاصول المرتبطة بالمنشأة محل التقييم، وذلك بعد بذل العناية الكافية لاختيار هؤلاء الأطراف من المتخصصين وممن لديهم القدر المناسب من الكفاءة والخبرة فيما يسند اليهم من أعمال على ان يقدم افصاحاً مناسباً عن ذلك في نطاق العمل قبل الشروع في عملية التقييم وإعداد تقرير التقييم. ولا يعفى هذا المقيم من المسؤولية عن نتائج التقرير النهائية.

٦/٢ - تقرير التقييم أو دراسة القيمة العادلة:

يجب أن يكون تقرير المقيم أو دراسة القيمة العادلة منصفاً ودقيقاً وكاملاً وواضحاً في العرض ، ويشمل ذلك عدم تضمينه أي بيانات أو معلومات عند العلم أنها تحتوي على أخطاء أو أمور غير واضحة أو آراء منحازة ، أو القيام - عن تعمد - بسوء عرض التحليلات المالية أو الآراء والتوصيات.

٧/٢ - السرية:

- أ. يلتزم المقيم بالحفاظ على سرية التقارير واستخدامها للغرض المحدد لها فقط، وحماية أي معلومات متعلقة بالمنشأة محل التقييم قد تنمو إلى علمه أثناء أداء العمل والتي من شأنها التأثير على قيمة المنشأة محل التقييم أو التأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها أو التأثير على اتجاهات التعامل في السوق. كما يلتزم المقيم بالالزام المحليين العاملين لديه بالسرية وعدم عرض نتائج دراساتهم على أي من الاطراف المرتبطة التي تعمل في مجال الاستثمار.
- ب. يلتزم المقيم بعدم الافصاح عن نتائج تقييم تم أدائه لعميل ما لم يكن الافصاح للجهات المحددة بالعقد والمبينة في نطاق العمل مع هذا العميل أو للجهات الرقابية أو القضائية حال طلب ذلك.



٨/٢- الاحتفاظ بالمعلومات:

يجب على المقيم الاحتفاظ بكل ما يتعلق بالتقييم أو دراسة القيمة العادلة من بيانات ومعلومات ومستندات ورقية أو إلكترونية - سواء قدمت من خلال العميل أو غيره وتم الاعتماد عليها أثناء عملية التقييم، وما تم توثيقه من المناهج المستخدمة في التحليل والتقييم، وكذلك تقرير النتائج لمدة لا تقل عن خمسة سنوات من تاريخ تقديم التقرير للجهة طالبة التقييم وذلك دون إخلال بأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية في هذا الشأن، أو بالقوانين ذات العلاقة حسب طبيعة المهمة.

## ثانياً: معيار متطلبات الكفاءة المهنية

### (١) مقدمة

تتطلب اجراء مهام التقييم المالي توافر عدة مقومات أساسية ترتبط بالكفاءة المهنية للمقيم وفريق العمل المعاون له في إعداد تقرير التقييم، وأن يمتلك من التأهيل العلمي والمهني والخبرة العملية والقدرة على التحصل على المعلومات الضرورية ما يفي باحتياجات إعداد تقرير التقييم.

### (٢) المتطلبات العلمية والمهنية :

يجب أن يتوافر في المقيم القدر المناسب من المعرفة والخبرة والتخصص العلمي أو المهني في مجالات التقييم المالي والقدرة على استيعاب المستجدات المتعلقة بالعمل التي تمكنه من انجاز مهمته بصورة سليمة. وفي جميع الأحوال يحظر على المقيم إدعاء تمتعه بمؤهلات غير حاصل عليها أو خبرات لا تتوافر فيه.

### (٣) التعليم المستمر وتنمية المهارات:

يجب ان يكون المقيم على علم ودراية كافية بالقوانين واللوائح والقواعد ذات الارتباط بأعمال التقييم المالي، وملماً بكل ماجاء بتلك المعايير وبمناهج التقييم المتعارف عليها دولياً لتوظيفها بما يخدم اغراض التقييم وطبيعة المنشأة. وعليه المحافظة علي مستواه المعرفي والارتقاء به باستمرار وذلك من خلال برامج للتطوير المهني والإطلاع المستمر علي المستجدات في مجال مهنة التقييم.



#### (٤) قبول مهمة التقييم:

وفي جميع الاحوال يجب علي المقيم عدم قبول القيام بمهام التقييم إلا اذا توقع اكمال مهمته بدرجة عالية من الكفاءة المهنية، حتي يتسني له تعريف وتجميع وتحليل البيانات الفعلية الخاصة بالمنشأة محل التقييم، وممارسة قدر ملائم من الحكم المهني لوضع الافتراضات المستقبلية واختيار منهج/ مناهج التقييم الانسب، والالتزام بهذه المعايير.

#### ثالثاً : معيار نطاق العمل

##### (١) مقدمة

يهدف هذا المعيار الى تحديد عناصر اطار عمل المقيم في ضوء اغراض التقييم المختلفة ، حيث يحتوى على شروط قبول مهمة التقييم وكذلك المحتويات الواجب توافرها عند اعداد خطاب الارتباط (التكليف) مع العميل ، وذلك على النحو التالي :-

##### (٢) قبول مهمة التقييم

يقصد بها قبول المقيم لعملية التقييم في ضوء عدم وجود قيود تحد من استقلاليته وموضوعيته والتزاماته بناءً علي المتطلبات الواردة بهذه المعايير ومتطلبات الجهات المعنية المقدم اليها تقرير التقييم.

##### (٣) خطاب الارتباط مع العميل

يمثل خطاب الارتباط تعاقداً كتابي بين المقيم والجهة (أو الجهات) طالبة التقييم لتحديد نطاق العمل وتوقيتاته وأتعاب القائم بالتقييم. ويتم تحديد نطاق عمل المقيم بالعقد المحرر في ضوء الغرض من التقييم.

ويجب أن يتضمن خطاب الارتباط على الأقل ما يلي:-

أ. أن يتضمن التعاقد على ما يؤكد على ان المقيم :



## رئيس الهيئة

١. ضمن المقيد اسمائهم فى سجل المستشارين الماليين المستقلين لدى الهيئة (فى حالات التقييم التى تتطلبها التشريعات المنظمة لسوق رأس المال).

٢. لا يوجد لديه تعارض مصالح وفقاً لما هو منصوص عليه فى "معيار السلوك والشرف المهني".

ب. تحديد العميل وأى مستخدمين آخرين لنتائج التقييم

يجب أن يتم تحديد الجهة (الجهات) طالبة التقييم وأى مستخدم آخر لنتائج التقييم. كما يتعين الإفصاح عن اية قيود على الاستخدام للنتائج الواردة بالتقرير .

ج. الغرض من التقييم

يتم تحديد الغرض من التقييم والإفصاح عنه بوضوح عند قبول العميل وفى ضوء ما ورد بنطاق تطبيق هذه المعايير.

د) تاريخ بدأ مهمة التقييم

هـ) طبيعة ومصادر المعلومات

يتعين الإفصاح بقدر الإمكان عن طبيعة ومصادر البيانات والمعلومات التى ستنهجها الجهة طالبة التقييم وكذا المصادر الرئيسية للمعلومات التى سيستعين بها المقيم. وفى حالة وجود قيود أو محددات بشأن تلك المعلومات لها تأثير على عمل المقيم ينبغى الإفصاح عنها فى خطاب الارتباط.

و) التأكيد على انجاز التقييم وفق المعايير المصرية للتقييم المالي

ز) وصف التقرير

يتعين تضمين خطاب الارتباط وصف عام لما سيضمه التقرير، بما لا يخالف البنود الواردة فى "معيار اعداد تقرير التقييم ومشمولاته". ويجب الإفصاح عند استبعاد أى عنصر من العناصر الواردة ومبررات ذلك.



ح) التوقيتات المقدرة للانتهاء من مهمة التقييم

ط) المقابل المالي المستحق للمقيم عن القيام بعمله.

#### (٤) التعديلات على نطاق العمل

قد يطرأ في بعض الاحوال ما يستوجب اجراء تعديلات ضرورية على نطاق العمل خلال عملية التقييم أو ظهور قيود فيما يخص مدى إتاحة المعلومات. وفي هذه الحالة يتم تعديل خطاب الارتباط أو توقيع ملحق له.

### رابعاً - معيار تنفيذ عملية التقييم

#### (١) مقدمة

يتطلب القيام بعملية التقييم اتخاذ المقيّم مجموعة من الخطوات الاساسية علي النحو التالي:

المرحلة الأولى: فهم طبيعة نشاط المنشأة محل التقييم.

المرحلة الثانية: وضع التقديرات لأداء المنشأة المستقبلي.

المرحلة الثالثة: اختيار منهج أو أكثر للتقييم.

المرحلة الرابعة: معالجة نتائج تطبيق مناهج وأساليب التقييم والوصول للرأى النهائى

المرحلة الخامسة: الانتهاء من إعداد تقرير التقييم

#### (٢) مرحلة فهم طبيعة نشاط المنشأة محل التقييم

المرحلة الأولى في عملية التقييم هي فهم طبيعة ونشاط المنشأة محل التقييم وهي تتضمن – وفقاً لما تقتضيه

كل حالة - جمع وتحليل البيانات والمعلومات اللازمة وذلك كما يلي:



- تحليل الظروف المحيطة بالمنشأة (تحليل الاقتصاد الكلي والقطاع والصناعة)
- تحليل مميزات المنشأة التنافسية واستراتيجيتها المستقبلية.
- تحليل المعلومات والبيانات التاريخية التي تخص أداء للمنشأة.

### أ. تحليل الظروف المحيطة بالمنشأة (تحليل الاقتصاد الكلي والقطاع والصناعة)

يقصد بتحليل الظروف المحيطة بالمنشأة تحليل كافة الاعتبارات التجارية والفنية والاقتصادية والتشريعية المؤثرة - أو المتوقع لها أن تؤثر - في أداء المنشأة والقطاع الذي تنتمي له والمخاطر المرتبطة بها.

وللمقيم أن يبدأ دراسته للظروف المحيطة بالمنشأة من الأعم الى الأخص ، من خلال البدء بدراسة الظروف المحيطة اولا وتأثيرها على القطاع فالمنشأة محل التقييم ويطلق عليه مدخل "من أعلى الى أسفل" (top down approach)، أو ان يبدأ المقيم بالأخص ثم الأعم أى بدراسة المنشأة محل التقييم ومدى تاثيرها بالقطاع الذى تعمل به و الظروف المحيطة بها ويطلق على ذلك مدخل "من أسفل الى أعلى" (bottom up approach).

و لكى يقوم المقيم بتقييم المخاطر المحيطة بالمنشأة يجب ان يقوم بجمع وتحليل ودراسة البيانات والمعلومات ذات العلاقة التي تخص الاقتصاد الكلي والقطاع والصناعة التي تنتمي اليها المنشأة كما يجب ان يطلع المقيم على ما يرتبط بالمنشأة من قوانين تنظم عملها او تخضع لها. وذلك للمساعدة في تحقيق الفهم اللازم لاستراتيجية المنشأة المتبعة في التعامل مع هذه المخاطر. و أبرز المهام التي تحتاج الى جهد مكثف من المقيم دراسة حساسية نتائج أعمال المنشأة للتغيرات التي قد تحدث في احد تلك العناصر الجوهرية (ومنها دراسة مدى تاثر أرباح الشركة بالتغير في أسعار المدخلات الرئيسية نتيجة تغير أسعار الصرف او الضرائب او التشريعات الخ..).





## أ/ تحليل الاقتصاد الكلي

يقوم المقيم بتحديد الاعتبارات والمخاطر الرئيسية المؤثرة في الاقتصاد الذي تعمل فيه المنشأة مع مراعاة ان الاقتصاديات المحلية تعمل ضمن منظومة اكبر تتمثل في الاقتصاد الدولي وأن اقتصاديات الدول تؤثر وتتأثر ببعضها البعض وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة ومن بين تلك الاعتبارات والمخاطر مايلي:-

- معدلات النمو الاقتصادية والنتائج المحلي الإجمالي ومستويات التضخم المرتبطة بها .
- السياسات النقدية والمالية وتوجهاتها بشأن أسعار صرف العملات ومعدلات الفائدة و الضرائب .
- الاستقرار السياسي والتشريعي .
- وفي جميع الأحوال على المقيم ان يحدد مدى تآثر المنشأة محل التقييم بتلك الاعتبارات والمخاطر ومدى تأثيرها على تحقيقها على نتائج أعمالها مستقبلاً .

## ب/ تحليل القطاع و الصناعة

على المقيم التعرف على أوضاع القطاع او الصناعة الذي تعمل به المنشأة، ومن ذلك :

- أ- التعرف على الخصائص الفنية والمؤشرات الاقتصادية للقطاع او الصناعة .
- ب- التعرف على أثر تلك العناصر الفنية والاقتصادية على الاعتبارات الجوهرية التي تخص المنشأة مثل تسعير المنتجات أو الخدمات ، تكلفة المدخلات، حجم الطلب والعرض بالسوق .

## ب- تحليل مميزات المنشأة التنافسية واستراتيجياتها المستقبلية

يتعرف المقيم على الوضع التنافسي للمنشأة محل التقييم وخطتها وتوجهاتها المستقبلية وما يرتبط بذلك من فرضيات في التسعير وشروط البيع وشروط السداد للموردين ومعدلات التخزين والاستثمارات المطلوبة للتوسع أو للإحلال والتجديد واحتياجات التمويل وغيرها .



## ج-تحليل المعلومات والبيانات التاريخية التي تخص أداء المنشأة .

على المقيم الحصول على البيانات والمعلومات التاريخية الخاصة بالمنشأة محل التقييم، وودلك بغرض:

### ج/١ تحليل البيانات المالية

من أهم الاسس الجوهرية التي يركز عليها المقيم اثناء عملية التقييم هي المعلومات المالية التي تتضمنها القوائم المالية للمنشأة (المستقلة والمجمعة) وتقارير مراقبي الحسابات وتقارير مجلس الادارة.

ويتيح جميع كافة المعلومات المالية واستعراضها بشكل تفصيلي للمقيم فهم المؤشرات التاريخية لأداء التاريخية، والحكم على مدى موضوعية التقديرات المستقبلية لأداء المنشأة وخطتها وما يرتبط بها من تقديرات مالية.

وقد يتطلب الأمر بعد تحليل القوائم المالية أن يعمل المقيم على تعديل لبعض الفرضيات بهدف سلامة وموضوعية حساب او تبويب أيًا من عناصر الإيرادات والمصروفات والأصول والالتزامات الخاصة بالمنشأة قبل استخدامها في تقدير التنبؤات المستقبلية.

### ج/٢ تحليل البيانات غير المالية

استكمالاً لدراسة المقيم لابد له من التعرف أيضاً على البيانات والمعلومات غير المالية التي قد يكون لها تأثير على عملها ومنها:

- الشكل القانوني للمنشأة وتحديد ما اذا كان هناك فئات مختلفة من الملكية في المنشأة ولأي منها حقوق وامتيازات مختلفة عن الاخرى.

- الحقوق والامتيازات التعاقدية المرتبطة باصول المنشأة - وكذا وضع ملكية الأصول العقارية - ومدى وجود أي قيود على انتقال ملكية تلك الأصول يتعين مراعاتها عن التقييم.

- التراخيص الحاصلة عليها المنشأة لممارسة نشاط أو أكثر.



### (٣) مرحلة وضع التقديرات لأداء المنشأة المستقبلية

المرحلة التالية في عملية التقييم – في الحالات التي تتطلب ذلك - تتمثل في إعداد المقيم لتقديرات مستقبلية لأداء المنشأة على ضوء أوضاعها الحالية وخططها المستقبلية وتقديرات إدارتها العليا، وأن يتم ترجمة ذلك إلى قوائم مالية مستقبلية في ظل تنفيذها للخطط الاستراتيجية التي تم تحديدها من قبل الإدارة العليا، من خلال دراسة طرق تنفيذها ومدى نجاحها في السوق وانعكاس ذلك على ربحيتها. وفي ضوء هذا الاداء يضع المقيم تصورا عن أداء المنشأة المستقبلية وادائها بالنسبة للسوق ككل.

مع مراعاة ان يقوم المقيم عند التنبؤ بأداء المنشأة المستقبلية باستبعاد اثر العمليات الغير تشغيلية والغير متكررة من التنبؤات مع كافة التعديلات الأخرى التي قد يراها المقيم ضرورية على القوائم المالية التقديرية. وعلى المقيم أيضاً مراعاة تضمين تقريره الفرضيات التي تم على أساسها تقدير العناصر المختلفة للقوائم المالية المستقبلية، وفي حال وجود تباين كبير في نسب ومعدلات معينة (مثل هامش الربح أو عدد أيام المخزون أو نسبة أرصدة العملاء إلى المبيعات إلخ...) بين الفترات الزمنية المختلفة يجب تقديم تبرير لذلك.

### (٤) مرحلة اختيار منهج أو أكثر للتقييم.

الخطوة التالية في عملية التقييم هي اختيار منهج مناسب أو أكثر للتقييم وهو ما يتناوله "معياري مناهج وأساليب التقييم المالي".

وتزداد مصداقية نتائج التقييم كلما تعددت المناهج والأساليب المناسبة المستخدمة ، لان القيم الناتجة عن المناهج والأساليب المختلفة تؤكد على بعضها البعض او توظف معا للتوصل الى القيمة النهائية.

وعلى المقيم استخدام أكثر من منهج أو أسلوب في التقييم و يجب الاخذ في الاعتبار معقولية مجال القيم التي تم التوصل اليها في تلك النتائج . وفي حال الاقتصار على تبني أسلوب واحد فقط في التقييم، على المقيم أن يضمن تقرير التقييم الأسباب التي دعت لذلك.



## (٥) مرحلة معالجة نتائج تطبيق مناهج وأساليب التقييم والوصول للرأى النهائي

وتتضمن التوصل الى قيمة المنشأة مع مراعاة الاعتبارات الآتية:-

أ. تطبيق اختبار الحساسية على المدخلات الجوهرية لدراسة التقييم للوصول الى صورة اكثر مصداقية لنتائج التقييم (وذلك عن طريق اختبار تأثير تغير كل مدخل جوهرى من مدخلات نموذج التقييم على نتائجه).

ب. تطبيق بعض التسويات على القيمة العادلة في بعض الحالات والتي تتضمن على سبيل المثال وليس الحصر:-

- تطبيق خصم لكون الحصة محل التقييم تمثل أقلية أو لعدم وجود سوق نشط للورقة المالية.
- تضمين قيم الاصول الزائدة أو غير المستغلة عند حساب القيمة النهائية (مثال: الزيادة في السيولة النقدية والاستثمارات المالية أو العقارية غير المستغلة) وعلى ان يؤخذ فى الاعتبار أى التزامات ضريبية ترتبط بالتصرف فى تلك الاصول.
- ان يظهر المقيم الاصول او الالتزامات الغير مسجلة - أى التي لا تظهر فى قائمة المركز المالي- عند التقييم. وأمثلة ذلك جميع الاصول غير الملموسة بخلاف الشهرة مثل براءات الاختراع او الالتزامات العرضية الاخرى.

## (٦) الانتهاء من إعداد تقرير التقييم

فى ضوء قيام المقيم بمراحل العمل السابقة، يتم الانتهاء من إعداد تقرير التقييم وفقاً لما نظمه "معيار إعداد تقرير التقييم ومشتملاته".

## (٧) تزويد الهيئة بالبيانات والمعلومات التي تطلبها:<sup>٢</sup>

يلتزم المقيم فى جميع مراحل تنفيذ عملية التقييم بتزويد الهيئة بالبيانات والمعلومات والمستندات والتقارير التي تطلبها خلال فترة لا تتجاوز يومى عمل، وكذا موافاتها بالتقييم المبدئى والنهائى فور الانتهاء منهما.

<sup>٢</sup> تم إضافة البند رقم (٧) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١١٠ بتاريخ ٢٣/٦/٢٠٢٠.



## خامساً: معيار معقولية الافتراضات

### (١) مقدمة

يعتمد تقييم المنشأة علي دراسة وتبنى الافتراضات اللازمة - مالية وغير مالية - لتوقع الاحداث المستقبلية (مع قياس رد فعل المنشأة المحتمل تجاهها) وإعداد التقديرات المستقبلية. ويتطلب إعداد تلك التقديرات قدراً كبيراً من الحكم الشخصي للمقيم نظراً لطبيعتها، مع وجوب الحرص على معقولية تلك الافتراضات في ضوء الأداء التاريخي للمنشأة وأوضاع الشركات المشابهة وظروف المنافسة والتوقعات المستقبلية.

### (١) السعي للتحقق من معقولية الافتراضات

يتعين على المقيم الحصول على أدلة أو قرائن كافية فيما يتعلق بملاءمة ومعقولية الافتراضات لتعزيز القدرة على الاعتماد عليها في التقدير والتحليل والتنبؤ بالقيم، مع مراعاة عدم استغلالها في مغالاة القيمة أو بخسها. وعليه توظيف تلك الافتراضات بنماذج التقييم المختلفة للحصول على افضل التقديرات للقيمة.

وعلى المقيم استعراض تلك الافتراضات بصورة وافية في تقريره وأن يبين ما قام به من تحليل للتوصل الى قيم المتغيرات وأسس تبنيتها. ويمكن للمقيم الاستناد الي المصادر المختلفة الموثوق فيها والتي يمكن الاعتماد عليها ومن بينها القوائم المالية للمنشأة واية بيانات معتمدة صادرة عنها، وكذا الجهات المصدرة لبيانات ذات ارتباط بعملية التقييم .

وقد تقدم ادارة المنشأة محل التقييم للمقيم المعلومات المالية المستقبلية بما في ذلك الافتراضات التي بني عليها تلك المعلومات الا انه في كل الاحوال تظل مسئولية المقيم هي التحقق بنفسه من معقولية وملائمة تلك الافتراضات حتي يتسني له الاعتماد عليها في التقييم.

### (٢) اعتبارات خاصة بالافتراضات:-

عند تبنى افتراضات من قبل المقيم لأغراض إعداد التقديرات المستقبلية عليه أن يأخذ بالاعتبارات التالية:



## رئيس الهيئة

- المقارنة بمستويات النمو التاريخية التي حققتها المنشأة ونسب النمو في الصناعة او النشاط الذي تعمل به المنشأة، بمراعاة وضع الاقتصاد ككل. وفي حالة وجود انحراف جوهري عن تلك المستويات التاريخية يراعى ايضاح مبرر ذلك الانحراف.
  - ان تكون معبرة عن وضع المنشأة الحقيقي للاستدلال علي وضعها المستقبلي مع اجراء التعديلات الفنية اللازمة علي البيانات المالية للمنشأة لتحديد اثر اية ظروف استثنائية (ان وجدت) وقياس الايرادات المستدامة.
  - ان تكون مبنية على ما تستوعبه قدرة المنشأة على توليد الايرادات من انشطتها ومتسقة مع خبرات ادارتها الحالية في توظيف اصولها، ما لم يحدث اي تغيرات جوهرية (مثل مشروعات توسع أو إضافة خطوط إنتاج أو ما شابه).
  - ان تكون مبنية على الخطط والتوجهات المستقبلية للمنشأة في ضوء ما توفره متغيرات السوق من فرص، وما تمتلكه المنشأة من نقاط قوة وضعف.
  - ان تعكس بقدر الإمكان مخاطر التذبذب في الظروف المستقبلية الخاصة بوضع كلا من المنشأة والصناعة والسوق بكافة مؤشرات ذات الارتباط (اقتصادية وسياسية وتشريعية وتكنولوجية.. الخ)
- وفي حال استناد المقيم الى متغيرات يصعب التحقق منها مع عدم وجود بدائل او أدله وقرائن لاثباتها، فعلى المقيم الاخذ بذلك في الاعتبار عند تقييم مخاطر المنشأة محل التقييم، ويلتزم بالافصاح عن ذلك بوضوح وفي مكان بارز بالتقرير مع اضافة معامل خصم اضافي لمعالجة اي مخاطر اضافية ناتجة عن ذلك بنتائج التقييم.



## سادساً : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى

### (١) مقدمة

تتعدد المناهج والأساليب المستخدمة في التقييم، ويتناول هذا المعيار أهمها وفقاً للممارسات الدولية المنفق عليها، كما يعرض ملحق (أ) تفصيلات أكثر بشأنها.

ويتعين علي المقيم اختيار المنهج (أو المناهج) الأكثر ملائمة لتقييم المنشأة بناء على تعريف القيمة المراد الوصول إليها وكذا الغرض من عملية التقييم ، وذلك فى ضوء عدد من الاعتبارات ومنها:-

- طبيعة المنشأة محل التقييم، والمرحلة العمرية لها والخصائص التى تتفرد بها المنشأة.
- النظرة المستقبلية للمنشأة و للصناعة وظروف السوق ككل .
- ما يتوافر للمقيم من بيانات ومعلومات فعلية يمكن الاعتماد عليها عند استخدام النموذج المناسب.
- المنهج والاسلوب الاكثر ملائمة وشيوعا بين المتعاملين فى السوق .

وبشكل عام لا يكفي استخدام منهج واحد من مناهج التقييم للتوصل لقيمة المنشأة ، حيث تزداد معقولية ومصداقية التقييم من خلال بناء مجال القيم باستخدام عديد من المناهج المناسبة ،على ان تكون القيمة العادلة للمنشأة كنقطة وسط فى هذا المجال.

ويراعى عند تقييم المنشآت المالية المقيم معظم اصولها بالقيمة العادلة أو التى تدير موارد طبيعية او الشركات حديثة التأسيس او التى فى مراحلها المبكرة يتعين تضمين منهج الأصول ضمن المناهج المستخدمة فى عملية التقييم.

ويجب على المقيم فى حالة استخدام مناهج اخرى غير الوارد ذكرها بتلك المعايير أن يفصح عن ذلك والمبررات والمحددات التى تطلبت استخدامه لتلك المناهج فقد يتطلب تقييم الحصص العينية بغرض زيادة رأس المال استخدام مناهج أخرى مثل استخدام معايير التقييم العقاري إن كانت الحصص العينية تتضمن أصول عقارية.



## رئيس الهيئة

ويلزم عند التقييم المالي للشركات الناشئة مراعاة القيام بتحليل أولى لكل من العوامل المادية وغير المادية لكل حالة، لاختلاف الأهمية النسبية لكل عامل منها باختلاف القطاعات التي تنتمي إليها الشركة محل التقييم، كما يلزم دراسة أثر تلك العوامل على الشركة محل التقييم وكذلك على قدرة الشركة على تحقيق الأرباح المرتقبة مستقبلاً.

### (٢) مناهج وأساليب التقييم المالي المتعارف عليها للشركات ذات التاريخ والتي زاولت النشاط<sup>٤</sup>

#### أ. منهج الدخل

يستخدم هذا المنهج مؤشرات للقيمة عن طريق تحويل صافي التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة محل التقييم إلى قيمة حالية من خلال تطبيق معامل خصم مناسب.

و يستعرض هذا المنهج الدخل الذي تولده المنشأة من خلال عملياتها التشغيلية، الحالية والمتوقعة والمبنية على أسس وافترضات موضوعية ومعقولة للمنشأة محل التقييم، وفي بعض الحالات قد يحتاج المقيم إلى إجراء تعديلات على الدخل المتوقع للمنشأة لإظهاره في صورة أكثر مصداقية ومعقولة والتي من بينها ضبط التكاليف المتعاقد عليها مع الأطراف ذات العلاقة لتعكس أسعار ومعدلات السوق، استبعاد الإيرادات والمصروفات غير المتكررة، ضبط المخزون والاهلاكات والالتزامات الضريبية المتوقعة للمنشأة لتقارب الواقع الاقتصادي للمنشأة بدقة.

ويندرج تحت هذا المنهج عدة أساليب وطرق للتقييم تختلف باختلاف نوع الدخل المتوقع على مدار فترة التقييم، والتي منها على سبيل المثال:

- نموذج التوزيعات النقدية
- نماذج التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة أو مساهميتها.
- نموذج الأرباح المتبقية

<sup>٤</sup> تم إضافة فقرة تالية للفقرة الرابعة من (سادساً: معيار مناهج وأساليب التقييم المالي / ١- مقدمة) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٠٢٣/٧/٢٦. تم استبدال عبارة «مناهج وأساليب التقييم المالي المتعارف عليها للشركات ذات التاريخ والتي زاولت النشاط» بعبارة «مناهج وأساليب التقييم المالي المتعارف عليها» الواردة بالبند «٢» من المعيار (سادساً: معيار مناهج وأساليب التقييم المالي) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٠٢٣/٧/٢٦.





## رئيس الهيئة

### ب. منهج السوق

يستخدم هذا المنهج مؤشرات للقيمة عن طريق مقارنة المنشأة محل التقييم مع مثيلاتها في السوق. ويبدأ بدراسة اسعار المنشآت المماثلة او عمليات بيع حديثة لمنشآت مماثلة علي أن تكون تلك الأسعار واضحة وجري تحليلها تحليلا موضوعياً، ثم يتم تعديل السعر ليعكس الاختلافات بين الخصائص الفنية و القانونية والاقتصادية للمنشأة محل التقييم.

ويندرج تحت هذا المنهج عدة طرق معتمدة على استخدام المضاعفات المالية والتي منها على سبيل المثال:-

- طرق مضاعفات الربحية
- طريقة مضاعف القيمة الدفترية
- طرق مضاعفات التدفقات النقدية.

### ج. منهج الاصول (التكلفة الاستبدالية)

يستخدم هذا المنهج مؤشرات للقيمة باستخدام المبدأ الاقتصادي الذي ينص على ان المشتري لا يدفع مقابل حصوله على منشأة اكثر من تكلفة شراء او بناء منشأة تعادله، مالم تكن هناك أسباب او مخاطر تحول دون ذلك .

ويبدأ هذا المنهج بتقدير القيم السوقية لاصول والتزامات المنشأة ، ومن ثم يتم الوصول الى القيمة العادلة للمنشأة عن طريق حساب صافي القيمة السوقية للأصول بعد خصم كافة الالتزامات التي عليها.

### د. منهج التقييم من خلال تجميع الاجزاء المكونة للمنشأة

يتطلب تقييم المنشأة باستخدام هذا المنهج تقييم أجزاءها المختلفة باستخدام المنهج المناسب من المناهج السابقة لكل جزء منها ، ثم يتم تجميع تلك القيم معاً للتوصل الى قيمة المنشأة ككل.

ولابد من أن يؤخذ في الإعتبار مدى التجانس بين الاجزاء تحت مظلة كيان واحد حيث يؤثر ذلك على القيمة الاجمالية للمنشأة.



### (٣) مناهج وأساليب التقييم المالي للشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات):<sup>١</sup>

#### • طريقة رأس مال المخاطر

تستخدم هذه الطريقة لتقييم الشركات الناشئة في مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد، وتقوم على أساس افتراض عدة عوامل منها؛ قيمة الشركة عند التخرج بعد عدة سنوات، وتحديد العائد المتوقع على الاستثمار (معامل تكلفة رأس مال المخاطر)، وكذا حساب نسبة المستثمر عند التخرج، ثم تحديد النسبة التي سيحصل عليها بمراعاة التخفيض المتوقع لحصته في ضوء ما تسفر عنه زيادة رؤوس الأموال المستقبلية، ويتوصل من خلال ذلك إلى تقييم ما بعد زيادة رأس المال أو التمويل المتحصل عليه، ثم يخصم مبلغ الاستثمار المحصل في الزيادة الأولى للوصول إلى تقييم ما قبل الاستثمار.

ويندرج تحت هذه الطريقة عدة أساليب للتقييم، ومنها على سبيل المثال:

-الطريقة الاساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC).

-الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر (Modified VC).

وتخضع الشركات المشار إليها (بعد تحقيق الإيراد - تحقيق المبيعات) إلى معايير التقييم المالي المعمول بها في شأن الشركات ذات التاريخ والتي زاولت النشاط.

هذا ويتناول الملحق (أ) بهذه المعايير بتفصيل أكبر مناهج التقييم والأساليب المختلفة لكل منها.

١ تم إضافة بند جديد برقم «٣» إلى نهاية المعيار (سادساً: معيار مناهج وأساليب التقييم المالي) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٠٢٣/٧/٢٦.



## سابعاً : معيار إعداد تقرير التقييم ومشمولاته

### (١) مقدمة

يعد تقرير التقييم أداة لتوصيل رأى المقيم فى القيمة العادلة ونتائج عملية التقييم الى مستخدميه، لذا يجب أن يستعرض الأسس الموضوعية والنزيهة والعادلة المستخدمة للوصول الى نتائج التقييم وأن يتضمن وصف دقيق وواضح لنطاق مهمة التقييم وغرضه واستخدامه. وفى جميع الأحوال يجب ألا يظهر التقرير بصورة غامضة او مضللة.

### (٢) إعداد تقرير التقييم

على المقيم مراعاة ما يلى عند إعداد التقرير:

- أ. أن يتسم التقرير بالوضوح ومنطقية التسلسل فى العرض
- ب. أن يتم مراجعة التقرير من حيث دقة البيانات وسلامة إعداد التقديرات المالية وكذا سلامة تطبيق مختلف طرق وأساليب التقييم من خلال شخص (أو أكثر) بخلاف المسئول عن إعداد تقرير التقييم.
- ج. أن يتضمن ذكر مصادر البيانات والاحصاءات المتضمنة (سواء القوائم المالية المعتمدة أو الادارة أو مصادر خارجية أو آراء خبراء أو تقديره الشخصى)
- د. فى حال ظهور بيانات أحدث من المصادر التى تم الاستعانة بها فى التقرير قبل إصداره، يتوجب على المقيم تحديثها أو الإشارة لها فى التقرير.
- هـ. فى حال تضمن تقرير التقييم افتراضات مستقبلية للعام الذى يلى القوائم المالية التاريخية للمنشأة (عن سنة أو ربع سنة) ومر شهران أو أكثر على تاريخ صدور تلك القوائم المالية ولم يكن تقرير التقييم قد تم تسليمه للعميل، فعلى المقيم التعرف من إدارة المنشأة على مدى سلامة تحقق الفرضيات الخاصة بتلك السنة فى خلال الفترة (مثل قيمة المبيعات أو أسعار الصرف أو تكلفة المدخلات أو هامش الربح أو تكلفة التمويل أو معدلات إنجاز التوسعات وغيرها) والإشارة لذلك أو تحديث الفرضيات ونماذج التقييم إن كان التغييرات جوهرية.



## رئيس الهيئة

و. يجب أن يؤرخ ويوقع تقرير التقييم من القائم بإعداده. مع ذكر رقم تسجيله لدى الهيئة فى حالة تقارير دراسة القيمة العادلة التى تتطلبها التشريعات المنظمة لسوق رأس المال.

### (٣) مشتملات تقرير التقييم

وحتى يتحقق الغرض من تقرير تقييم ويتسم بالمصادقية والقابلية للدراسة والمقارنة، يجب أن يشتمل التقرير كحد أدنى على:

#### (أ) ملخص تنفيذى

يستعرض فيه المقيم بايجاز البنود الواردة أدناه ، بما يحقق فهم صحيح وواضح للتقييم.

#### (ب) مهمة التقييم

##### ب/١ الإفصاح عن بنود نطاق العمل

يجب الإفصاح عن جميع ما ورد فى نطاق العمل من بنود تم الاتفاق عليها بين المقيم والجهة طالبة التقييم فى صورتها النهائية، ومنها : الغرض من التقييم ، وهوية كل من المقيم والجهة طالبة التقييم وأى مستخدمين آخرين لنتائج التقييم ،

##### ب/٢ الإستعانة بأشخاص خارجيين

فى حالة حصول المقيم على مساعدة جوهرية من آخرين فى أى جانب من جوانب عملية التقييم، يجب الإشارة اليهم وطبيعة المساعدة ومدى الاعتماد عليها فى هذا الجزء من التقرير.

##### ب/٣ الإفصاح عن الإستقلالية

يجب الإفصاح فى هذا الجزء من التقرير عن مدى توافر الإستقلالية الكاملة أو أى أمور أخرى من شأنها أن تنشأ تعارض للمصالح القائمة او المحتملة مع الجهة طالبة التقييم او بالمنشأة محل التقييم او الأطراف المرتبطة بأى منهما، سواء كانت هذه المصلحة تنشأ عن علاقة مشتركة او متعارضة.



رئيس الهيئة

ب/٤ قيود على استخدام التقرير :

يجب أن يفصح المقيم في هذا الجزء من التقرير عن أى اشتراطات أو محددات عامة يتم الأخذ بها عند استخدام التقرير.

ب/٥ تاريخ التقييم وتاريخ اصدار التقرير:

يجب أن يتضمن هذا الجزء من التقرير تاريخ التقييم، وهو التاريخ المتخذ كأساس للتقييم. وقد يختلف هذا التاريخ عن تاريخ اصدار التقرير. ويوضح بالتقرير مدة صلاحية استخدام التقييم الوارد به ولا تزيد في جميع الأحوال عن ستة أشهر.

ب/٦ اقرارات من المقيم :

يجب أن يتضمن هذا الجزء من التقرير ما يفيد الإقرار بما يلي:

- أ. أن عملية التقييم ونتائجها تمت بالالتزام بالمعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت والقوانين والقواعد القانونية السارية.
- ب. أن المقابل المالى المستحق للمقيم لا تعتمد على قيمة التقييم أو نتيجة استخدامه.
- ج. أن التحليل والنتائج لا يقيد بها سوى القيود الواردة بالتقرير.
- د. عدم إشتراك اشخاص – بخلاف من ورد ذكرهم بالتقرير – لهم علاقه بأى جزء جوهري من عملية التقييم.

ب/٧ فقرة إخلاء المسؤولية ( Disclaimer ) :

يجوز للمقيم أن يضع فى هذا الجزء من التقرير فقرة إخلاء مسؤولية، ويمكن أن تتضمن ما يلي:

- ان البيانات والمعلومات المالية التاريخية المقدمة من ادارة المنشأة وممثليها تعتبر مسؤولية ادارة المنشأة ومراقب حساباتها، وليس على المقيم اجراء اى مراجعة للتحقق من صحة هذه البيانات.



## رئيس الهيئة

- أن البيانات والمعلومات التي تم استخدامها في التقييم وتم الاستناد إليها في اعداد تقرير التقييم – فيما عدا التحفظات الواردة في التقرير بشأن بعضها- كافية للوصول للتقييم في تاريخ اعداده وأنه بذل عناية الرجل الحريص للتحقق منها.
  - أن التقرير لا يستخدم إلا في الغرض المعد من أجله.
  - أن التقييم والفرضيات التي بنى عليها قد تتغير بعد اعداد التقرير في ضوء تغير ظروف المنشأة أو السوق أو التشريعات المنظمة.
- ولا يجوز للمقيم أن يضمن فقرة إخلاء مسؤولية، أياً من العبارات التي تنفي مسؤوليته عن بذل عناية الرجل الحريص للتحقق من معقولية الافتراضات التي بنيت عليها التقديرات المستقبلية أو أن دور المقيم اقتصر على إعداد القوائم المالية التقديرية ونماذج التقييم في ضوء المعلومات والبيانات التي زودته بها إدارة المنشأة أو أياً من الملاك.

### ج. مصادر البيانات والمعلومات والقيود عليها

يجب علي المقيم استعراض مصادر البيانات أو المعلومات المستخدمة واية قيود علي استخدامها او أنة ظروف خاصة أثرت على عملية التقييم، وفي حال استناد المقيم الى بيانات او معلومات يصعب التحقق منها مع عدم توافر بدائل او قرائن لاثباتها ، فيلزم الإشارة بوضوح الى هذا الامر في مكان بارز بالتقرير الصادر مع توضيح تأثيره على التقدير والتحليل والنتائج. وعلي المقيم في جيع الأحوال القيام بالاستفسارات والمناقشات لتوفير الطمأنينة الى عدم وجود ما يدعو للاعتقاد بأن البيانات أو المعلومات المستخدمة غير صحيحة. وفي حالة وجود أية شبهات أو شكوك تتعلق بالمعلومات المستخدمة في اعداد تقرير التقييم يلتزم المقيم بالافصاح عن ذلك بوضوح وفي مكان بارز بالتقرير.

وفي حالة الحصول علي بيانات او معلومات من المنشأة محل التقييم، يلتزم المقيم ايضا بالافصاح بالتقرير عن مصدر تلك المعلومات مع الحصول علي خطاب من المنشأة محل التقييم يؤيد سلامتها.



#### د. التعريف بالمنشأة والظروف المحيطة بها

يجب أن يتضمن التقرير تعريف بالمنشأة وشكلها القانونى وتاريخ إنشائها وأنشطتها وأهم الخدمات أو المنتجات التى تقدمها لتحقيق إيراداتها.

ويلى ذلك توضيح نتائج تحليل وضع المنشأة محل التقييم والقطاع او الصناعة التى تنتمى اليها ووضعها التنافسى ومؤشرات الاقتصاد الكلى والتشريعات التى تؤثر بشكل جوهرى على القطاع والمنشأة.

#### هـ. القوائم المالية التاريخية

فى حال صدر للمنشأة قوائم مالية يجب عرضها بصورة ملخصة (الميزانية وقائمة الدخل) فى التقرير ، وذلك لإمكان تفهم وضع المنشأة والمقارنة مع التقديرات المستقبلية.

#### و. التقديرات المستقبلية والافتراضات

علي المقيم أن يوضح فى التقرير أسس إعداد التقديرات المستقبلية والافتراضات المستخدمة والتي تمثل مدخلات لمنهج التقييم، وذلك وفقاً لما جاء فى "معيار معقولة الافتراضات" وأن يذكر المقيم أن تلك الافتراضات التى بنيت عليها التقديرات والتحليلات تمثل اساساً ملائماً ومعقولاً للاعتماد عليها.

#### ز. التقييم

#### ز/١ مناهج وطرق التقييم المستخدمة

يجب أن يتضمن هذا الجزء من التقرير توضيح الاسباب وراء اختيار مناهج التقييم المناسبة دون غيرها (فى ضوء ما تضمنته هذه المعايير).

وعلى المقيم فيما يخص طرق التقييم المستخدمة استعراضها مع توضيح كافة البيانات والمعلومات المرتبطة بكل واحدة منها، وتوضيح كافة الافتراضات التى تم اخذها فى الاعتبار عند التقييم والاسس التى بنيت عليها تلك الافتراضات أو أى تقديرات شخصية.



رئيس الهيئة

ز/٢ أسس اختيار المجموعة المشابهة

يجب أن يوضح فى هذا الجزء من التقرير الأسس التى اعتمد عليها المقيم عند اختيار مجموعة المنشآت المشابهة لأغراض الاستخدام فى مناهج التقييم التى تتطلب ذلك، وأى تسويات أجريت عليها لأغراض تحقيق التناسق عند المقارنة.

ز/٣ أسس ترجيح نتائج التقييم

يجب أن يتضمن هذا الجزء من التقرير توضيح للأسس التى استخدمها المقيم عند الترجيح بين قيم الناتجة من المناهج والطرق المختلفة للتقييم والتى بنى عليها تحديده "للقيمة" النهائية.

ز/٤ الإفصاح عن أي معالجة لنتائج التقييم

يجب أن يفصح بهذا الجزء من التقرير عن أى تسويات تمت على القيمة الناتجة من عملية التقييم لغرض اظهار اي اعتبارات او قيود خاصة بالمنشأة محل التقييم مع توضيح اسس تلك التسويات.

ز/٥ القيمة التى توصل إليها التقرير

حيث يتم عرض القيمة وذلك فى ضوء عمل المقيم وفقاً لهذه المعايير.

ح. مخاطر الاستثمار

يستعرض المقيم فى هذا الجزء مخاطر الاستثمار ووضع المنشأة محل التقييم ويحدد أى مخاطر تؤثر بشكل جوهري على القيمة العادلة.





## ملحق (أ) : مناهج واساليب التقييم المختلفة

يتم اختيار مناهج وأساليب التقييم المناسبة لعملية التقييم وفقاً للأسس الواردة ضمن (معياري مناهج وأساليب التقييم) المنصوص عليها بهذه المعايير، ووفقاً لمفهوم عملية التقييم يمكن تقسيم مناهج تقييم المنشآت الأكثر استخداماً إلى:

- ١- مناهج الشركات ذات التاريخ والتي زاولت النشاط:
    - أولاً: منهج الدخل.
    - ثانياً: منهج السوق.
    - ثالثاً: منهج الأصول.
    - رابعاً: تجميع الأجزاء المكونة للمنشأة.
  - ٢- مناهج تقييم الشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد – ما قبل المبيعات):
    - طريقة رأس المال المخاطر.
- أولاً: منهج الدخل :**

يستخلص هذا المنهج قيمة المنشأة محل التقييم عن طريق تحويل الدخل المتوقع ان تولده المنشأة محل التقييم من انشطتها التشغيلية بناء علي افتراضات ملائمة ومعقولة الى قيمة حالية باستخدام معامل خصم مناسب .

### **اهم المتغيرات المستخدمة بمنهج الدخل:**

#### (١) التدفقات النقدية:

يتم قياس الدخل او التدفق النقدي الذي سوف تحققه المنشأة عن طريق:

- **التوزيعات النقدية المتوقعة**
- **التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة** وهي التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة الناتجة عن الأنشطة والعمليات الرئيسية للمنشأة اخذا في الاعتبار ما تقوم به المنشأة من نفقات راسمالية وتشغيلية بغرض تحقيق الاستمرارية

<sup>٧</sup>تم استبدال الفقرة الأولى بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٣.



## رئيس الهيئة

- التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمساهمين أو الشركاء وهي التدفقات النقدية الحرة الناتجة عن الأنشطة والعمليات الرئيسية للمنشأة اخذاً في الاعتبار ما تقوم به المنشأة من نفقات رأسمالية وتشغيلية بغرض تحقيق الاستمرارية بعد خصم كافة الالتزامات المالية والديون.
- الارباح المتبقية (Residual income) وهي الارباح المحفوظ بها بعد خصم تكلفة التمويل (ملكية وقروض).

### (٢) معدل الخصم

هو معدل العائد او الفائدة الذي يطلبه المستثمر مقابل ما يتحمله من مخاطر، اي انه تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في خيارات استثمارية اخري قد تكون اقل مخاطرة من الاستثمار في المنشأة محل التقييم. ويستخدم هذا العائد لخصم التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للمنشأة محل التقييم حال استخدام منهج الدخل، ويختلف باختلاف نوع الدخل المتوقع او التدفقات النقدية.

### (٣) معدل النمو المتوقع للمنشأة

يختلف باختلاف حجم الاستثمار بأصول وأنشطة المنشأة محل التقييم من سنة لآخرى. كما يتباين معدل النمو وفقاً للمرحلة العمرية الحالية والمتوقعة لها علي مدار فترة التقييم.

### (٤) معدل النمو المستدام

بافتراض استمرارية المنشأة في مزاولة النشاط، يكون معدل النمو المستدام هو المعدل المتوقع تحقيقه للمنشأة بشكل دائم ومستمر والى ما لا نهاية بوصولها الى مرحلة النضج. وفي أغلب الاحوال لا يجاوز معدل النمو المستدام معدل النمو العام والمعلن من قبل بعض المصادر الموثوق بها.

## استخدام منهج الدخل:

- (١) يعد اسلوب خصم التوزيعات النقدية مقياساً مناسباً لقياس الدخل عند التقييم في الحالات التالية :
  - المنشآت التي لها توزيعات نقدية فعلية لعدد من السنوات السابقة.
  - المنشآت التي لها سياسة توزيع واضحة مرتبطة بربحيتها.
  - تقييم حصة ملكية تمثل حصة أقلية في منشأة لا يستطيع من يملكها تغيير سياسات التوزيع للمنشأة



## رئيس الهيئة

(٢) يعد أسلوب خصم التدفقات النقدية الحرة للملاك مناسباً لقياس الدخل عند التقييم في الحالات التالية:

- عندما لا يكون للمنشأة محل التقييم أى توزيعات نقدية لسنوات سابقة أو تكون سياسات التوزيع لها غير واضحة .
- عندما تعبر التدفقات النقدية الحرة للمنشأة عن ربحيتها وتستخدم لتحديدتها.
- عندما يتعلق الأمر بتقييم حصة مسيطرة فى المنشأة أو لها حق التأثير على القرارات الجوهرية ولا يعتبر هذا الأسلوب ملائماً للتقييم فى حالة المنشآت التى يتوقع أن يكون لديها حجم انفاق رأسمالى كبير من شأنه أن تصبح التدفقات النقدية الحرة سالبة لعدة سنوات فى المستقبل. كما يجب استخدام نموذج التدفقات الحرة المتاحة للمنشأة فى حالة عدم وجود استقرار فى هيكلها التمويلي.

(٣) يعد أسلوب خصم الأرباح المتبقية (Residual income) مناسباً لقياس الدخل عند التقييم فى الحالات الآتية:

- المنشآت التى لا يكون لها توزيعات نقدية لعدة سنوات سابقة بما يمكن المقيم من توقع توزيعاتها المستقبلية
- المنشآت المتوقع ان يكون لها تدفقات نقدية حرة سالبة فى المستقبل أو من الصعب توقع التدفقات النقدية الحرة لها أو قد يوجد بها تنذبذب بدرجة عالية تجعل هناك صعوبة للتنبؤ بدرجة مقبولة.
- تقييم المنشآت التى تتمتع بدرجة عالية من الشفافية وجودة التقارير المالية
- عند وجود صعوبة فى تقدير القيمة المتبقية Terminal value مما يحد من القدرة على الاعتماد على النموذج التى تعتمد عليها

### بعض الاعتبارات المتعلقة بمنهج الدخل:

يبنى التدفق النقدى المتوقع عن الإيرادات والنققات المترتبة على استمرارية أنشطة المنشأة الحالية والمتوقعة فى ضوء معدلاتها التاريخية ومعدلات السوق أو الصناعة التى تعمل بها، مع مراعاة استبعاد اثر العمليات غير المتكررة من الإيراد والتكاليف. ويراعى:



## رئيس الهيئة

- ملاءمة معدل النمو السنوي المتوقع مع معدل النمو الفعلي للمنشأة، كما ان اجراء أى تغيير جوهري عن الاداء التاريخي لابد أن يكون مدعوما بضمانات كافية لتحقيق هذه التغيرات وخطه واضحة للمنشأة مثل التغيير فى الانفاق الرأسمالى، تغيير الكفاءة التشغيلية (معدلات الدوران)، فرص حقيقية لنمو المبيعات كافتتاح اسواق جديدة ، تغير سياسة التوزيع...الخ.
- عند تقدير معامل الخصم المناسب يجب الاخذ فى الاعتبار العوامل المحيطة بالمنشأة فى تاريخ التقييم ، مثل اسعار الفائدة السائدة لذات فترة الاستثمار، معدل العائد الذى يتوقعه المتعاملون فى السوق لاستثمارات مماثلة ، معامل بيتا- لقياس حساسية الورقة المالية للمنشأة محل التقييم تجاه المخاطر النظامية- واية مخاطر اخرى خاصة بالمنشأة.
- عند استخدام معامل بيتا، يجب ان يكون من احد المصادر المتعارف عليها والموثوق فيها لهذا الغرض (مثل دامودران- بلومبرج- رويترز...)، ويراعى عند الاختيار التشابه مع مجموعة شركات مثيلة مع اجراء التعديلات اللازمة عليه لتناسب طبيعة وظروف المنشأة محل التقييم وكذا حجم مخاطرها، ومرحلة النمو ورافعتها المالية بالمقارنة مع تلك المجموعة.
- يجب ان يتلائم معامل الخصم مع نوع التدفق النقدي المستخدم، فعند استخدام صافى التوزيعات او التدفقات النقدية الحرة للملاك او الأرباح المتبقية يتم استخدام معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية كمعامل خصم مناسب، بينما
- فى حالة استخدام طريقة التدفقات النقدية الحرة للمنشأة يجب استخدام المتوسط المرجح لتكلفة رؤوس الأموال كمعامل للخصم مع استبعاد قيمة الديون من قيمة المنشأة للوصول الى قيمة حقوق الملكية للمنشأة.ولكن فى جميع الاحوال
- يجب ان تتلاءم اسس احتساب نسب الديون التى سيتم استخدامها فى حساب المتوسط المرجح لتكلفة رؤوس الاموال ، مع قيمة الديون التى سيتم خصمها للتوصل الى قيمة حقوق الملكية للمنشأة ، سواء عند استخدام الفعلي لتلك القيمة والنسبة او استخدام القيمة الحالية للديون المستقبلية مع النسبة المستهدفة.
- يجب الا يتجاوز معدل النمو المستدام للمنشأة مستوي نمو الناتج القومى ، وذلك وفقا لاجتداد مصادر المعلومات الموثوق بها كالتقارير الصادرة عن وزارة التخطيط.



## رئيس الهيئة

- في حالات تقييم اسهم زيادة رأس المال، يتم تقييم المنشأة في حدود كلا من: قيمة المنشأة بدون زيادة رأس المال المتوقعة وقيمة المنشأة بعد الاخذ في الاعتبار الزيادة السابق ذكرها.
- يتعين اجراء تسويات على القيم الناتجة من عملية التقييم لكي تشمل امور لم تدخل ضمن تنبؤات التدفق النقدي ولا معامل الخصم المستخدم ، كتضمنين تسويات تخص امكانية تسويق حصة الملكية محل التقييم و/أو ما اذا كانت حصة مسيطرة ام غير مسيطرة في المنشأة محل التقييم.

### ثانياً: منهج السوق

يستنتج منهج السوق قيمة المنشأة محل التقييم من خلال مقارنتها بغيرها من المنشآت المماثلة في ضوء المبدأ الاقتصادي الذي ينص علي ان الأصول او المنشآت المتشابهة تقيم بسعر مشابهة The law of one price. وتمثل المضاعفات الاسلوب الاكثر شيوعا في قياس القيمة وفقا لهذا المنهج، حيث يتم اختيار مضاعف لمجموعة المنشآت المشابهة وإيجاد حاصل ضرب قيمة المضاعف في احد بنود قائمة الدخل، المركز المالي او التدفقات النقدية للمنشأة محل التقييم.

### اهم المتغيرات المستخدمة بمنهج السوق:

(١) مضاعفات القيم لمجموعة المنشآت المشابهة:

تتعدد المضاعفات المستخدمة في عملية التقييم، واكثرها شيوعاً هي:

### مضاعفات الربحية:

والذي يعتمد على كلا من سعر اقبال السهم ونصيب السهم من احد بنود ربحية المنشأة، حيث يقيس هذا النوع من المضاعفات المبلغ الذي يرغب المستثمر في دفعه مقابل كل وحدة من ربحية المنشأة. ويعتبر هذا النوع من المضاعفات الاكثر استخداما نظرا لان قدرة المنشأة على تحقيق الربحية هي المحدد الاساسي لقيمة اى استثمار.



## رئيس الهيئة

### مضاعفات التدفقات النقدية:

وهو مضاعف يستخدم كلا من سعر الاقفال السوقى للسهم واحد أنواع التدفقات النقدية، حيث يقيس هذا النوع من المضاعفات المبلغ الذى يرغب المستثمر في دفعه مقابل كل وحدة من التدفقات النقدية التي تحققها المنشأة.

### مضاعف القيمة الدفترية:

وهو مضاعف يجمع بين سعر السهم ونصيب السهم محل التقييم من صافى حقوق المساهمين بالقيمة الدفترية للمنشأة (اجمالى الأصول بعد خصم اجمالى الالتزامات)، حيث يقارن ذلك المضاعف القيمة السوقية للسهم بقيمته الدفترية ويشير الي عدد مرات تغطية سعر السهم لحجم صافى الاصول.

### (٢) البيانات المالية الاساسية للمنشأة.

يتم اختيار احد البنود المالية الاساسية من القوائم المالية للمنشأة الذي يتناسب مع نوع المضاعف المستخدم وذلك للوصول الي قيمة المنشأة محل التقييم.

### الاعتبارات الخاصة بالمضاعفات المستخدمة:

#### مضاعفات الربحية:

بالرغم من كون تلك المضاعفات الاكثر استخداما بالمقارنة بالمضاعفات الاخرى، الا انها:

- لا يمكن استخدامها في حالات تحقيق المنشأة لخسائر فعلية.
- لا تعد مناسبة للمنشآت التي لا تتميز بتاريخ مستقر ومستدام في تحقيق الأرباح.
- قد يلزم اجراء تسويات جوهرية لتلافي تأثير المعالجات المحاسبية المختلفة المؤثرة علي جودة الارباح.



## رئيس الهيئة

### مضاعفات التدفقات النقدية:

يعد هذا النوع من المضاعفات مناسباً للاستخدام عند تأثر بنود الربحية بشكل جوهري بالمعاجات المحاسبية، حيث تعد التدفقات النقدية أكثر تعبيراً عن قدرة المنشأة على توليد الإيراد إلا أنها:

- لا يمكن استخدامها في حالات تحقيق المنشأة لتدفقات نقدية سالبة.
- لا تناسب المنشآت التي لا تتميز بتاريخ مستقر ومستدام في تحقيق التدفقات النقدية.

### مضاعف القيمة الدفترية:

يعد هذا النوع من المضاعفات مناسباً للاستخدام في حالات تقييم المؤسسات المالية التي تتمثل أغلب أصولها في أصول مالية أو المنشآت التي تمتلك أو تتحكم في موارد طبيعية. وكذلك في حالات تقييم المنشآت التي يصعب معها استخدام مضاعفات الربحية، إلا أنه:

- يعد غير مناسب في تقييم المنشآت التي تقام أصولها بشكل كبير.
- لا يعد مناسباً في تقييم المنشآت التي لا تمتلك أصولاً ثابتة مثل تلك التي تعتمد على التأجير التمويلي بشكل أساسي.
- غير مناسب في تقييم المنشآت التي تعتمد بالأساس في تحقيق إيراداتها على العنصر البشري

### الاعتبارات العامة بمنهج السوق:

- تشابه مجموعة المنشآت المقارنة من حيث الصناعة، الحجم، الحصة السوقية وحجم النشاط بالمنشأة محل التقييم.
- يتعين توافر البيانات اللازمة عن المجموعة المشابهة كالأسعار السوقية لها. وفي حالة وجود صفقات خاصة تمت على أسهمها، فيجب أن تتسم تلك الصفقات بالعدالة وأن تكون تمت بين أطراف مستقلة المصالح، وذلك حتى يتسنى للمقيم الاعتماد على أسعارها.
- يلتزم المقيم بإجراء تحليل مقارنة لوجه الشبه والاختلاف بين المنشأة محل التقييم والمنشآت المشابهة ويتم إجراء تسويات على القيم المستنتجة من تلك المضاعفات لتعكس الاختلاف بين مجموعة



المنشآت المشابهة والمنشأة محل التقييم من حيث طبيعة النشاط وحجمه في السوق، المخاطر الذاتية، الرافعة المالية... الخ.

### ثالثاً: منهج صافى الاصول

تقدر قيمة المنشأة محل التقييم باستخدام هذا المنهج عن طريق تقدير القيم الاستبدالية للأصول والالتزامات كلا على حدي، ومن ثم يتم الوصول الى القيمة العادلة عن طريق حساب صافى القيمة الاستبدالية للأصول بعد خصم كافة الالتزامات.

### استخدام هذا المنهج:

■ يعد هذا المنهج مناسباً في حالات تقييم المنشآت في مراحلها المبكرة او المؤسسات المالية او المنشآت التي تمتلك او تتحكم في موارد طبيعية مثل حقول البترول او الغاز الطبيعي او غيرها.

■ كما يستخدم ايضا للمنشآت التي تركز قيمتها الحقيقية علي القيمة العادلة لاصولها وليس ارباحها مثل المنشآت العقارية او المنشآت التي تتمثل اغلب اصولها في اصول مالية كصناديق الاستثمار. ويمكن استخدام هذا النوع من التقييم ايضا في حالة عجز المنشأة عن توليد ايرادات من تدوير اصولها بشكل سليم مما يدفعها الى تحقيق خسائر متتالية او تحقيق هامش ربحية ضعيف فتظهر قيمة المنشأة الحقيقية عند توقف نشاطها وتسييل اصولها.

### الاعتبارات الخاصة بهذا المنهج:

■ يتطلب اجراء ذلك النوع من التقييمات مراعاة الخصائص المنفردة لأصول والالتزامات المنشأة محل التقييم وامكانياتها الاقتصادية ومن أمثلة تلك الخصائص:

- المواصفات الفنية للاصول الملموسة
- حالة الأصول والعمر المتبقى لها
- وجود اي رهونات او التزامات على الأصل محل التقييم
- قيمة الاصل/ الالتزام محل التقييم عند التصفية (في الحالات ذات العلاقة)





## رئيس الهيئة

- قد يلجأ المقيم الي اجراء بعض التسويات على اصول والتزامات المنشأة محل التقييم مثل استبعاد (اضافة) الاصول و(الالتزامات) المحتملة.
- عند تقييم الاصول غير الملموسة للمنشأة، يجب على المقيم البدء بتحديد نوع التكلفة الأكثر ملائمة لتلك الأصول (مثل التكلفة الاستبدالية او تكلفة اعادة انتاج الأصل)، ومن ثم تحديد نوع الاهلاك او الاضمحلال المناسب وكذا العمر المتبقي له.

### رابعاً: التقييم من خلال تجميع الأجزاء المكونة للمنشأة

يجوز ان يتم تقييم منشأة من خلال تقييم أجزائها المختلفة باستخدام المنهج المناسب لكل جزء منها ثم يتم تجميع تلك القيم معا للتوصل الى قيمة المنشأة ككل. وفي بعض الاحيان قد يكون هناك قيمة تضاف الى القيمة الناتجة عن التقييم ناشئة عن تجميع الاعمال المتناسقة مع بعضها البعض تحت مظلة كيان واحد (synergetic value) او خصم مقدار معين من تلك القيمة نتيجة عدم التناسق بين الاعمال بما يعكس عدم الكفاءة الداخلية (Conglomerate discount).

وعادة ما يستخدم هذا المنهج عند تقييم المنشآت التي تتنوع بها نماذج الاعمال او الانشطة او خطوط الانتاج او نطاق الاعمال (محلى ودولي) ولكل واحدة من تلك الاجزاء خصائص ومخاطر مختلفة عن الأخرى.

### خامساً: منهج تقييم الشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد – ما قبل المبيعات):<sup>٨</sup>

يستخلص هذا المنهج قيمة المنشأة محل التقييم من القيمة المتوقعة للشركة في تاريخ التخارج المخطط للمستثمر (Exit Value) اعتماداً على العائد المتوقع على الاستثمار (معامل تكلفة رأس المال).

ويجب عند استخدام تلك الطريقة في تقييم الشركات الناشئة مراعاة أربعة عناصر رئيسية تتمثل فيما يلي:

#### ١- قيمة التخارج: (Exit Valuation):

هي القيمة المستقبلية والمتوقعة للشركة الناشئة وقت التخارج سواء عن طريق طرح أسهم الشركة الناشئة بالبورصة أو عن طريق بيعها الى أحد المستثمرين الاستراتيجيين ضمن صفقة استحواذ، ويتم تحديد قيمة

<sup>٨</sup> تم إضافة منهج جديد بعنوان (خامساً: منهج تقييم الشركات الناشئة «مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد – ما قبل المبيعات» إلى نهاية (الملحق «أ»: مناهج وأساليب التقييم المختلفة) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٠٢٣/٧/٢٦.



التخارج (Exit Valuation) عن طريق أي من المنهجين: منهج الدخل (Income Approach) أو منهج السوق (Market Approach) والواردين بهذه المعايير.

٢- مضاعف الاستثمار المستهدف (Target Multiple of Money -M):

يتم تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف عن طريق إحدى الطريقتين الآتيتين:

- ١- بشكل مباشر (مضاعف استثمار يبلغ xx مرات بنهاية فترة الاستثمار).
- ٢- عن طريق حساب العائد المستهدف عند التخارج (Target Return at Exit) وذلك على النحو الآتي:

أولاً: يتم حساب القيمة المتوقعة عند التخارج = قيمة التخارج\*احتمالية نجاح الشركة (P)

$$\text{Expected Value of Exit} = \text{Exit Valuation} * P$$

P= probability of Success

ويتم وضع احتمالية النجاح وفقاً لما يتضمنه الاستثمار في الشركات الناشئة من مخاطرة، حيث يتم أخذ الاستثمارات الناجحة فقط في الاعتبار عند حساب العائد المتوقع.

ثانياً: حساب القيمة المخصومة عند التخارج = القيمة المتوقعة عند التخارج \* (1) / (1 + معامل تكلفة رأس المال المستخدم في الشركة الناشئة).

معامل تكلفة رأس المال هو العائد الذي يطلبه المستثمرون أو أصحاب رؤوس الأموال بالسوق في مقابل المساهمة بها في تمويل الاستثمار والذي غالباً ما يكون أعلى من معدل خصم المنشآت ذات الأداء التاريخي.

$$\text{Present Discounted Value at Exit} = \text{Expected Value of Exit} / (1 + Rvc)^T$$

و  $P / (1 + Rvc)^T$  يمثل معامل الخصم الفعال للقيمة عند التخارج.

ثالثاً: حساب مضاعف الاستثمار المستهدف (M) = (1 + معامل تكلفة رأس المال) ^ عدد السنوات / احتمالية نجاح الشركة (P).

رابعاً: تحويل مضاعف الاستثمار المستهدف الى عائد سنوي مستهدف (Target Return) وذلك من خلال  $1/M$ .



### ٣- نسبة الاحتفاظ (Retention Percentage):

حيث ينطوي الاستثمار في الشركات الناشئة على تدفقات نقدية سالبة خلال الفترة الأولى من عمر الاستثمار في الشركة، مما يستلزم سعي الشركة الناشئة نحو إصدار أدوات مالية كأسهم أو (Convertible Notes) للحصول على تمويل بخلاف الأصدار الأولى، مما ينتج عنه تقليل نسب مساهمة مساهمي الإصدارات الأولى، وعليه فإن نسبة الاحتفاظ تشير إلى نسبة الأسهم التي احتفظ بها المساهم الأصلي بعد إصدار شرائح أخرى من زيادات رؤوس الأموال.

مثال: خلال الإصدارات الأولى لتمويل الشركة استحوذ مستثمر (أ) على (٥) مليون سهم من إجمالي (٢٠) مليون سهم من أسهم الشركة الناشئة بنسبة (٢٥%)، وخلال الشريحة الثانية من التمويل تم زيادة رأس مال الشركة وأسهمها ليلبغ (٢٥) مليون سهم، لنقل نسبة مساهمة المساهم (أ) من (٢٥%) طبقاً للشريحة الأولى إلى (٢٠%) طبقاً للشريحتين الأولى والثانية ليصبح معدل الاحتفاظ بالأسهم (Retention Percentage) = نسبة المساهمة الجديدة / نسبة المساهمة الحالية = (٢٠%) / (٢٥%) = (٨٠%) مما يعني أنه بعد شريحتين من زيادة رأس المال احتفظ المستثمر بنسبة (٨٠%) من مساهمته المبدئية خلال المرحلة الأولى بالشركة، (وإن ذلك يتم حساب قيمة الاستثمار في حدود كل من قيمة الاستثمار ما قبل الشريحة الثانية وما بعدها).

### ٤- توصية الاستثمار (Investment Recommendation):

يجب أن يتم مقارنة قيمة الاستثمار في الشركة الناشئة خلال المرحلة الأولى بالقيمة الحالية عند التخرج أذاً في الاعتبار معدل الاحتفاظ بالأسهم ونسبة المساهمة الحالية كالاتي:

إجمالي تقييم الشركة = (القيمة المتوقعة المخصصة عند التخرج) \* (نسبة الاحتفاظ / مضاعف الاستثمار المستهدف) (M)

ويوجد منهجان لطريقة رؤوس أموال المخاطر كما يلي:

#### ١- الطريقة الأساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC):

يعد استخدام تلك الطريقة مناسباً عند تقييم الشركات ذات التاريخ التشغيلي القصير وغالباً ما تكون حديثة الإنشاء وفي طور النمو والبحث عن الأسواق وفي طور تحقيق تدفقات نقدية سالبة.

ويتم التقييم بالطريقة الأساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC) على أساس الخطوات الآتية:

١- تحديد مبلغ الاستثمار المراد ضحه في الشركة.

٢- تقدير قيمة التخرج (Exit Valuation) ويتم تحديد تلك القيمة عن طريق أي من المنهجين: منهج

الدخل (Income Approach) أو منهج السوق (Market Approach).



- ٣- تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M Target Multiple of Money)، وكذا إلى العائد السنوي المستهدف (1/M).
  - ٤- تقدير نسبة الاحتفاظ (Retention Percentage) المطلوبة لتحقيق تخارج ناجح (Successful Exit) بعد الأخذ في الحسبان التخفيض المتوقع لحصة المستثمر خلال الجولات الاستثمارية المستقبلية.
  - ٥- تقدير التقييم الإجمالي للشركة الناشئة، والذي يمثل القيمة المتوقعة المخصصة عند التخرج) \* نسبة الاحتفاظ / مضاعف الاستثمار المستهدف (M) .
  - ٦- تحديد نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage).
  - ٧- تقدير التقييم الجزئي = (Partial Valuation) إجمالي تقييم الشركة \* النسبة المقترحة للمستثمر (proposed percentage).
  - ٨- إصدار توصية الاستثمار (Investment Recommendation) .
- ولا تعد تلك الطريقة مناسبة لتقييم الشركات ذات التاريخ التشغيلي والتي تحقق أرباح، وتحقق تدفقات نقدية حرة موجبة.

## ٢- الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر (Modified VC):

وتختلف طريقة رأس مال المخاطر المعدلة (Modified VC) عن الطريقة التقليدية من حيث التقدير الصريح لأتعاب الإدارة (management fees) والفوائد المحملة (Carried Interest) التي تفترض الطريقة التقليدية تضمينه بمضاعف الاستثمار (M) ، ويعد استخدام الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر Modified VC مناسباً عند التقييم الاستثمارات في الشركات الناشئة ورأس المال المخاطر والتي تكون عادة في حيازة صناديق الملكية الخاصة من خلال الأدوات المالية والاستثمارات الأخرى في هذه الصناديق. وتتبع فيها الخطوات التالية:

- ١- تحديد مبلغ الاستثمار المراد ضحه في الشركة.
- ٢- تقدير قيمة التخرج (Exit Valuation).
- ٣- تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M Target Multiple of Money).
- ٤- تقدير نسبة الاحتفاظ بالأسهم (Retention Percentage) المطلوبة لتحقيق تخارج ناجح (Successful Exit).
- ٥- تقدير التقييم الإجمالي للشركة الناشئة.
- ٦- تحديد نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage).
- ٧- تقدير التقييم الجزئي = (Partial Valuation) .



رئيس الهيئة

إجمالي تقييم الشركة \* النسبة المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage).

وهنا يتم تقسيم التقييم الجزئي إلى عنصرين:

(أ) تقييم الخاص بنصيب الشريك المتضامن (General Partner).

(ب) التقييم الخاص بالشريك المحدود (Limited partner)، وهو الشريك المساهم في رأس مال الشركة والذي لا يكون مسئول عن التزامات الشركة إلا بمقدار حصته في الشركة أو ما التزم بدفعه للشركة.

٨- تقدير التكلفة الخاصة بالشريك المحدود (Limited Partner Costs) وهي تمثل التكلفة الاجمالية للاستثمار للشريك المحدود (LPs).

ويتم تقدير تكلفة الشريك المحدود (LP) = (رأس المال الملزم / رأس المال الاستثماري) × قيمة الاستثمار.

LP Costs = Committed Capital/ Investment Capital \* Required Investment.

٩- تقدير النسبة الخاصة بنصيب الشريك المتضامن (General Partner-GP) والتي تتمثل في: نسبة الشريك المتضامن = الفوائد المحملة / إجمالي التوزيعات.

نسبة الفوائد المحملة \* (مضاعف القيمة الاستثمارية \* رأس المال الاستثماري أو إجمالي رأس المال) / مضاعف القيمة الاجمالية \* رأس المال المستثمر).

● مضاعف القيمة الاجمالية هو (إجمالي التوزيعات / رأس المال المستثمر).

GP % = Carry Percentage \* (GVM\* Investment Capital – Carry Basis)/ GVM \* Investment Capital

١٠- تقدير قيمة استثمار الشريك المحدود (LPs Valuation)

= تقييم الشريك المحدود = (١- % الشريك المتضامن) \* التقييم الجزئي.

١١- تقديم توصية الاستثمار من خلال مقارنة تقييم قيمة استثمار الشريك المحدود مقارنة بما تحمله من تكاليف.



## رئيس الهيئة

الاعتبارات العامة بتقييم الشركات الناشئة ما قبل مرحلة تحقيق الإيراد:

يلزم عند التقييم المالي للشركات الناشئة بمرحلة ما قبل مرحلة تحقيق إيراد مراعاة القيام بتحليل أولى لكل من العوامل المادية وغير المادية لكل حالة، وذلك لاختلاف الأهمية النسبية لكل عامل منها باختلاف القطاعات التي تنتمي إليها الشركة محل التقييم، ثم دراسة أثر تلك العوامل على الشركة محل التقييم وكذلك على قدرة الشركة على تحقيق الأرباح المرتقبة مستقبلاً، وتتمثل تلك العوامل فيما يلي:

- ١- غرض الشركة.
  - ٢- وضع الشركة الحالي.
  - ٣- كفاءة الإدارة وخبرتها في النشاط ومؤهلات فريق العمل.
  - ٤- السوق الذي تعمل به الشركة والخصائص الفنية والمؤشرات الخاصة به.
  - ٥- خصائص المنتج سواء سلعة أو خدمة.
  - ٦- المميزات التنافسية للشركة.
  - ٧- التكنولوجيا المستخدمة.
  - ٨- مرحلة التمويل التي تمر بها الشركة.
- حيث يؤدي تحليل هذه العوامل ودراسة أثرها إلى الفهم الجيد والكامل لطبيعة ونشاط الشركة، وكذلك إمكانية تقييم المخاطر المرتبطة، أخذاً في الاعتبار أن طبيعة تلك العوامل تختلف من صناعة إلى أخرى. وجدير بالذكر إن اختلاف مرحلة التمويل (financing stage) قد يؤدي إلى تغليب بعض العوامل من حيث الأهمية النسبية على العوامل الأخرى، هذا فضلاً عن أن بعض الشركات الناشئة قد تتأثر بعامل أو أكثر بدرجة أكبر من باقي العوامل وبالتالي يلزم أن يؤخذ ذلك في الاعتبار عند التقييم.



## ملحق رقم (ب)<sup>٩</sup>

### أمثلة تطبيقية لمنهج تقييم الشركات الناشئة "مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد – ما قبل المبيعات".

#### مثال أول تطبيقي:

شركة "أ.ب.ج" شركة ناشئة رأس مالها الحالي موزع على (١٠) مليون سهم أسمي عادي ويرغب أحد المستثمرين بالاستثمار المبدئي في تلك الشركة كشرية أولى بمبلغ (٦) مليون جنيه موزع على عدد (٥) مليون سهم ممتاز قابلة للتحويل لأسهم عادية ليصبح إجمالي عدد الأسهم بعد التحويل عدد (١٥) مليون سهم.

- يتوقع المستثمر احتمالية النجاح لشركة (أ ب ج) (P) بنسبة (٣٠%) عند التخارج بعد (٥) سنوات (نهاية فترة الاستثمار).

فما هي توصية الاستثمار (Investment Recommendation)؟

لتقييم جدوى الاستثمار من عدمه يجب اتباع الخطوات التالية:

الخطوة الأولى:

تحديد مبلغ الاستثمار المطلوب والبالغ (٦) مليون جنيه في تلك الحالة.

الخطوة الثانية:

تم افتراض قيمة التخارج (Exit Valuation) بمبلغ (٣٠٠) مليون جنيه باستخدام أي من الطريقتين (طريقة التدفقات النقدية المخصومة، وطريقة المضاعفات) بافتراض طرح الشركة بالبورصة أو من خلال مستثمر استراتيجي.

الخطوة الثالثة:

تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M) بافتراض معامل تكلفة رأس مال المخاطر RVC بنسبة (١٥%) واحتمالية نجاح نسبة (٣٠%).

<sup>٩</sup> تم إضافة ملحق (ب) متضمن أمثلة تطبيقية لمنهج تقييم الشركات الناشئة «مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد – ما قبل المبيعات» بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٣.



رئيس الهيئة

مضاعف الاستثمار المستهدف Target Multiple (M) = (1 + معامل تكلفة رأس المال RVC) ^ عدد السنوات / احتمالية نجاح الشركة (P).

$$= (0,15 + 1) ^ 5 / 0,3 = 6,7 \text{ مرة}$$

الخطوة الرابعة:

افتراض نسبة احتفاظ (Retention Percentage) تبلغ (50%) وذلك بالاعتماد على خبرات المستثمر (أ) من خلال تحليل عمليات تخارج مثيلة.

الخطوة الخامسة:

تقدير التقييم الإجمالي للشركة = القيمة المتوقعة المخصومة عند التخارج \* (نسبة الاحتفاظ/ مضاعف الاستثمار المستهدف)

$$300 \text{ مليون} * (0,5 / 6,7) = 22,39 \text{ مليون جنيه.}$$

الخطوة السادسة:

حساب نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage):

عدد أسهم الشريحة الأولى للاستثمار / إجمالي عدد أسهم الشركة (أ ب ج) بعد تحويل الأسهم الممتازة.

$$= 5 \text{ مليون سهم} / 15 \text{ مليون سهم} = 33,33\%$$

الخطوة السابعة:

تقدير التقييم الجزئي = إجمالي تقييم الشركة \* نسبة الملكية المقترحة للمستثمر

$$= 22,39 \text{ مليون جنيه} * 33,33\% = 7,46 \text{ مليون جنيه.}$$

الخطوة الثامنة:

إصدار توصية الاستثمار (Investment Recommendation)

حيث تجاوز التقييم الجزئي للشركة البالغ (7,46) مليون جنيه لمبلغ الاستثمار الأولى والبالغ (6) مليون جنيه، يوصى بالاستثمار في الشركة (أ ب ج).

مثال ثاني تطبيقي:





رئيس الهيئة

استكمالاً للمثال الأول للاستثمار بشركة (أ ب ج)

- تم افتراض رأس مال مخصص للاستثمار يبلغ (١٠٠) مليون جنيه.
- مصاريف سنوية تبلغ (٢%) لمدة (١٠) سنوات لتبلغ إجمالي المصاريف مبلغ (٢٠) مليون جنيه.
- رأس مال متاح للاستثمار يبلغ (٨٠) مليون جنيه.

الخطوة التاسعة:

تقدير التكلفة الخاصة بالشريك المحدود (Limited Partner Cost) =

= رأس المال المخصص للاستثمار / رأس المال المتاح للاستثمار \* قيمة الاستثمار المبدئي.

(١٠٠ مليون جنيه / ٨٠ مليون جنيه) \* (٦) مليون جنيه = (٧,٥) مليون جنيه

الخطوة العاشرة:

تقدير النسبة الخاصة بنصيب الشريك المدير (General Partner – GP) والتي تتمثل في:

نسبة الشريك المدير = الفوائد المحملة / إجمالي التوزيعات

= نسبة الفوائد المحملة \* مضاعف القيمة الاجمالية \* رأس المال الاستثماري - رأس المال المخصص  
للاستثمار / مضاعف القيمة الاجمالية \* رأس المال المستثمر

- حساب نسبة الفوائد المحملة = إجمالي الفوائد السنوية / رأس المال المخصص للاستثمار (أو رأس  
المال المتاح للاستثمار بحسب سياسة الصندوق)

= (٢٠) مليون جنيه / (١٠٠) مليون جنيه.

= (٢٠%)

- افتراض معامل القيمة الاجمالية بـ (٢,٥) مرة.

وعليه يمكن حساب نسبة الشريك المدير = (٠,٢) \* ((٢,٥) \* (٨٠) مليون جنيه - (١٠٠) مليون جنيه) /  
(٢,٥) \* (٨٠) مليون جنيه = (١٠%).



رئيس الهيئة

الخطوة الحادية عشرة:

تقدير قيمة استثمار الشريك المحدود (LPs Valuation):

$$= (1 - \% \text{ نسبة الشريك المدير}) * \text{التقييم الجزئي.}$$

$$= (1 - 0,1) * (7,46) \text{ مليون جنيه.}$$

$$= (6,71) \text{ مليون جنيه.}$$

الخطوة الثانية عشرة:

إصدار توصية الاستثمار يتم بعد مقارنة قيمة استثمار الشريك المحدود والبالغ 6,71 مليون جنيه بتكلفة الاستثمار للشريك المحدود والبالغ 7,5 مليون ومن ثم فإن التكلفة تتجاوز قيمة الاستثمار وعليه يتعين رفض الاستثمار.

\*\*\*\*\*