

# المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت

الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١) لسنة ٢٠١٧

وفقاً لآخر تعديل بتاريخ ٢٠٢٥/٧/٩



## المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت

صفحة	الموضوع
٣	مقدمة ونطاق التطبيق
٩	أولاً: معيار قواعد السلوك المهني
١٤	ثانياً: معيار متطلبات الكفاءة المهنية
١٥	ثالثاً: معيار نطاق العمل
١٧	رابعاً: معيار تنفيذ عملية التقييم
٢٣	خامساً: معيار معقولية الافتراضات
٢٥	سادساً: معيار مناهج وأساليب التقييم
٢٩	سابعاً: معيار اعداد تقرير التقييم ومشمئلاته
	الملاحق
٣٥	ملحق (أ) مناهج وأساليب التقييم
٥٩	ملحق (ب) أمثلة تطبيقية لمنهج تقييم الشركات الناشئة "مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات".

## مقدمة ونطاق التطبيق

### ١- مقدمة:

يستهدف التقييم المالي تحديد قيمة منشأة أو مشروع في تاريخ محدد ووفقا لمتطلبات قانونية متعددة وبصورة رئيسية إعمالاً لأحكام قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وقواعد قيد وشطب الأوراق 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 العقاري. 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 العقاري، وفى هذا الإطار لم تتضمن معايير التقييم المالي توضيح تفصيلي لتقييم الأصول العقارية، ويمكن لمستخدم معايير التقييم المالي الرجوع الى المعايير المصرية للتقييم العقاري 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 في مصر المسؤولة عن الترخيص لممارسة نشاط المستشار المالي المستقل وإقرار المتطلبات التنظيمية والرقابية الخاصة بهذا النشاط.

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.

- 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<sup>٢</sup>

#### 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 ما يماثلها أو يشابهها من المنشآت الأخرى
- (٣) تقدير العوائد الناتجة عن تصفية المنشأة محل التقييم (في الحالات ذات العلاقة).

<sup>١</sup> - 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 ٢٦/٧/٢٠٢٣.

<sup>٢</sup> - تم إضافة تعريفات جديدة إلى التعريفات الواردة بالجزء الخاص بـ (مقدمة ونطاق التطبيق) / ٣- مفاهيم وتعريفات) بنود (٨٠٧،٦) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٣٦ بتاريخ ٩/٧/٢٠٢٥.

## 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 استناداً 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.

## 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.

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



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.

٦- الأصل غير الملموس: هو أصل غير نقدي يمنح حقوق أو منافع اقتصادية لمالكه، ولا يتمتع بأي خصائص مادية، ويتميز بخصائص اقتصادية محددة مثل: ملكيته، ووظائفه، وموقعه السوقي، وسمعته، والحماية القانونية، وعادة ما تندرج الأصول غير الملموسة ضمن فئة أو أكثر من الفئات الآتية:

(أ) الأصول غير الملموسة المرتبطة بتسويق المنتجات أو الخدمات أو الترويج لها؛ مثل العلامات التجارية.

(ب) الأصول غير الملموسة المرتبطة بالعملاء؛ مثل قوائم العملاء، والعقود مع العملاء، والعلاقات التعاقدية وغير التعاقدية معهم.

(ج) الأصول غير الملموسة المرتبطة بالأعمال الفنية والتي تنشأ عن الحق في الاستفادة من المنافع التي تدرها الأعمال الفنية؛ كالمسرحيات، والكتب، والأفلام، والموسيقى، وحماية حقوق المؤلف والنشر.

(د) الأصول غير الملموسة المرتبطة بالحقوق الناشئة عن الاتفاقيات التعاقدية؛ مثل عقود الترخيص، ورسوم الملكية الفكرية، وعقود التوريد، والتصاريح وحقوق البث، وعقود الخدمات، وعقود العمل، وعقود عدم المنافسة.

(هـ) الأصول غير الملموسة المرتبطة بالتكنولوجيا والتي تنشأ عن الحقوق التعاقدية أو غير التعاقدية في استخدام التكنولوجيا المسجلة وغير المسجلة كبراءات الاختراع، وقواعد البيانات، والتصاميم والبرمجيات.

(و) الشهرة.

٧- الشهرة: هي المنفعة الاقتصادية المستقبلية الناشئة عن الأصول الأخرى المقتناة من عملية الاندماج، والتي لم يتم تحديدها بشكل فردي والاعتراف بها بشكل منفصل، وعادةً ما تُقدر قيمة الشهرة بالمبلغ المتبقي بعد خصم قيم كافة الأصول الملموسة وغير الملموسة والنقدية والمعدلة وفقاً للالتزامات الفعلية أو المحتملة من قيمة أي منشأة.

٨- الأصول المساهمة (Contributory Asset Charges (CACs)): هي الأصول المستخدمة مع الأصل غير الملموس محل التقييم والتي تساهم في تحقيق التدفقات النقدية المحتملة المرتبطة بذلك الأصل، وعادةً ما تشمل الأصول المساهمة؛ أصول غير ملموسة بخلاف الأصل غير الملموس محل التقييم، ورأس المال العامل، والأصول الثابتة، ورأس المال البشري، وغيرها.

## اولاً: 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 الحريص 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 بالأخلال 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 إلي 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.
- 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 لأى 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 أو 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.
- هـ. 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 كمشترى مالي مستقل وفقاً لما تنظمه تشريعات سوق رأس المال، فيجب توافر الاستقلالية الكاملة له خلال الستة أشهر السابقة على تاريخ التعاقد معه كمشترى مالي مستقل. وفي حالة عروض الشراء يشمل هذا الالتزام عدم تقديم استشارات مالية



- لاي من راغب الشراء والمنشأة محل العرض لمدة ستة اشهر من انتهاء مدة العرض في حالة عروض الشراء التي لم يتم تنفيذها وثلاثة اشهر 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 أى هدايا او منح من أى شخص تربطه به علاقات عمل بغرض التأثير على أى 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.
- المساهم المالك لأغلبية أسمال 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 فى 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 أى بيانات أو معلومات عند العلم أنها تحتوى 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 أى 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 بالالتزام المحللين العاملين لديه بالسرية وعدم عرض نتائج دراساتهم على أي من الأطراف المرتبطة التي تعمل في مجال الاستثمار.
- ب. يلتزم المقيم بعدم الإفصاح عن نتائج تقييم تم أدائه لعميل ما لم يكن الإفصاح 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 فى إعداد تقرير التقييم، وأن يمتلك من التأهيل العلمى والمهنى والخبرة العملية والقدرة على التحصل على المعلومات الضرورية ما يفي باحتياجات إعداد تقرير التقييم.

### (٢) المتطلبات العلمية والمهنية :

يجب أن يتوافر فى المقيم القدر المناسب من المعرفة والخبرة والتخصص العلمى أو المهنى فى مجالات التقييم المالى والقدرة على استيعاب المستجدات المتعلقة بالعمل التى تمكنه من انجاز مهمته بصورة سليمة. وفى جميع الأحوال يحظر على المقيم إداء 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 المالى، وملماً بكل ماجاء بتلك المعايير وبمناهج التقييم المتعارف عليها دولياً لتوظيفها بما يخدم اغراض التقييم وطبيعة المنشأة. وعليه المحافظة على مستواه المعرفى والارتقاء به باستمرار وذلك من خلال برامج للتطوير المهنى والإطلاع المستمر على المستجدات فى مجال مهنة التقييم.

### (٤) قبول مهمة التقييم:

وفى جميع الاحوال يجب على المقيم عدم قبول القيام بمهام التقييم إلا اذا توقع اكمال مهمته بدرجة عالية من الكفاءة المهنية، حتى يتسنى له تعريف وتجميع وتحليل البيانات الفعلية الخاصة بالمنشأة محل التقييم، وممارسة قدر ملائم من الحكم المهنى لوضع الافتراضات المستقبلية واختيار منهج/ مناهج التقييم الانسب، والإلتزام 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 التالى :-

### (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 تعاقد 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 :

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

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

ب. تحديد العميل و أى مستخدمين آخرين لنتائج التقييم

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

ج. الغرض من التقييم

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

د) تاريخ بدأ مهمة التقييم

هـ) طبيعة ومصادر المعلومات

يتعين الافصاح بقدر الإمكان عن طبيعة ومصادر البيانات والمعلومات التى ستتيحها 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 المالى

ز) وصف التقرير

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

ح) التوقيتات المقدرة للانتهاء من مهمة التقييم

ط) المقابل المالى المستحق للمقيم عن القيام بعمله.

(٤) التعديلات على نطاق العمل

قد يطرأ فى بعض الاحوال ما يستوجب اجراء تعديلات ضرورية على نطاق العمل خلال عملية التقييم أو ظهور قيود فيما يخص مدى إتاحة المعلومات. وفى 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 الأساسية 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 الكلى والقطاع والصناعة)

- تحليل مميزات المنشأة التنافسية واستراتيجيتها المستقبلية.

- تحليل المعلومات والبيانات التاريخية التي تخص أداء للمنشأة.

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

يقصد بتحليل الظروف المحيطة بالمنشأة تحليل كافة الاعتبارات التجارية والفنية والاقتصادية والتشريعية المؤثرة - أو المتوقع لها أن تؤثر - فى أداء المنشأة والقطاع الذى تنتمى 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 تنتمى 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 فى احد تلك العناصر الجوهرية (ومنها دراسة مدى تآثر 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 الذى تعمل فيه المنشأة مع مراعاة ان الاقتصاديات المحلية تعمل ضمن منظومة اكبر تتمثل فى الاقتصاد الدولى 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 والضرائب.
  - الاستقرار السياسي والتشريعي.
- وفى جميع الأحوال على المقيم ان يحدد مدى تآثر المنشأة محل التقييم بتلك الاعتبارات والمخاطر ومدى تأثيرها على تحقيقها على نتائج أعمالها مستقبلاً.

## ٢/أ تحليل القطاع و الصناعة

على المقيّم التعرف على أوضاع القطاع او الصناعة الذى 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 المقيّم على الوضع التنافسي للمنشأة محل التقييم وخطتها وتوجهاتها المستقبلية وما يرتبط بذلك من فرضيات فى 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، وذلك 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 أيّ 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 المستقبلي

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 المستقبلي وادائها بالنسبة للسوق ككل.

مع مراعاة ان يقوم المقيم عند التنبؤ بأداء المنشأة المستقبلي 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 "معيار 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 له 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 ومشمولاته".

#### (٧) تزويد الهيئة بالبيانات والمعلومات التي تطلبها؛

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

<sup>٤</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) السعى للتحقق من معقولية الافتراضات

يتعين علي 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 او بخسها. وعليه توظيف تلك الافتراضات بنماذج التقييم المختلفة للحصول علي افضل التقديرات للقيمة.

وعلى المقيم استعراض تلك الافتراضات بصورة وافية في تقريره وأن يبين ما قام به من تحليل للتوصل الى قيم المتغيرات وأسس تبنيها. 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 تبني افتراضات من قبل المقيم لأغراض إعداد التقديرات المستقبلية عليه أن يأخذ بالاعتبارات التالية:

- المقارنة بمستويات النمو التاريخية التي حققتها المنشأة ونسب النمو في الصناعة او النشاط الذى 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 جوهريه (مثل مشروعات توسع أو إضافة خطوط إنتاج أو ما شابه).
  - ان تكون مبنية علي 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 المقيّم 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 المالي

### (١) مقدمة

تتعدد المناهج والأساليب المستخدمة في التقييم، ويتناول هذا المعيار أهمها وفقاً للممارسات الدولية المتفق 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 في ضوء عدد من الاعتبارات ومنها:-

- طبيعة المنشأة محل التقييم، والمرحلة العمرية لها والخصائص التي 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 في السوق .

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

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

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

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>٥</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 اسس وافتراضات موضوعية ومعقولة للمنشأة محل التقييم، وفي بعض الحالات قد يحتاج المقيم إلى إجراء تعديلات على الدخل المتوقع للمنشأة لظهوره 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 مساهمها.
- نموذج الأرباح المتبقية

<sup>٥</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.  
<sup>٦</sup> 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.

### 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>٧</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) هذه المعايير بتفصيل أكبر مناهج التقييم والأساليب المختلفة لكل منها.

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

## 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 التغيرات جوهرية.

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 بإيجاز 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.

#### 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 المالي 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 جوهرى 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.



- 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 إعداده 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 إعداد التقرير في ضوء تغير ظروف المنشأة أو السوق أو التشريعات المنظمة.
- ولا يجوز للمقيم أن يضمن فقرة إخلاء مسؤولية، أيًا 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 أيًا من الملاك.

#### ج. مصادر البيانات والمعلومات والقيود عليها

يجب على 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 القانوني وتاريخ إنشائها وأنشطتها وأهم الخدمات أو المنتجات التي تقدمها لتحقيق إيراداتها.

ويلى ذلك توضيح نتائج تحليل وضع المنشأة محل التقييم والقطاع او الصناعة التي تنتمي اليها ووضعها التنافسي ومؤشرات الاقتصاد الكلى والتشريعات التي تؤثر بشكل جوهري على القطاع والمنشأة.

#### هـ. القوائم المالية التاريخية

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

#### و. التقديرات المستقبلية والافتراضات

علي المقيم أن يوضح في التقرير أسس إعداد التقديرات المستقبلية والافتراضات المستخدمة والتي تمثل مدخلات لمناهج التقييم، وذلك وفقاً لما جاء في "معيار معقولة الافتراضات" وأن يذكر المقيم أن تلك الافتراضات التي 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 (في 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 التي تم اخذها في الاعتبار عند التقييم والاسس التي بنيت عليها تلك الافتراضات أو أي تقديرات شخصية.

## ز/٢ أسس اختيار المجموعة المشابهة

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

## ز/٣ أسس ترجيح نتائج التقييم

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

## ز/٤ الإفصاح عن أي معالجة لنتائج التقييم

يجب أن يفصح بهذا الجزء من التقرير عن أي 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 التي توصل إليها التقرير

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

## ح. مخاطر الاستثمار

يستعرض المقيم في هذا الجزء مخاطر الاستثمار ووضع المنشأة محل التقييم ويحدد أي 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 (معيار مناهج وأساليب التقييم) المنصوص عليها بهذه المعايير، ووفقاً لمفهوم عملية التقييم يمكن تقسيم مناهج تقييم المنشآت الأكثر استخداماً إلى:<sup>٨</sup>

- ١- مناهج الشركات ذات التاريخ والتي زاوت 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.
- ٣- مناهج تقييم الأصول غير الملموسة.

### ١. مناهج الشركات ذات التاريخ والتي زاوت النشاط:

#### 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:

<sup>٨</sup> - تم استبدال الفقرة الأولى بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٣. وتم استبدالها مرة اخري بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٣٦) لسنة ٢٠٢٥.



- 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
- التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمساهمين أو الشركاء وهي التدفقات النقدية الحرة الناتجة عن الأنشطة والعمليات الرئيسية للمنشأة اخذا في الاعتبار ما تقوم به المنشأة من نفقات راسمالية 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 وفقا 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 أسلوب 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
- (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 او تكون سياسات التوزيع لها غير واضحة .
  - عندما تعبر التدفقات النقدية الحرة للمنشأة عن ربحيتها وتستخدم لتحديد لها.
  - عندما يتعلق الامر بتقييم حصة مسيطرة في المنشأة او لها حق التأثير على القرارات الجوهرية ولا يعتبر هذا الأسلوب ملائماً للتقييم في حالة المنشآت التي يتوقع أن يكون لديها حجم انفاق رأسمالى كبير من شأنه أن تصبح التدفقات النقدية الحرة سالبة لعدة سنوات في المستقبل. كما يجب استخدام نموذج التدفقات الحرة المتاحة للمنشأة في حالة عدم وجود استقرار في هيكلها التمويلي.
- (٣) يعد أسلوب خصم الارباح المتبقية (Residual income) مناسباً لقياس الدخل عند التقييم في الحالات الآتية:
- المنشآت التي لا يكون لها توزيعات نقدية لعدة سنوات سابقة بما يمكن المقيّم من توقع توزيعاتها المستقبلية
  - المنشآت المتوقع ان يكون لها تدفقات نقدية حرة سالبة في المستقبل أو من الصعب توقع التدفقات النقدية الحرة لها او قد يوجد بها تنذبذب بدرجة عالية تجعل هناك صعوبة للتنبؤ بدرجة مقبولة.
  - تقييم المنشآت التي تتمتع بدرجة عالية من الشفافية وجودة التقارير المالية
  - عند وجود صعوبة في تقدير القيمة المتبقية Terminal value مما يحد من القدرة على الاعتماد على النموذج التي تعتمد عليها

## بعض الاعتبارات المتعلقة بمنهج الدخل:

يبنى التدفق النقدي المتوقع عن الإيرادات والنفقات المترتبة علي استمرارية أنشطة المنشأة الحالية والمتوقعة في ضوء معدلاتها التاريخية ومعدلات السوق او الصناعة التي تعمل بها، مع مراعاة استبعاد اثر العمليات غير المتكررة من الإيراد والتكاليف. ويراعى:

- 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 وخطة واضحة للمنشأة مثل التغيير في الانفاق الرأسمالي، تغيير الكفاءة التشغيلية (معدلات الدوران)، فرص حقيقية لنمو المبيعات كافتتاح اسواق جديدة ، تغيير سياسة التوزيع...الخ.
- عند تقدير معامل الخصم المناسب يجب الاخذ في الاعتبار العوامل المحيطة بالمنشأة في 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 التي سيتم استخدامها فى حساب المتوسط المرجح لتكلفة رؤوس الاموال ، مع قيمة الديون التي 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 القومي ، وذلك وفقا لأحدث مصادر المعلومات الموثوق بها كالتقارير الصادرة عن وزارة التخطيط.
- فى حالات تقييم اسهم زيادة رأس المال، يتم تقييم المنشأة فى حدود كلا من; قيمة المنشأة بدون زيادة رأس المال المتوقعة وقيمة المنشأة بعد الاخذ فى الاعتبار الزيادة السابق ذكرها.
- يتعين اجراء تسويات على القيم الناتجة من عملية التقييم لى تشمل امور لم تدخل ضمن تنبؤات التدفق النقدى ولا معامل الخصم المستخدم , كتضمنين تسويات تخص امكانية تسويق حصة الملكية محل التقييم و/أو ما اذا كانت حصة مسيطرة ام غير مسيطرة فى 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 المالى 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:

والذى يعتمد على كلا من سعر اقبال السهم ونصيب السهم من احد بنود ربحية المنشأة، حيث يقيس هذا النوع من المضاعفات المبلغ الذى يرغب المستثمر فى دفعه مقابل كل وحدة من ربحية المنشأة. ويعتبر

هذا النوع من المضاعفات الاكثر استخداما نظرا لان قدرة المنشأة على تحقيق الربحية هي المحدد الاساسى لقيمة اى استثمار.

#### 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 فى دفعه مقابل كل وحدة من التدفقات النقدية التى 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 الى عدد مرات تغطية سعر السهم لحجم صافى الاصول.

#### (٢) البيانات المالية الاساسية للمنشأة.

يتم اختيار احد البنود المالية الاساسية من القوائم المالية للمنشأة الذى يتناسب مع نوع المضاعف المستخدم وذلك للوصول الى 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 فى حالات تحقيق المنشأة لخسائر فعلية.
- لا تعد مناسبة للمنشآت التى لا تتميز بتاريخ مستقر ومستدام فى تحقيق الأرباح.
- قد يلزم اجراء تسويات جوهرية لتلافي تأثير المعالجات المحاسبية المختلفة المؤثرة على جودة الارباح.

### مضاعفات التدفقات النقدية:

يعد هذا النوع من المضاعفات مناسباً للاستخدام عند تأثر بنود الربحية بشكل جوهري بالمعالجات 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 الأصول

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 أو المؤسسات المالية أو المنشآت التي تمتلك أو تتحكم في موارد طبيعية مثل حقول البترول أو الغاز الطبيعي أو غيرها.

■ كما يستخدم أيضاً للمنشآت التي تركز قيمتها الحقيقية على القيمة العادلة لأصولها وليس أرباحها مثل المنشآت العقارية أو المنشآت التي تتمثل أغلب أصولها في أصول مالية كصناديق الاستثمار. ويمكن استخدام هذا النوع من التقييم أيضاً في حالة عجز المنشأة عن توليد إيرادات من تدوير أصولها بشكل سليم مما يدفعها إلى تحقيق خسائر متتالية أو تحقيق هامش ربحية ضعيف فتظهر قيمة المنشأة الحقيقية عند توقف نشاطها وتسجيل أصولها.

### الاعتبارات الخاصة بهذا المنهج:

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

- المواصفات الفنية للأصول الملموسة
- حالة الأصول والعمر المتبقى لها
- وجود أي رهونات أو التزامات على الأصل محل التقييم
- قيمة الأصل/الالتزام محل التقييم عند التصفية (في الحالات ذات العلاقة)

■ 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.

### ٢ - منهج تقييم الشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد – ما قبل المبيعات):<sup>٩</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>٩</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 الاموال.

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 ليلعب (٢٥) مليون سهم، لتقل 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 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 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 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) .

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 مسؤول 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.

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.

### ٣ - مناهج تقييم الأصول غير الملموسة<sup>١٠</sup>

#### نطاق التطبيق:

يجب أن يقوم بمهام تقييم الأصول غير الملموسة شركات الاستشارات المالية والجهات المرخص لهما من الهيئة للقيام بأعمال التقييم المالي وإعداد دراسات القيمة العادلة المقيدين بالسجل المنظم بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١١٤) لسنة ٢٠١٨ المشار إليه.

وعلى المقيم عند قيامه بتقييم الأصول غير الملموسة أن يحدد بدقة الغرض من التقييم، على أن تسري تلك المناهج في الحالات الآتية:

١. إعداد القوائم والتقارير المالية المجمعة بعد عملية الاستحواذ على حصة حاكمة.
٢. شراء وبيع الأصول غير الملموسة من طرف آخر.

<sup>١٠</sup> - تم إضافة مناهج جديدة تحت عنوان (سادساً: مناهج تقييم الأصول غير الملموسة) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٣٦) لسنة ٢٠٢٥.

### مناهج وأساليب التقييم:

تتعدد المناهج والأساليب المستخدمة في تقييم الأصول غير الملموسة للمنشأة، ويتعين على المقيم اختيار المنهج أو المناهج الأكثر ملاءمة لتقييم الأصول غير الملموسة.

### أولاً - منهج الدخل

تحدد قيمة الأصل غير الملموس باستخدام منهج الدخل في ضوء المنافع الاقتصادية المستقبلية للأصل غير الملموس وذلك خلال عمره الإنتاجي الاقتصادي وتحويلها إلى القيمة الحالية باستخدام معدل خصم مناسب، متى كان من الممكن فصل الدخل المتولد من أصول المنشأة الملموسة وأصولها غير الملموسة.

ويعد منهج الدخل من أكثر الطرق شيوعاً عند تقييم الأصول غير الملموسة للمنشأة، وعادةً ما يستخدم في تقييم الأصول غير الملموسة الآتية:

- ١- التكنولوجيا وبرمجيات الكمبيوتر.
- ٢- العلامات التجارية.
- ٣- قوائم العملاء.
- ٤- قوائم الموردين.
- ٥- اتفاقيات عدم المنافسة.
- ٦- البيانات التجارية.
- ٧- تراخيص التشغيل؛ على سبيل المثال (اتفاقيات الامتياز/ تراخيص الألعاب/ الطيف الإذاعي).
- ٨- براءات الاختراع وحقوق النشر.
- ٩- حقوق الملكية الفكرية.

ويندرج تحت منهج الدخل عدة أساليب للتقييم تختلف باختلاف نوع الأصل غير الملموس منها ما يلي:

- ١- طريقة المنافع الزائدة Excess Earning Method .
- ٢- طريقة الإعفاء من حقوق الامتياز Relief from Royalty Method.
- ٣- طريقة التقييم باستخدام الأصل غير الملموس وبدونه With & Without Method.

### ١- طريقة المنافع الزائدة Excess Earning Method

وتستخدم هذه الطريقة عندما يكون أحد الأصول غير الملموسة محل التقييم هي:

- ١- المحرك الأساسي لقيمة المنشأة ولتوليد منافع زائدة.



٢- أن يكون الأصل غير الملموس قابلاً للتحديد ويمكن فصل التدفقات النقدية المستقبلية المتولدة من الأصل عن التدفقات النقدية الإجمالية للمنشأة.

وتحدد هذه الطريقة قيمة الأصل غير الملموس من خلال تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة من ذلك الأصل محل التقييم باستخدام معدل خصم مناسب، بعد استبعاد نسبة التدفقات النقدية من الأصول المساهمة (CACs)، والغرض الرئيسي من تلك الطريقة هو تقدير قيمة الأصول غير الملموسة لتلك المنشأة بمعزل عن أصولها الأخرى والتدفقات النقدية التشغيلية الناتجة عنها، وذلك بافتراض ثبات كافة المتغيرات الأخرى.

وتستخدم هذه الطريقة مع عمليات التقييم التي تتطلب من المشتري توزيع/ فصل السعر الإجمالي المدفوع للمنشأة بين الأصول الملموسة والأصول غير الملموسة القابلة للتحديد والشهرة.

ويمكن تطبيق طريقة المنافع الزائدة باستخدام ما يلي:

١- عدة فترات من التدفقات النقدية المتوقعة - طريقة المنافع الزائدة متعددة الفترات ( Multiple Period Excess Earnings (MPEEM).

٢- فترة واحدة من التدفقات النقدية المتوقعة-طريقة المنافع الزائدة لفترة واحدة.

٣- رسملة فترة واحدة من التدفقات النقدية المتوقعة -طريقة المنافع الزائدة المرسملة.

وتتمتع معظم الأصول غير الملموسة بعمر اقتصادي يتجاوز فترة واحدة، ومن ثم يشيع استخدام طريقة المنافع الزائدة متعددة الفترات (MPEEM) والمتوافقة مع العمر الاقتصادي للأصل.

ولا تكون طريقة المنافع الزائدة مناسبة إلا إذا كانت الشركة التي يتم تقييم الأصل غير الملموس لديها يعمل في ظروف تتسم بالثبات في تحقيق معدلات نمو/اضمحلال مستقرة وهوامش ربحية مستقرة نسبياً، وأصول مساهمة مستقرة نسبياً.

وتتضمن طريقة المنافع الزائدة عدة خطوات على النحو الآتي:

١- توقع صافي الأرباح الناتجة من الأصل غير الملموس محل التقييم، من خلال مقابلة كافة الإيرادات والمصروفات التشغيلية المستقبلية للوصول إلى صافي الأرباح للأصل غير الملموس.

٢- يتم رد الاستهلاك غير النقدي متأثر بمزايا الاستهلاك الضريبية (Tax Shield) إلى صافي الأرباح للوصول إلى صافي التدفقات النقدية الناتجة من الأصل غير الملموس.

٣- تحديد الأصول المساهمة في تحقيق الإيرادات والمصروفات المتوقعة للأصل غير الملموس محل التقييم (CACs).

٤- تحديد معدل الخصم المناسب لكل أصل من الأصول المساهمة بناءً على تقييم المخاطر المرتبطة بهذا الأصل متأثرة بمزايا الاستهلاك الضريبية، فعلى سبيل المثال؛ تتطلب الأصول منخفضة المخاطر مثل رأس المال العامل عائداً أقل نسبياً، بينما تتطلب الأصول الثابتة مثل الآلات والمعدات المتخصصة معدلات عائد أعلى نسبياً.

- ٥- استنتاج التدفقات النقدية المستقبلية للأصل غير الملموس بعد استبعاد نسبة المساهمة المتولدة من كل أصل من الأصول المساهمة (CACs)، ويتم حساب القيمة الحالية للأصل غير الملموس أخذاً في الاعتبار المخاطر المرتبطة بالأصل غير الملموس محل التقييم مثل (مخاطر المنافسة السوقية، ومخاطر التقادم التكنولوجي، ومخاطر تغير العوامل القانونية أو التنظيمية، أو أي مخاطر أخرى ذات صلة).
- ٦- حساب القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن استهلاك الأصل وذلك للأصول محددة المدة ( Tax Amortization Benefit)، وذلك للأخذ في الاعتبار مزايا الاستهلاك الضريبية المتحققة من حساب الاستهلاك للأصل غير الملموس على مدار عمر الأصل (عمر الأصل لاحتساب مزايا الاستهلاك الضريبية الناتجة عن استهلاك الأصل محدد المدة يجوز أن يتعدى عشر سنوات بناءً على معايير المحاسبة المصرية).
- ٧- تضاف القيمة الحالية للأصل غير الملموس والقيمة الحالية للوفر الضريبي Tax Amortization Benefit لاستنتاج القيمة الإجمالية للأصل محل التقييم.

وينبغي إدراج رسوم الأصول المساهمة (CACs) لكافة أنواع الأصول الملموسة وغير الملموسة التي تساهم في توليد التدفق النقدي، وفي حالة ما إذا كانت تلك الأصول المساهمة تساهم في عدة خطوط إنتاج يتعين على المقيم توزيعها فيما بينهم.

وينبغي أن تطبق طريقة المنافع الزائدة على فئة واحدة من الأصول غير الملموسة (عادة ما تكون الفئة أو الأصل الرئيسي أو الأصل الأكثر أهمية).

## ٢- طريقة الإعفاء من حقوق الامتياز Relief from Royalty Method

الإعفاء من حقوق الامتياز هي طريقة تقييم تحدد قيمة الأصل غير الملموس عبر التقدير الافتراضي لحقوق الامتياز التي يمكن توفيرها من خلال امتلاك الأصل غير الملموس مقارنة بترخيصه من خلال طرف آخر.

وغالبا ما يتم استخدام طريقة الإعفاء من حقوق الامتياز لتقييم العلامات التجارية وبرامج الكمبيوتر المرخصة والبحث والتطوير الجاري والتي يمكن ربطها بتدفق إيرادات معينة من ناحية، ومن ناحية أخرى حيثما تتوفر بيانات عن حقوق الامتياز ورسوم الترخيص من معاملات السوق الأخرى.

وتتضمن طريقة الإعفاء من حقوق الامتياز عدة خطوات على النحو الآتي:

- ١- تحديد العمر الاقتصادي للأصل غير الملموس، إلا أنه يجوز استخدام هذه الطريقة للأصول غير محددة المدة.
- ٢- توقع الافتراضات الخاصة بالأصل غير الملموس محل التقييم، وتعد أحد أكثر الطرق شيوعاً هي توقع الإيرادات، نظراً لأن معظم حقوق الامتياز تدفع كنسبة مئوية من الإيرادات.
- ٣- تقدير معدل حقوق الامتياز (Royalty Rate) للأصل غير الملموس محل التقييم وتطبيقه على الإيرادات (أو المؤشر المرتبط بمعدل حقوق الامتياز) المتوقعة للمنشأة.



- ٤- تقدير القيمة المتبقية للأصول غير محددة المدة (مثل العلامة التجارية، الاسم التجاري، ..... إلخ).
- ٥- استخدام معدل خصم مناسب لخصم تلك التدفقات النقدية المستقبلية (حقوق الامتياز) التي يمكن توفيرها أو جنيها من خلال امتلاك الأصل غير الملموس مقارنة بترخيصه من خلال طرف آخر.
- ٦- تقدير أي مصروفات إضافية يكون مالك ترخيص الأصل محل التقييم مسؤولاً عنها، وينبغي تحليل معدل رسوم الملكية الفكرية لتحديد ما إذا كانت المصروفات (مثل: الصيانة والتسويق والدعاية) مسئولية المرخص أو المرخص له.
- ٧- حساب القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن استهلاك الأصل وذلك للأصول محددة المدة، مع الأخذ في الاعتبار مزايا الاستهلاك الضريبية المتحققة من حساب الاستهلاك للأصل غير الملموس على مدار عمر الأصل (عمر الأصل لاحتساب Tax Amortization Benefit لا يزيد على عشر سنوات بناءً على معايير المحاسبة المصرية).

ويعتمد تقدير معدلات حقوق الامتياز للأصل غير الملموس بشكل أساسي على توافر وتحليل البيانات للمعاملات المماثلة، وهناك طريقتين يمكن الاستناد إليهما لتحديد تلك المعدلات:

#### الطريقة الأولى: معدلات حقوق الامتياز في الأسواق للمعاملات المماثلة أو المشابهة

تعتمد تلك الطريقة على توافر مجموعة مماثلة أو مشابهة من الأصول غير الملموسة والمرخصة وتوافر البيانات اللازمة عن تلك المجموعة وأن تكون تمت بين أطراف لا يوجد بينهم تعارض في المصالح، حتى يتسنى للمقيم الاعتماد عليها، كما يجب أن تكون البيانات اللازمة عن تلك المجموعة من أحد المصادر المتعارف عليها والموثوق فيها لهذا الغرض.

#### الطريقة الثانية: تقسيم الأرباح

تعتمد تلك الطريقة على تقسيم الأرباح التي من المفترض أن يدفعها المرخص له للمرخص في أي معاملة على أساس محايد، وذلك مقابل الحصول على حقوق استخدام الأصل غير الملموس محل التقييم، وأن تكون تمت بين أطراف لا يوجد بينهم تعارض في المصالح، وذلك حتى يتسنى للمقيم الاعتماد عليها، سواء كان تقدير معدلات حقوق الامتياز معتمداً على طريقة المعاملات المماثلة أو تقسيم الأرباح (أو كلاهما)، وينبغي أن تأخذ عملية الاختيار في الاعتبار خصائص الأصل غير الملموس محل التقييم والبيئة التي يستخدم فيها.

وتتضمن الاعتبارات الخاصة بطريقة الإعفاء من حقوق الامتياز ما يلي:

- ١- البيئة التنافسية للمنشأة مالكة الأصل غير الملموس من حيث حجم سوق الأصل غير الملموس، وتوافر البدائل، .... إلخ.
- ٢- أهمية الأصل غير الملموس محل التقييم للمنشأة: ما إذا كان الأصل محل التقييم عاملاً رئيسياً للتمييز بين المنافسين والأهمية التي يلعبها في استراتيجية التسويق المعتمدة، وأهميته النسبية بالمقارنة بغيره من الأصول غير الملموسة.

٣- العمر الاقتصادي للأصل غير الملموس وأي مخاطر قد تكون مرتبطة به.

وينبغي على المقيم عند تحديد معدل حقوق الامتياز مراعاة ما يلي:

- (أ) معرفة الحقوق والقيود المحددة في اتفاقيات الإغفاء من الرسوم، إذ قد تتضمن هذه الاتفاقيات قيوداً على استخدام الأصول غير الملموسة المرخصة مثل تقييد منطقة جغرافية معينة أو منتجات معينة.
- (ب) أن يراعى الطبيعة غير المتجانسة للأصول غير ملموسة، وعليه فإنه في حال توافر مجموعة شبيهة وتوافر البيانات اللازمة عنها، يجب على المقيم مراعاة الاختلافات بينها وإجراء تعديلات وتسويات لإبراز الفروق بينها.

### ٣- طريقة التقييم باستخدام الأصل غير الملموس وبدونه (With & Without Method)

هي طريقة يتم من خلالها تقدير الأداء المالي الإجمالي للمنشأة، مع الأخذ في الاعتبار قيمة الأصل غير الملموس بمقارنة حالتين: الأولى تستخدم فيه المنشأة الأصل غير الملموس محل التقييم والأخرى لا تستخدمه (وذلك بافتراض ثبات كافة العوامل الأخرى). ويمكن إجراء المقارنة بين الحالتين بطريقتين:

- ١- حساب قيمة المنشأة في ضوء كل حالة بحيث يكون الفرق في قيم المنشأة هو قيمة الأصل غير الملموس محل التقييم.
- ٢- حساب الفرق بين الأرباح في الحالتين لكل فترة مستقبلية، ثم تستخدم القيمة الحالية لتلك المبالغ لتحديد قيمة الأصل غير الملموس محل التقييم.

وعادة ما تستخدم هذه الطريقة عند تقييم اتفاقيات عدم المنافسة، ولكنها قد تكون مناسبة في تقييم الأصول غير الملموسة الأخرى على حسب الحالة والظروف المحددة للتقييم.

وتتضمن طريقة التقييم باستخدام الأصل غير الملموس وبدونه (With & Without Method) عدة خطوات على النحو الآتي:

- ١- توقع كافة الإيرادات والمصروفات والنفقات الرأسمالية والتشغيلية، واحتياجات رأس المال العامل للمنشأة بافتراض استخدام كافة أصولها متضمنة الأصل غير الملموس محل التقييم، وتسمى التدفقات النقدية في هذه الحالة "باستخدام الأصل".
- ٢- استخدام معدل خصم مناسب لخصم تلك التدفقات النقدية المستقبلية، و/أو حساب قيمة المنشأة في ظل سيناريو "باستخدام الأصل".
- ٣- توقع كافة الإيرادات والمصروفات والنفقات الرأسمالية والتشغيلية، واحتياجات رأس المال العامل للمنشأة بافتراض استخدام جميع أصولها باستثناء الأصل غير الملموس محل التقييم، وتسمى تلك التدفقات بسيناريو "بدون استخدام الأصل".
- ٤- استخدام معدل خصم مناسب لخصم تلك التدفقات النقدية المستقبلية، و/أو حساب قيمة المنشأة في ظل سيناريو "بدون استخدام الأصل" ويجوز أن يتساوى معدل الخصم المستخدم في الحالتين السابقتين.

٥- طرح القيمة الحالية للتدفقات النقدية الناتجة من سيناريو «بدون استخدام الأصل» من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الناتجة من سيناريو "باستخدام الأصل".

٦- حساب القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن استهلاك الأصل وذلك للأصول محددة المدة وذلك للأصل في الاعتبار مزايا الاستهلاك الضريبية المتحققة من حساب الاستهلاك للأصل غير الملموس على مدار عمر الأصل (عمر الأصل لاحتساب مزايا الاستهلاك الضريبية الناتجة عن استهلاك الأصل محدد المدة لا يجوز أن يزيد على عشر سنوات بناءً على معايير المحاسبة المصرية).

ويلتزم المقيم بأن يكون الفرق بين الحالتين منعكس فقط في الفرق ما بين التدفقات النقدية المستقبلية الخاصة بكل حالة، بدلاً من استخدام معدلات خصم مختلفة في الحالتين (وذلك بافتراض ثبات كافة العوامل الأخرى).

### ملحوظة:

تجدر الإشارة أن طريقة المنافع الزائدة تعتمد على تحديد الدخل الناتج عن الأصل غير الملموس، بينما تعتمد طريقة التقييم باستخدام الأصل غير الملموس وبدونه على مقارنة الأداء المالي الإجمالي للمنشأة باستخدام الأصل غير الملموس وبدونه، ويعتمد اختيار الطريقة على طبيعة الأصول غير الملموسة وتوافر البيانات والظروف المحددة للتقييم.

### ثانياً: منهج السوق:

يُقدر منهج السوق قيمة الأصل غير الملموس من خلال مقارنته بغيره من الأصول غير الملموسة طبقاً لمعاملات السوق؛ فعلى سبيل المثال وليس الحصر، المعاملات أو الصفقات التي تمت على أصول غير ملموسة مشابهة .

ويجب مراعاة أن كثيراً ما تشمل المعاملات التي تنطوي على أصول غير ملموسة أصولاً أخرى، فعلى سبيل المثال وليس الحصر؛ عمليات الاستحواذ، وعليه قلما يتم الاعتماد على مثل هذه العمليات كأساس وحيد في عملية التقييم.

### ولا يتم تطبيق منهج السوق بهدف تقييم الأصول غير الملموسة إلا عند استيفاء ما يلي:

- ١- توافر المعلومات عن صفقات أو عمليات تمت على أصول غير ملموسة مشابهة، وأن تتسم تلك الصفقات بالعدالة، والحيادية وأن تكون تمت بين أطراف لا يوجد بينهم تعارض في المصالح في وقتها وبعد تاريخ التقييم لمدة لا تقل عن ١٢ شهر، حتى يتسنى للمقيم الاعتماد على أسعارها.
- ٢- توافر المعلومات الكافية حتى يتسنى للمقيم إجراء التسويات لمعالجة الاختلافات ما بين الأصل غير الملموس محل التقييم والمجموعة المشابهة من الأصول غير الملموسة الأخرى، ويلتزم المقيم بإجراء تحليل مقارنة لأوجه الشبه والاختلاف بين الأصل غير الملموس محل التقييم والأصول المشابهة الأخرى.



ويجب مراعاة الطبيعة غير المتجانسة للأصول غير الملموسة فضلاً عن أنها عادة لا تعامل بمعزل عن الأصول الأخرى الخاصة بالمنشأة محل التقييم، وعليه فإنه في حالة العثور على معاملات سوقية فإن ذلك عادة ما يكون مرتبطاً بأصول مشابهة ولكنها غير متطابقة، ومن ثم يجب على المُقيم إجراء تعديلات وتسويات لإبراز الفروق بين الأصل محل التقييم وتلك المتضمن في المعاملات السوقية. وتعد طريقة المعاملات المثيلة (طريقة الصفقات المقارنة والمعروفة أيضاً باسم طريقة الصفقات الاسترشادية) هي الطريقة المثلى التي يمكن تطبيقها على الأصول غير الملموسة، وفي حالة وجود صفقات مشابهة تمت، فيجب أن تكون تمت بحيادية ونزاهة وأن تكون تمت بين أطراف لا يوجد بينهم تعارض في المصالح.

### ثالثاً - منهج التكلفة

يتم تحديد قيمة الأصل غير الملموس في منهج التكلفة على أساس قيمة أصل مماثل أو أي أصل يقدم خدمات أو منافع أو استخدامات مماثلة.

وعادةً ما يستخدم أسلوب التكلفة مع الأصول غير الملموسة مثل برمجيات من أطراف خارجية أو البرمجيات المطورة والمستخدمه داخلياً وكذا رأس المال البشري (القوى العاملة).

### ملحوظة:

لا يجوز استخدام أسلوب التكلفة في حالة إمكانية تطبيق أي أسلوب آخر، وينبغي على المقيم محاولة إيجاد طريقة بديلة قبل اللجوء إلى استخدام هذا المنهج.

وهناك طريقتان رئيسيتان تدرجان تحت أسلوب التكلفة:

- 1- تكلفة الاستبدال والإحلال.
- 2- تكلفة إعادة الإنتاج، وعادة لا تمتلك العديد من الأصول غير الملموسة شكلاً مادياً يمكن إعادة إنتاجه، وبالتالي فهي تشتق قيمتها من المنفعة المتحققة من استخدامها (مثل البرمجيات)، ولذلك تعد طريقة تكلفة الاستبدال الأكثر استخداماً في التقييم.

وتفترض طريقة تكلفة الاستبدال أن المستثمر لن يدفع قيمة في مقابل الأصل أكثر من التكلفة التي سيتم تكبدها لاستبدال الأصل بأصل آخر بديلاً لأداء وظيفة مماثلة.

وينبغي على المقيم عند استخدام طريقة تكلفة الاستبدال مراعاة ما يلي:

- 1- التكاليف المباشرة وغير المباشرة لاستبدال الأصل.
- 2- ما إذا كان الأصل غير الملموس عرضة للتقادم الاقتصادي، حيث أن الأصول غير الملموسة لا تتقادم وظيفياً أو مادياً إنما قد تتقادم اقتصادياً.

٣- إدراج تكاليف الفرص البديلة والتي تعكس التكاليف المرتبطة بعدم وجود الأصل غير الملموس محل التقييم في مكانه لفترة من الوقت خلال إنشائه وبدء تحقيق منافع اقتصادية.

ويُعد منهج التكلفة هو أحد أكثر الطرق شيوعاً لتقييم الأصول غير الملموسة الآتية على سبيل المثال:

- ٤- التكنولوجيا وبرمجيات الكمبيوتر.
- ٥- تراخيص التشغيل (على سبيل المثال: اتفاقيات الامتياز، وتراخيص الألعاب، والطيف الإذاعي).
- ٦- براءات الاختراع وحقوق النشر.
- ٧- حقوق الملكية الفكرية.
- ٨- رأس المال البشري.

### الاعتبارات الخاصة بالأصول غير الملموسة، ويتناول هذا الجزء الاعتبارات الخاصة بتقييم الأصول غير الملموسة بوجه عام والتي منها:

- ١- الاعتراف بالأصل غير الملموس.
- ٢- معدل الخصم/ معدل العائد الخاص بالأصل غير الملموس.
- ٣- العمر الاقتصادي للأصل غير الملموس.
- ولا يعترف بالأصل غير الملموس إلا إذا كان:
- ١- يمكن فصله أو عزله عن المنشأة أو بيعه أو التنازل عنه أو الترخيص به أو تبادله بشكل منفرد أو مع عقد أو أصل أو التزام ذي صلة.
- ٢- ناشئاً عن حقوق تعاقدية أو غيرها من الحقوق التي يمكن فصلها عن المنشأة أو عن أي حقوق أو التزامات أخرى.

وينبغي على المقيم عند تقييم المنشآت أو العقارات أو الآلات والمعدات مراعاة ما إذا كانت هناك أصولاً غير ملموسة مرتبطة بهم من عدمه، وما إذا كانت تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على الأصل محل التقييم، فعلى سبيل المثال: عند تقييم منشأة ما باستخدام أسلوب الدخل، يمكن أن تنعكس مساهمة قيمة العلامة التجارية بالفعل في الأرباح التي تدرها.

### **معدل خصم/ معدل العائد الخاص بالأصل غير الملموس:**

يتطلب تقدير معدل الخصم الخاص بالأصل غير الملموس بوجه عام تقديراً مهنيّاً كبيراً، فلا ينبغي أن يعكس معدل الخصم القيمة الزمنية للتدفقات النقدية فحسب، بل يجب أن يعكس المخاطر المرتبطة بكل نوع من أنواع الأصول غير الملموسة أيضاً.

ويمكن استخدام المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (WACC) في بعض حالات التقييم مع إضافة معامل خصم إضافي لمعالجة أي مخاطر إضافية ناتجة عن ذلك بنتائج التقييم إن وجدت.

وإذا كان غرض التقييم هو إعداد القوائم المالية المجمعة بعد عملية الاستحواذ لحصة حاکمة، يمكن الاعتماد على معدل الخصم التي تم إعداده بغرض الاستحواذ في تاريخ الاستحواذ. وينبغي على المقيم عند تقييم المخاطر المرتبطة بالأصل غير الملموس الاعتماد بما يلي:

١- عادة ما تكون الأصول غير الملموسة ذات درجة أعلى من المخاطر عن الأصول الملموسة (مثل البحث والتطوير أو الشهرة)، إلا أن هناك بعض الأصول غير الملموسة تتسم بمخاطر أقل مثل سجلات العملاء.

٢- إذا كانت الأصول غير الملموسة شديدة التخصص لاستخدامها الحالي، فقد تكون أكثر خطورة من الأصول ذات الاستخدامات المحتملة المتعددة.

٣- الأصول غير الملموسة المستخدمة في أنشطة محفوفة بالمخاطر (يشار إليها أحياناً بأنها غير روتينية) قد تنطوي على مخاطر أكبر من الأصول غير الملموسة المستخدمة في أنشطة أقل خطورة أو روتينية، فعلى سبيل المثال: قد تكون الأصول غير الملموسة المستخدمة في أنشطة البحث والتطوير أكثر خطورة من تلك المستخدمة في تقديم المنتجات أو الخدمات القائمة.

٤- الأصل غير الملموس ذو العمر الإنتاجي الاقتصادي الطويل يعد أصل غير ملموس أكثر خطورة من الأصل غير الملموس ذي العمر الإنتاجي الاقتصادي أقصر (وذلك بافتراض أن كافة العوامل الأخرى ثابتة غير متغيرة).

٥- يعد الأصل غير الملموس ذو تدفقات نقدية يمكن تقديرها بسهولة مثل سجلات العملاء، أقل خطورة من الأصل غير الملموس ذي التدفقات النقدية الأصعب تقديراً، مثل العلاقات مع العملاء.

وعليه يجب أن يأخذ المقيم كافة ما سبق أعلاه في الاعتبار عند التوقع وحساب معامل الخصم وإجراء التعديلات اللازمة عليهم حتى تناسب طبيعة وظروف الأصل غير الملموس محل التقييم وكذا حجم المخاطر، ومرحلة النمو.

يجب أن يراعى المقيم عند تقدير معدل الخصم المعدلات الآتية:

- ١- المعدلات الخالية من المخاطر ذات فترات استحقاق مماثلة لعمر الأصل غير الملموس محل التقييم.
- ٢- تكلفة الدين أو معدلات الإقراض ذات فترات الاستحقاق المماثل لعمر الأصل غير الملموس محل التقييم.
- ٣- تكلفة حقوق الملكية أو معدلاتها أو العائد الخاص بالمنشأة أو المستخدم لهذا الأصل.
- ٤- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) الخاص بالمنشأة أو المستخدم لهذا الأصل.
- ٥- في الحالات المتضمنة استحواذ حديث على المنشأة بما في ذلك الأصل غير الملموس محل التقييم، ينبغي مراعاة معدل العائد الداخلي للمعاملة (IRR).



٦- في الحالات المتضمنة تقييم المنشأة بوجه عام، ينبغي على المقيم اجراء تحليل للمتوسط المرجح للعائد على الأصول (WARA) للتأكد من صحة معدلات الخصم المحددة.

### العمر الاقتصادي للأصول غير الملموسة:

١- يُعد العمر الاقتصادي للأصل غير الملموس من الاعتبارات المهمة عند تقييم أي أصل من الأصول غير الملموسة، ولا سيما عند استخدام أسلوب الدخل، وقد يكون هذا العمر محدد المدة بسبب العوامل القانونية أو التقنية أو الوظيفية أو الاقتصادية؛ ويختلف مفهوم العمر الاقتصادي للأصل غير الملموس في سياق التقييم عن مفهوم عمر الاستخدام المتبقي للأغراض المحاسبية أو الضريبية.

٢- يجب النظر في العوامل القانونية، والتقنية، والوظيفية، والاقتصادية منفردةً ومجمعةً عند تقييم العمر الاقتصادي للأصل غير الملموس.

٣- عند تقدير العمر الاقتصادي للأصل غير الملموس ينبغي على المقيم أيضاً دراسة نمط الاستخدام أو الإحلال المحتمل له، ويمكن إحلال بعض الأصول غير الملموسة فجأة عندما تتوفر بدائل جديدة أو أفضل أو أرخص، في حين يمكن إحلال الأصول الأخرى ببطء مع الوقت؛ فعلى سبيل المثال عندما يطرح أحد مطوري البرمجيات نسخة جديدة من إحدى البرمجيات سنوياً، يتم إحلال فقط جزءاً من البرمجيات الموجودة في كل نسخة جديدة.

## ملحق (ب) ١١

### 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 كشريحة 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٪).

١١ 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.

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

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

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:

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 متاح 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٪).

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 ٦,٧١ مليون جنيه بتكلفة الاستثمار للشريك المحدود والبالغ ٧,٥ مليون ومن ثم فإن التكلفة تتجاوز قيمة الاستثمار وعليه يتعين رفض الاستثمار.