

**تحليل مقارن لمدخل تقييم المنشآت فى إطار المعايير المصرية  
للتقييم المالى بغرض التقسيم والطرح العام والخاص  
دراسة ميدانية**

**الدكتور**

**طارق عبد العظيم يوسف الرشيدى**

**المدرس بقسم المحاسبة**

**كلية التجارة - جامعة دمياط**

## المخلص Abstract

الهدف من هذا البحث هو اجراء تحليل مقارن لمدخل وأساليب التقييم المالى للمنشآت فى ضوء المعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت والصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١) لسنة ٢٠١٧ بتاريخ ١٨ يناير.

وتشير النتائج الى أن قيمة المنشأة تختلف باختلاف مدخل وأسلوب التقييم المستخدم، وبذلك لا توجد قيمة واحدة صحيحة للمنشأة.

وبناء على ذلك يوصى الباحث بضرورة أخذ محددات تطبيق مناهج وأساليب التقييم فى الاعتبار واستخدام أفضل منهج لتحديد القيمة الاجمالية وأن استخدام أكبر عدد من المناهج الملائمة لتحديد قيمة المنشأة هو الأكثر ملاءمة فى بيئة الأعمال المصرية.

### المصطلحات الأساسية فى البحث:

المعايير المصرية للتقييم المالى، منهج الدخل، منهج السوق، منهج صافى الأصول، منهج التقييم من خلال تجميع الأجزاء المكونة للمنشأة، شركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية .

### المقدمة:

أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية أول معايير مصرية للتقييم المالى للمنشآت، والتي تهدف إلى تحقيق موضوعية التقييمات ودراسات القيمة العادلة بما يعزز من حماية المستثمرين وثقة المؤسسات المالية وغيرهم من المتعاملين فى السوق عند تقييم الأوراق المالية لأغراض التقييم والترح والاستحواذ وزيادة رؤوس الأموال، ومساهمات صناديق الاستثمار وغيرها من القرارات الاستثمارية والتمويلية. وهى تعد تعد بمثابة منهج ملزم للجميع حتى تكون نتائج التقييم متسقة وموضوعية ويمكن المقارنة بينها، ومحاسبة من يخل بها أو يخرج عنها، مما يساعد على الارتقاء بمناخ الاستثمار وتعزيز النزاهة، والحد من المنازعات.

وتتضمن تلك المعايير الجديدة ثمانية معايير وهى: معيار "نطاق التطبيق" و"معيار للسلوك المهني" و"معيار متطلبات الكفاءة المهنية" وكذلك "معيار نطاق العمل" و"معيار تنفيذ عملية التقييم" و "معيار معقولة الافتراضات" إضافة إلى "معيار مناهج وأساليب التقييم" و"معيار إعداد تقرير التقييم ومشمولاته" (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧).

وقد حددت معايير التقييم الجديدة خطوات عملية التقييم والتي تبدأ بفهم طبيعة نشاط المنشأة محل التقييم، وأوضاع السوق، والقطاع الذي تعمل به، ثم تقدير الأداء المستقبلي للمنشأة بناءً على افتراضات موضوعية ومبررة، ويلى ذلك اختيار منهج التقييم المناسب من بين مناهج وأساليب التقييم المالي المعروضة والحالات التي تلائم تطبيق كل منها ، وتنتهي بالمفاضلة بين النتائج للتوصل إلى الرأى النهائي للمقيم.

ولما كانت الحكومة المصرية تدرس طرح جزء من رأسمال بعض الشركات الحكومية والشركات التابعة لقطاع الأعمال العام للاكتتاب بالبورصة المصرية وبورصات دولية، لجذب ما يتراوح بين ٥ و ١٠ مليارات دولار خلال ٣ سنوات ضمن برنامج الطروحات الحكومية التى أطلقته وزارة الاستثمار والذي يأتى فى إطار خطتها لتعظيم الاستفادة من المساحات والأصول غير المستغلة لعدد من الشركات القابضة، ومن المقرر أن يتضمن برنامج الطروحات فى المرحلة الأولى، طرح عدد من شركات البترول بينها (الإسكندرية للزيوت المعدنية «أموك»، والشركة الهندسية للصناعات البترولية والكيمياوية «انبي» وشركة سيدى كرير للبتروكيماويات «سيدبك»)، إضافة إلى بعض البنوك منها بنك القاهرة.

بالإضافة إلى أنه قد تم تعديل وإضافة ٧٤ مادة لمواد القانون رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ الخاص بشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسئولية المحدودة. وتتضمن التعديلات تنظيم قواعد وإجراءات تقسيم الشركات، وتنظيم إجراءات ولجان التحقق من قيمة الحصص العينية بمراعاة معايير التقييم المالي الجديدة للمنشآت ومعايير التقييم العقاري وتيسير إجراءات زيادة رأس المال وتنظيم حق الاعتراض للجهات الإدارية المختصة إذا تمت الزيادة بطريقة الغش أو الاضرار بحقوق المساهمين أو بالمخالفة لمعايير المحاسبة المصرية.

وبناء على ما تقدم يتطلب الأمر دراسة متأنية لمدخل وأساليب التقييم والمفاضلة بينها حيث سيترتب على اختيار كل منها قيمة مختلفة للمنشأة محل التقييم، مع الأخذ فى الاعتبار أن لكل مدخل خصائصه وميزاته وعيوبه. وبالتالي رأى الباحث اجراء تحليل مقارنة لمناهج التقييم المالى للمنشآت وفقا للمعايير المصرية بغرض التقسيم والطرح العام والخاص بالتطبيق على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصرى فى قطاع الخدمات - قطاع الموزعون والتجزئة.

## الدراسات السابقة:

يعتبر التقييم منهج يمكن من خلاله التوصل إلى حكم بشأن آفاق نمو الشركة والتوقعات المالية لها. وهو مزيج من التقييمات الذاتية والموضوعية لجميع جوانب الشركة، بما في ذلك فريق الإدارة (Keegan ٢٠٠٨). وتهدف أساليب التقييم الحديث إلى تحديد قيمة الشركة في ضوء وضعها الاقتصادي حيث يتم تقييم الشركة على أساس وضعها وقت التقييم بالإضافة إلى توقعاتها المستقبلية. وتختلف القيمة التي تحدها هذه المناهج بشكل كبير عن قيمة الشركة في قوائمها المالية. وبالتالي فإن مناهج التقييم الأكثر شيوعاً تحدد قيم الشركات على أساس أرباحها أو التدفقات النقدية لها، مع خصم الالتزامات، وإضافة قيمة الأصول غير التشغيلية (Kallunki & Niemelä ٢٠٠٧، Boer, ١٩٩٩).

وهناك أسباب عديدة تستدعي الحاجة إلى تقدير قيمة الشركة مثل: عمليات الدمج، معاملات البيع، إفلاس الشركة والتصفية، الاستحواذ على الشركات أو مقارنة الشركات ببعضها، وبناء المحفظة الاستثمارية (Dzyuma ٢٠١٢). فعند الدمج - على سبيل المثال - يكون من الضروري أن يحصل كل من البائع والمشتري على قيمة موضوعية للشركة لاتمام عملية الدمج، بالإضافة إلى ذلك، فإنه لا بد أن يكون لدى كل من يستثمر في الأسهم فهماً عن قيمة الشركة وكيفية توفير قيمة للمساهمين لاتخاذ قرارات استثمار صحيحة.

كما تتضح أهمية عملية التقييم عند الحصول على التمويل، وتحديد الضرائب، واتفاقات البيع والشراء، وخطط ملكية الأسهم للموظفين، والمساهمات الخيرية وتسويات الممتلكات، وتقييمات الشركات المدرجة للحصول على أسعار الأسهم وعروض الاكتتاب العام، وبرامج التعويضات والتعرف على محركات القيمة والتخطيط الاستراتيجي (Kuttner, ١٩٨٩) (Zulli, ١٩٨٨, Fernandez, ٢٠٠٧).

ويتم المقارنة بين مناهج التقييم للشركات من قبل العديد من المشاركين في السوق منهم المهنيين والمستثمرين من القطاع الخاص والتمويلين واستشاري عمليات الاندماج والاستحواذ وأصحاب الأعمال ومديري الأعمال (Kallunki and Niemelä, ٢٠٠٧)). وقد حددت المعايير المصرية للتقييم المالي معايير محددة لمن يقوم بعملية التقييم والتي تتمثل في: الكفاءة المهنية والنزاهة والحيادية، والاستقلالية الكاملة سواء عن الجهة طالبة التقييم أو أي أطراف مرتبطة بها أو عن المنشأة أو المشروع محل التقييم، بما في ذلك عدم وجود علاقة مصالح مشتركة أو متعارضة.

وتقييم الشركة له أهمية خاصة في قطاع الموزعين وتجارة التجزئة حيث تعمل آلاف الشركات الصغيرة وتتغير هوياتها مع دمج الشركات أو تقسيمها. وفي عمليات الاندماج والاستحواذ في قطاع الموزعين وتجارة التجزئة تستخدم كاستراتيجية خروج للشركات الأصغر حجما التي غالبا ما تواجه صعوبات مالية أو لديها قنوات توزيع أو تصنيع غير كافية للمنتجات التي طورتها أو تتطورها عن طريق الاندماج في شركة أكبر (Brtic, Blok & Gostola ٢٠١٤).

ويمكن تصنيف مناهج التقييم إلى أربع مجموعات: أساليب التقييم القائمة على الأصول **asset-based**، وأساليب التقييم النسبي **relative-based method**، والأساليب القائمة على الدخل **income-based** وأساليب تقييم المطالبات المحتملة **Contingencies based valuation**.

وفي منهج الأصول تحسب قيمة الشركة في ضوء القيمة العادلة لأصول الشركة مطروحا منها القيمة السوقية العادلة للالتزامات (Brtic, Blok & Gostola ٢٠١٤).

وفي منهج التقييم النسبي، يتم تقييم الشركة عن طريق مقارنتها مع الشركات المماثلة لها حيث يمكن مقارنة نسبة القيمة إلى الأصول للشركة بنسبة مكافئة لشركة أخرى مماثلة، ثم تتم مقارنة قيم الشركات (Guo, Lev & Zhou ٢٠٠٥)). ويعتبر التقييم النسبي منهجا مباشرا يعتمد على استخدام المضاعفات مثل السعر إلى الأرباح والسعر إلى القيمة الدفترية عند تقييم الشركة. وتعتمد هذه المضاعفات على تقييم شركات مماثلة في نفس الصناعة ويكون لها نفس معدل النمو المتوقع والمخاطر، كما يجب ان يؤخذ المدى في الاعتبار حيث أن لحجم الشركة تأثيرا كبيرا على قيمتها.

ولكن اختيار الشركات المماثلة لا يكون دائما بسبب اختلاف دورات النمو على الرغم من أنها قد تكون في نفس نوع الصناعة. وفي هذه الحالة يتم تحليل المعاملات السابقة للشركات المماثلة والشركات التي يتم تقييمها لتحديد المضاعفات اللازمة للتقييم. وأكثر المضاعفات شيوعا هي نسبة السعر إلى الأرباح ( $P / E$ ). ويتم احتساب هذه النسبة عن طريق قسمة سعر سهم شركة مماثلة على ربحية السهم الواحد. ثم تتضاعف النتيجة مع ربحية السهم للشركة التي يتم تقييمها للحصول على سعر سهمها (Arzac ٢٠٠٥).

ووفقا لمنهج الدخل تحسب قيمة المنشأة طبقا للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة. ويعد نموذج التدفقات النقدية المخصومة أداة أساسية لتقييم أي أصل عندما يتم تحقيق جزء من عوائده في المستقبل. فعند تقييم الأدوات المالية مثل القروض أو الالتزامات ذات العائد الثابت، يكون التقييم واضحا تماما على عكس تقييم بعض البنود الأخرى -على سبيل المثال - مشاريع البحوث والتطوير والشركات التابعة للبحث والتطوير فإنها تكون أكثر تعقيدا. وفي حالات النمو السريع، فإن معظم القيم الاقتصادية تنتج على الأرجح من القيمة النهائية، وليس من التدفقات النقدية قصيرة الأجل .

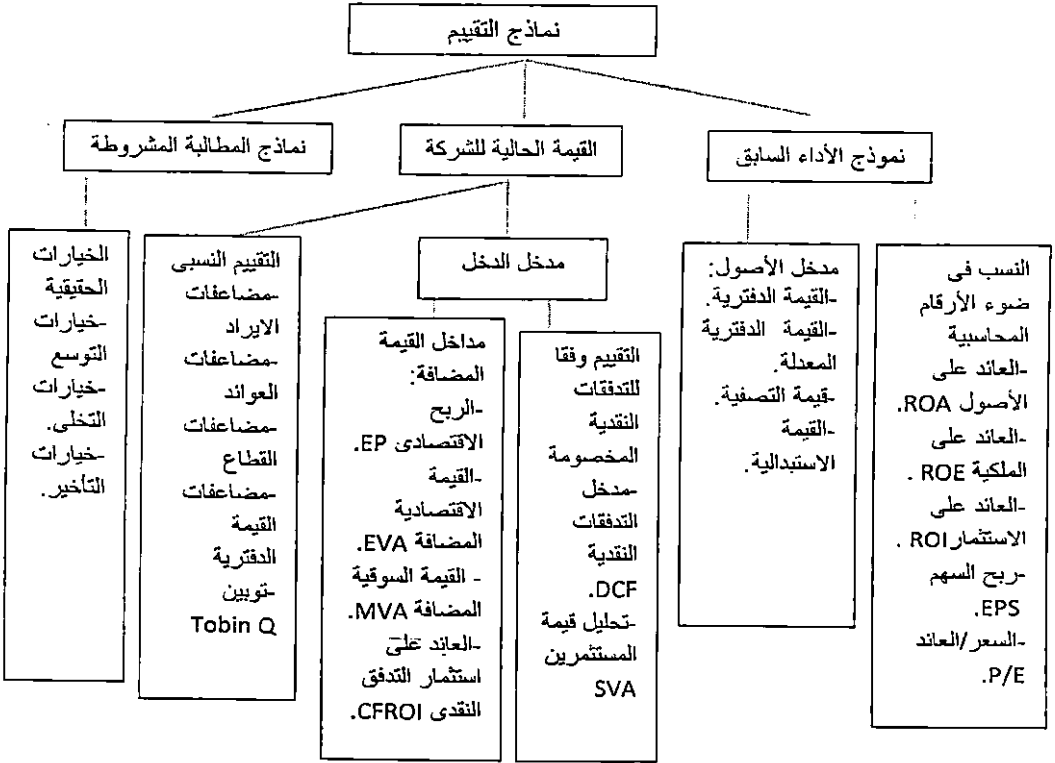
إن مفهوم منهج التدفقات النقدية المخصومة هو تقدير التدفقات النقدية المستقبلية ومن ثم خصمها إلى القيمة الحالية بمعدل خصم. ويعتبر نموذج التدفق النقدي الأكثر شيوعا هو التدفقات النقدية الحرة (Niemele & Kallunki, ٢٠٠٧)، والتدفقات النقدية الحرة تمثل النقد المتاح للتوزيع على المستثمرين بعد كل الاستثمارات الرأسمالية المخطط لها والضرائب (Boer, ١٩٩٩). ويتم تقدير التدفقات النقدية المستقبلية من خلال بناء نموذج مالي للشركة في ضوء مجموعة كاملة من القوائم المالية المتمثلة في قوائم الدخل والميزانيات، وقوائم التدفقات النقدية للتأكيد على أن الافتراضات حول البنود الفردية للتوقعات متسقة مع بعضها البعض. وتتمثل حساب التدفق النقدي الحر في المعادلة التالية: . التدفق النقدي الحر = الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب + الإهلاك - الضرائب = التدفقات النقدية التشغيلية - صافي الإنفاق الرأسمالي - التغير في صافي رأس المال العامل (Arzac ٢٠٠٥).

ووفقا لمنهج تقييم المطالبات المحتملة فإنه يتم تطبيق نموذج تسعير الخيارات لتقييم الأصول التي يكون لها خصائص الخيارات (Damodaran, ٢٠١٢). والخيار المالي هو عقد يسمح ولكنه لا يلزم أصحاب الخيار بشراء أو بيع أصل بسعر متفق عليه يشار إليه غالبا باسم سعر التنفيذ strike price . وتأتي عقود الخيار في شكلين: خيارات الشراء. put options وخيارات البيع call options . ويعطي خيار البيع لصاحبه الحق في بيع الأصل، في حين يعطي خيار الشراء لصاحبه الحق في شراء الأصل (Berk, DeMarzo & Harford ٢٠١٥).

وبشكل عام فإن المطالبة المحتملة هي مطالبة لا تحدث إلا عندما تحدث نتائج أو حالات محتملة معينة، وهي نفس الفكرة بالنسبة لمدخل تقييم المطالبات المحتملة. ويمكن تقييم

الأصل كخيار تحت بنود عرضية محددة فقط. ويتم تصنيف الاستثمارات في هذا الأصل كعقد بيع إذا كانت قيمته أكبر من سعر التنفيذ المحدد مسبقاً أو كخيار شراء إذا كانت قيمته أقل من سعر التنفيذ المحدد مسبقاً). (Damodaran, ٢٠١٢)

ويُلخّص الشكل التالي نماذج التقييم المستخدمة (Kiss, ٢٠١٥):



وبناء على ما تقدم يمكن صياغة فرض البحث فيما يلي:

"لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة احصائية لتطبيق المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت بغرض التقسيم والطرح في الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية على اختيار مداخل وأساليب التقييم المالي للمنشآت".

واختبار مدى صحة أو خطأ هذا الفرض يرتبط بالإجابة عن التساؤل الرئيسي التالي: ما هو مدخل وأسلوب التقييم المالي للمنشآت الملائم وفقاً للمعايير المصرية الجديدة

بغرض التقسيم وذلك بالتطبيق على الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية؟ هذا بالإضافة إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي مداخل وأساليب التقييم المالي للمنشآت الأكثر تطبيقاً؟ وما هي مزايا وعيوب كل منها؟
- هل مداخل وأساليب التقييم المالي وفقاً للمعايير المصرية الجديدة متوافقة مع المعايير الدولية؟ وما هي خصائص كل منها؟
- ما هي محددات اختيار المدخل والأسلوب الملائم لطبيعة وظروف كل منشأة؟
- ما هي أسباب أهمية وآثار التقييم المالي للمنشآت وفق المناهج المصرية؟

وللاجابة على هذه التساؤلات تم تقسيم البحث إلى العناصر التالية:

أولاً: طبيعة التطور في التقييم المالي للمنشآت .

ثانياً: تحليل لمداخل وأساليب التقييم المالي للمنشآت وفقاً للمعايير المصرية الجديدة للتقييم المالي.

ثالثاً: الدراسة الميدانية.

أولاً: طبيعة التطور في التقييم المالي للمنشآت:

تقييم الأعمال هو عملية تحديد القيمة السوقية العادلة للشركة. ويجب التمييز بين "القيمة السوقية العادلة" و"القيمة العادلة". فالقيمة العادلة هي قيمة ما يعادل حصة المساهم من الشركة ككل  $value\ of\ a\ of\ the\ entire\ corporation$  و  $shareholder's\ pro\ rata\ portion$  وبشكل عام فإن خصومات الأقلية  $minority\ discounts$  تؤخذ في الاعتبار عند تحديد القيمة العادلة. أما القيمة السوقية العادلة فهي قيمة نسبة مساهمة المساهمين في الشركة،  $value\ of\ shareholder's\ percentage\ interest\ in\ the\ corporation$  والتي لا تأخذ في الاعتبار خصومات الأقلية والخصومات بسبب عدم إمكانية تسويق الأسهم (Pietrafesa, ٢٠٠٩).

كما يجب التمييز بين القيمة والسعر. فالسعر هو الكمية المتفق عليها بين البائع والمشتري في بيع الشركة، وقد يختلف هذا السعر عن القيمة للعديد من الأسباب. على



سبيل المثال، قد ترغب شركة أجنبية كبيرة ومتقدمة في شراء شركة وطنية معروفة من أجل دخول السوق المحلية وذلك بالاعتماد على سمعة العلامة التجارية المحلية. في هذه الحالة، فإن المشتري الأجنبي سيركز على تقييم العلامة التجارية للمبررات أكثر من المصنع، والآلات، وما إلى ذلك (Rikkert et al., ٢٠١٤).

ومن وجهة نظر المشتري، فإن الهدف الأساسي هو تحديد أقصى قيمة يجب أن تكون على استعداد لدفعها وذلك على عكس البائع فإن الهدف الرئيسي يتمثل في التأكد من أقل قيمة ينبغي أن تقبل بها العملية. وسيقع السعر التفاوضي بين هذين السعيرين . كما أنه من المتوقع أن يكون لدى الشركة قيم مختلفة باختلاف المشتري بسبب وفورات الحجم، وإقتصاديات المدى، أو التصورات المختلفة عن الصناعة والشركة ( Fernández, ٢٠٠٧).

وبالنسبة للمبررات التي تستدعى إجراء عملية التقييم فقد حددت معايير التقييم المالي المصرية الجديدة ثمانية أسباب هي (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧):

- ١- زيادات رؤوس الأموال بإصدار أسهم جديدة وفقا لأحكام المادة رقم (١٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.
- ٢- عروض الشراء وفقا لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.
- ٣- مبادلة الأسهم التي يمتلكها المكتب في رأس مال شركة أخرى بقصد الاستحواذ أو الاندماج طبقا للمادة (٢٢) فقرة (و) من اللائحة التنفيذية للقانون المشار إليه.
- ٤- 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 المقيد لها أسهم.
- ٥- دراسة فرص النمو والربحية للشركات غير المستوفية شرط الربحية وفقا لقواعد قيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية.
- ٦- تقييم استثمارات صناديق الاستثمار في الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة (ولا سيما صناديق الملكية الخاصة وصناديق الاستثمار العقاري).

- ٧- عمليات الاندماج بين الشركات وعمليات تقسيم الشركات المؤسسة وفقا لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .
- ٨- حالات التقييم لأغراض طرح الأوراق المالية.

وفى هذا البحث تم دراسة مدخل وأسباب التقييم المالى لإحدى الشركات التى تنتمى لقطاع الموزعين وتجارة التجزئة وهى شركة إم إم جروب العالمية لأغراض تقسيم الشركة وطرح أسهمها كما ورد برقم (٧) و(٨) أعلاه وكما سيتضح بالتفصيل فى الجزء الثالث من هذا البحث الدراسة الميدانية.

وقد أظهرت النتائج أن جميع التقييمات تعتبر متحيزة ولا يمكن القول بأنه توجد قيمة واحدة صحيحة للشركة، وبالتالي فإنه توجد أكثر من قيمة صحيحة لنفس الشركة (٢٠١٢) Damodaran ويتوقف ذلك على مجموعة من العوامل كما سيتضح فى العنصر التالى عند مناقشة مداخل وأساليب التقييم المالى. وبشكل عام فإنه من الأفضل أخذ جميع أنواع مناهج التقييم فى الاعتبار وتطبيق أكبر عدد ممكن منها، ويرجع ذلك إلى أن لكل منهج مزايا وعيوب، وأفضل طريقة لتحديد القيمة الإجمالية هى استخدام أكبر عدد من المناهج الملائمة لتحديد القيمة المركزية ( central tendency ) ( Tack, ) ٢٠١١

وتتناول الدراسة فى العنصر التالى التحليل المقارن لمداخل وأساليب التقييم المالى وكيفية استخدام كل منها، وأوجه الاختلاف بين هذه الأساليب، حتى يتسنى فهم كيفية اجراء عملية التقييم واستخدام نتائجه فى أى شركة أو قطاع.

ثانيا: تحليل لمداخل وأساليب التقييم المالى للمنشآت وفقا للمعايير المصرية الجديدة للتقييم المالى.

تتعدد المناهج والأساليب المستخدمة فى التقييم، ويتناول المعيار أهمها وفقا للممارسات الدولية المتفق عليها. ويتعين على المقيم اختيار المنهج أو المناهج الأكثر ملاءمة 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 تنفرد بها المنشأة، النظرة المستقبلية للمنشأة وللصناعة وظروف السوق ككل. ويجب على المقيم فى حالة استخدام مناهج أخرى غير الوارد ذكرها بتلك المعايير أن يفصح عن ذلك والمبررات والمحددات التى تتطلب استخدامه

لتلك المناهج فقد يتطلب تقييم الحصص العينية بغرض زيادة المال استخدام مناهج أخرى مثل استخدام معايير التقييم العقاري إذا كانت الحصة العينية تتضمن أصول عقارية.

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 أن تكون القيمة العادلة للمنشأة كنقطة وسط في هذا المجال (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧). ووفقا لمفهوم عملية التقييم، يمكن تقسيم مناهج تقييم المنشآت الأكثر استخداما إلى: منهج الدخل، منهج السوق، منهج الأصول، تجمع الأجزاء المكونة للمنشأة. وفيما يلي التحليل المقارن لها والتي قام الباحث باعدادها بتصرف في ضوء ما ورد بالمعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت عام ٢٠١٧:

اسم المنهج	المبدأ الاقتصادى	أسلوب/آلية التقييم	مؤشرات تحديد قيمة المنشأة/نوع المنشأة
منهج الدخل	الدخل أو التدفق النقدى الذى سوف تحققه المنشأة من خلال عملياتها التشغيلي هو المحدد الأساسى لقيمة أى استثمار وقدرة المنشأة على توليد الإيراد.	تحويل صافى التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة محل التقييم إلى قيمة حالية باستخدام معدل خصم مناسب.	نموذج: - التوزيعات النقدية. - التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة أو مساهمها. - الأرباح المتبقية. (١)
منهج السوق	الأصول والمنشآت المتشابهة تقم بأسعار مشابهة	المضاعفات المالية من خلال مقارنة المنشأة بغيرها من المنشآت المماثلة حيث يتم اختيار مضاعف لمجموعة المنشآت المشابهة وإيجاد حاصل ضرب قيمة المضاعف فى أحد بنود قائمة الدخل، المركز المالى أو التدفقات النقدية للمنشأة محل التقييم.	مضاعفات: - الربحية. - القيمة الدفترية. - التدفقات النقدية. (٢)
منهج الأصول (التكلفة الاستبدالية)	المشترى لا يدفع مقابل حصوله على منشأة أكبر من تكلفة شراء أو بناء منشأة تعادله، ما لم تكن هناك أسباب أو مخاطر تحول دون ذلك.	تقدير القيم السوقية (الاستبدالية) لأصول والتزامات المنشأة، ومن ثم يتم الوصول إلى القيمة العادلة للمنشأة عن طريق حساب صافى القيمة السوقية (الاستبدالية) للأصول بعد خصم كافة الالتزامات عليها.	- القيم السوقية. القيم الاستبدالية. للمنشآت المالية حديثة التأسيس أو التى تمتلك أو تتحكم فى موارد طبيعية مثل حقول البترول أو عند تقييم الغاز الطبيعى أو غيرها.

منهج التجميع	تنوع خصائص ومخاطر أجزاء المنشأة يتطلب استخدام منهج مختلف لكل منها	تقييم أجزاء المنشأة المختلفة باستخدام المنهج المناسب من المناهج السابقة بكل جزء منها، ثم يتم تجميع تلك القيم معا للتوصل إلى قيمة المنشأة ككل.	كل المناهج والأساليب السابقة وذلك: للمنشآت التي تتنوع بها نماذج الأعمال أو خطوط الإنتاج أو نطاق الأعمال (محلى ودولى).
--------------	---	---	---

(المصدر: من اعداد الباحث بتصرف فى ضوء ما ورد بالمعايير المصرية للتقييم المالى عام ٢٠١٧)

### (١) أهم المتغيرات المستخدمة فى منهج الدخل:

الأسلوب	نوع المنشأة
خصم التوزيعات النقدية	المنشآت التي لها توزيعات نقدية فعلية لعدد من السنوات السابقة، و/أو لها سياسة توزيع واضحة مرتبطة بربحياتها، و/أو فى حالة تقييم حصة ملكية تمثل حصة ملكية أقلية فى منشأة لا يستطيع من يملكها تغيير سياسات التوزيع للمنشأة. وإلا يتم استخدام الأسلوب التالى.
خصم التدفقات النقدية الحرة	المنشآت التي لا يكون للمنشأة محل التقييم أى توزيعات نقدية لسنوات سابقة و/أو لا تكون سياسة التوزيع لها واضحة، و/أو عندما يتعلق الأمر بتقييم حصة مسيطرة فى المنشأة أو لها حق التأثير على القرارات الجوهرية، و/أو فى حالة عدم وجود استقرار فى هيكلها التمويلية.
أسلوب خصم الأرباح المتبقية	المنشآت التي لا يكون لها توزيعات نقدية فعلية لعدة سنوات سابقة بما يمكن المقيم من توقع توزيعاتها المستقبلية، المنشآت المتوقع أن يكون لها تدفقات نقدية حرة سائلة فى المستقبل أو من الصعب توقع التدفقات النقدية الحرة لها أو قد يوجد بها تدنّب بدرجة عالية تجعل هناك صعوبة للتنبؤ بدرجة مقبولة، عند وجود صعوبة فى تقدير القيمة المتبقية مما يحد من القدرة على الاعتماد على النموذج التي تعتمد عليها.

### (٢) أهم المتغيرات المستخدمة فى منهج السوق:

البيانات المالية الأساسية حيث يتم اختيار أحد البنود المالية الأساسية من القوائم المالية للمنشأة الذى يتناسب مع نوع المضاعف المستخدم وذلك للوصول إلى قيمة المنشأة محل التقييم، أو مضاعفات القيمة للمنشآت المعاملة كما يلي:

مضاعفات القيمة	الأساس	الاعتبارات الخاصة بالمضاعفات
مضاعفات للمنشآت المتشابهة		
مضاعفات الربحية: (الأكثر شيوعاً)	سعر إقبال السهم ونصيب السهم من أحد بنود ربحية المنشأة، حيث يقيس هذا النوع من المضاعفات المبلغ الذى يرغب المستثمر فى دفعه مقابل كل وحدة من ربحية المنشأة.	لا يمكن استخدامها فى حالات تحقيق المنشأة لخسائر فعلية، أو حتى تحقيق أرباح غير مستقرة .
مضاعفات التدفقات النقدية:	سعر الإقبال تسوقى للسهم وأحد أنواع التدفقات النقدية، حيث يقيس هذا النوع من المضاعفات المبلغ الذى يرغب المستثمر فى دفعه مقابل كل وحدة من التدفقات النقدية التي تحققها المنشأة.	لا يمكن استخدامها فى حالات تحقيق المنشأة لتدفقات نقدية سالبة، أو التي لا تتميز بتاريخ مستقر فى تحقيق التدفقات النقدية.

<p>لا يعد مناسب في تقييم المنشآت التي تقام أصولها بشكل كبير، أو التي لا تمتلك أصولا ثابتة مثل تلك التي تعتمد على التأجير التمويلي بشكل أساسي.</p>	<p>وهو مضاعف يجمع بين سعر السهم ونصيب السهم محل التقييم من صافي حقوق المساهمين بالقيمة الدفترية للمنشأة ، حيث يقارن ذلك المضاعف القيمة السوقية للسهم بقيمته الدفترية ويسير إلى عدد مرات تغطية سعر السهم لحجم صافي الأصول.</p>	<p>مضاعف القيمة الدفترية:</p>
---	---	-------------------------------

وقد اهتمت المعايير بعرض مجموعة من الاعتبارات العامة عند استخدام المناهج المختلفة أهمها ما يلي:

<p>منهج الدخل</p>	<p>ملاءمة معدل النمو السنوي المتوقع مع معدل النمو الفعلي للمنشأة، كما يجب ألا يتجاوز معدل النمو المستدام للمنشأة مستوى نمو الناتج القومي. وعند تقدير معدل الخصم المناسب يجب الأخذ في الاعتبار العوامل المحيطة بالمنشأة في تاريخ التقييم، مثل أسعار الفائدة السائدة لذات فترة الاستثمار، معدل العائد الذي يتوقعه المتعاملون في السوق لاستثمارات مماثلة، ويجب أن يتلائم معدل الخصم مع نوع التدفق النقدي المستخدم، فُتد استخدام صافي التوزيعات أو التدفقات النقدية الحرة للملاك أو الأرباح لتمتية يجب استخدام معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية كعامل خصم مناسب، بينما في حالة استخدام طريقة التدفقات النقدية الحرة للمنشأة يجب استخدام المتوسط المرجح لتكلفة رؤوس الأموال كعامل للخصم.</p>
<p>منهج السوق</p>	<p>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. ويلتزم المقيم بإجراء تحليل مقارن لأوجه الشبه والاختلاف بين المنشآت محل التقييم والمنشآت المشابهة ويتم إجراء تسويات على القيم المستنتجة من تلك المضاعفات لتعكس الاختلاف بين مجموعة المنشآت المشابهة والمنشآت محل التقييم من حيث طبيعة النشاط وحجمه في السوق، المخاطر الذاتية، الرافعة المالية... إلخ.</p>
<p>منهج الأصول</p>	<p>مراعاة الخصائص المنفردة لأصول والتزامات المنشأة محل التقييم وإمكاناتها الاقتصادية ومن أمثلة تلك الخصائص: المواصفات الفنية للأصول الملموسة، حالة الأصول والعمر المتبقي لها، وجود أي رهونات أو التزامات على الأصل محل التقييم، قيمة الأصل/الالتزام محل التقييم عند التصفية (في التحالات ذات العلاقة). وقد يلجأ المقيم إلى إجراء بعض التسويات على أصول والتزامات المنشأة محل التقييم مثل استبعاد (إضافة) الأصول و(الالتزامات) المحتملة. وعند تقييم الأصول غير الملموسة للمنشأة، يجب على المقيم البدء بتحديد نوع التكلفة الأكثر ملائمة لتلك الأصول (مثل التكلفة الاستبدالية أو تكلفة إعادة إنتاج الأصل). ومن ثم تحديد نوع الإهلاك أو الاضمحلال المناسب وكذا العمر المتبقي له.</p>
<p>منهج النجم</p>	<p>مدى التجانس بين الأجزاء تحت مظلة كيان واحد والذي سيؤثر على القيمة الإجمالية للمنشأة. ولذلك فإنه في بعض الأحيان قد يكون هناك قيمة تضاف إلى القيمة الناتجة عن التقييم ناشئة عن تجميع الأعمال التناسقة مع بعضها البعض تحت مظلة كيان واحد أو خصم مقدرا معين من تلك القيمة نتيجة عدم التناسق بين الأعمال بما يعكس عدم الكفاءة الداخلية.</p>

ثالثًا: الدراسة الميدانية:

اختار الباحث شركة إم إم جروب العالمية لتوضيح نوع وأثر وكيفية تطبيق مداخل وأساليب التقييم المالى المشار إليها فى المعايير المصرية الجديدة بغرض تقسيم الشركة وطرح أسهما الخاص والعام:<sup>١</sup>

شركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية:

تأسست شركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية شركة مساهمة مصرية طبقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية مع مراعاة أحكام القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وتم تسجيلها بالسجل التجارى رقم ٦٠٩ العاشر من رمضان بتاريخ ٣ يناير ١٩٩٦.

ويتمثل الغرض من الشركة فى انتاج وتجميع السيارات والجرارات الزراعية ومعداتها واللوادر ووسائل النقل الثقيلة والخفيفة ، واستيراد الأجهزة الالكترونية الخاصة بالاستشعار عن بعد، وأجهزة الاتصال السلكية واللاسلكية وأجهزة التليفون المحمول، وأعمال الصيانة المرتبطة بها عن طريق مراكز خدمة متخصصة.

خلفية عن قرار التقسيم:

بتاريخ ٥ ابريل ٢٠١٦ صدرت قرارات الجمعية العامة غير العادية لشركة أم أم جروب للصناعة والتجارة العالمية ش.م . م. والتي تلخصت فى الاجماع على تقسيم الشركة تقسيماً أفقياً بحيث تؤول كافة أسهم الشركة المنقسمة إلى مساهمى الشركة الحاليين وقت اتخاذ قرار الانقسام وهو ٥ ابريل ٢٠١٦ وبذات نسب مساهمتهم بشركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية ش.م . م. ، وأن يتم التقسيم بالقيمة الدفترية للأصول والخصوم وذلك وفقاً للأسس المحاسبية المعمول بها مع إتخاذ تاريخ ٣٠ سبتمبر ٢٠١٦ مركزاً مالياً أساسياً للتقسيم. وسينتج عن عملية التقسيم حسب مشروع التقسيم ما يتلخص فى الآتى:

١- شركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية (الشركة القاسمة) شركة مساهمة مصرية خاضعة للقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١، وسوف يتم الإبقاء على كافة الأصول

<sup>١</sup> القوائم المالية محل الدراسة مستخرجة من المواقع الالكترونية للشركات.

والالتزامات بشكل عام في شركة ام ام جروب للصناعة والتجارة العالمية باستثناء الأصول المقرر توزيعها على الشركة المنقسمة.

٢- شركة إم بى أى للاستثمار العقارى (شركة منقسمة) شركة مساهمة مصرية خاضعة للقانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ سوف يتم نقل ملكية وحيازة بعض قطع اراضى لشركة إم تى أى للاستثمار العقارى.

أسباب الطرح وفقاً لكتاب رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب فى ٨ مارس ٢٠١٧ :

أ- طرح جزء من أسهم رأسمال الشركة للجمهور وكذلك المساهمين ومؤسسات ذات ملاءة مالية.

ب- توسيع قاعدة الملكية للشركة وإتاحة، امكانية التخارج للمساهمين الحاليين ودخول مساهمين جدد.

ج- إستيفاء البنود ١، ٢، ٣ من قواعد القيد المعمول بها بالبورصة المصرية.

تقرير المستشار المالى المسنقل BDO كيز للاستشارات المالية عن الأوراق المالية عن القيمة العادلة للسهم فى ٣٠ سبتمبر ٢٠١٦ :

تم تحديد القيمة العادلة كما يلي:

طبقا لقرار الجمعية العامة غير العادية لشركة إم أم جروب للصناعة والتجارة العالمية ش . م . م . يوم الأربعاء ٢٥/٥/٢٠١٦، فقد تم تعيين شركة BDO كيز للاستشارات المالية عن الأوراق المالية ش . م . م . كمستشار مالى مستقل طبقا للعرض المهنى الموقع من قبل الشركة لتحديد القيمة العادلة لشركة إم أم جروب للصناعة والتجارة العالمية ش . م . م . بغرض طرح الشركة بالبورصة المصرية وقد سبق بتاريخ ٢٦/١٠/٢٠١٦ إصدار تقرير تقييم الشركة كما ورد فى ٣١/١٢/٢٠١٥ طبقا للقوائم المالية فى تاريخ التقييم المذكور.

يتحدد المدخل الملائم للتقييم فى ضوء محددات أساسية أهمها: طبيعة وخصائص مجال أعمال الشركة وفى ضوء الهدف من التقييم، وقد تم تقييم شركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية ش . م . م . على أساس القوائم المالية الافتراضية (بعد التقسيم) المدققة فى ٣٠ سبتمبر ٢٠١٦ بتطبيق كل من مدخل التدفقات النقدية المخصومة ومدخل المضاعفات، ثم تم اعطاء وزن نسبي لكل من المدخلين لتقدير القيمة العادلة للشركة. ولذلك فإنه تم استخدام المدخل الأول مدخل الدخل (أسلوب التدفقات النقدية المخصومة) والمدخل الثانى مدخل السوق (أسلوب مضاعف الربحية) والمدخل الرابع مدخل تجميع أجزاء المنشأة من خلال اعطاء وزن نسبي لكل كمن المدخلين السابقين. وهذا يتفق مع

ما أوصت الهيئة العامة للرقابة المالية بأنه لا يكفى 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 أن تكون القيمة العادلة للمنشأة كنقطة وسط في هذه المجال ولذلك تم إعطاء وزن نسبي لكل مدخل عند تحديد القيمة العادلة للشركة محل الدراسة. وفيما يلي شرح لكيفية استخدام مداخل و(أساليب) التقييم للشركة محل الدراسة:

أولاً: مدخل الدخل (أسلوب التدفقات النقدية المخصومة):

- ورد بتقرير المقيم المالى بأن عملية التقييم تمت على أساس القوائم المالية المستقبلية / التقديرية بمعرفة إدارة الشركة، وأنه لم ينم إلى علمهم ما يدعو للاعتقاد بأن الافتراضات المقدمة من إدارة الشركة لا توفر أساس معقول للتنبؤات التى استند عليها تقرير التقييم، ومن المحتمل أن تختلف النتائج الفعلية للأداء المستقبلى عن التنبؤات المشار إليها بتقرير التقييم، وقد لا تتحقق الافتراضات فى المستقبل، وقد تكون الاختلافات جوهرية نتيجة إلى كل من العوامل الخارجية المتمثلة فى التطورات الاقتصادية العالمية والمحلية والتي تؤثر على قوى العرض والعوامل الداخلية المستقبلية للشركة التى قد تنتج عن تعديل استراتيجية إدارة الشركة وخطة عملها.
- تم تقدير قيمة شركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية ش. م . م. "الشركة القاسمة" فى ٣٠ / ٩ / ٢٠١٦ باستخدام مدخل الدخل (أسلوب التدفقات النقدية المخصومة) كما يلي:

- تم تقدير قيمة النشاط التشغيلى للشركة بمبلغ ٢٠٤٠٧٨٦ ألف جنيه مصرى وفقاً لما يلي:
- تم خصم التدفقات النقدية المستقبلية لحقوق المساهمين للفترة من ١ أكتوبر ٢٠١٦ إلى ٣١ ديسمبر ٢٠١٠ مضافاً إليها القيمة الحالية للقيمة المتبقية للنشاط التشغيلى.
  - تم استخدام معدل خصم ٢٠,٦ %.
  - تم تقدير القيمة المتبقية للنشاط التشغيلى عن طريق رسملة صافى التدفقات النقدية الحرة لعام ٢٠٢٠ بمعدل الخصم المطبق مع الأخذ فى الاعتبار معدل نمو ٣ %.



- تم اضافة وخصم الأرصدة غير التشغيلية بصافى قيمة تبلغ ٢٣٢,٨٦٨ ألف جنيه مصرى والتي لم يتم أخذها فى الاعتبار عند احتساب التدفقات النقدية المخصومة طبقا للجدول التالى:

البيان	القيمة بالألف جنيه مصرى فى ٣٠/٩/٢٠١٦
يضاف إليه:	
اجمالى قيمة الاستثمارات المالية	٣٢٦,٧٠٥
اجمالى قيمة الاستثمارات العقارية	٣,٣٥٦
مشروعات تحت التنفيذ	١٠,٧١٢
مستحق من اطراف ذات علاقة	٦٤٦
رصيد النقدية	١٥٩,٩٢٧
	٥٠١,٣٤٧
يخصم منه:	
مخصص مطالبات محتملة	(٩١٥٠)
تسهيلات ائتمانية	(٣٢٢٢)
التزامات ضريبية مؤجلة	(٢١٣)
رصيد دائنون وأرصدة دائنة أخرى	(٧١٧٥٢)
توزيعات المساهمين	(١٨٤,١٤٠)
	(٢٦٨,٤٧٨)
صافى الاضافات والاستبعادات	٢٣٢,٨٦٨

وبناءً على ما سبق، فقد بلغت قيمة حقوق المساهمين لشركة إم جروب للصناعة والتجارة العالمية ٢,٢٧٣,٦٥٤ ألف جنيه مصرى فى ٣٠/٩/٢٠١٦ موزعة على عدد ٣٩٦ مليون سهم تبلغ قيمة السهم ٥,٧٤ جنيه مصرى (فقط خمسة جنيهات وأربعة وسبعون قرشا لا غير) طبقا لمدخل صافى التدفقات النقدية المخصومة.

ومن الواضح - فى ضوء الجدول المشار إليه أعلاه - أن المقيم قام بتطبيق ما ورد بالمعايير المصرية للتقييم المالى عند تطبيق مدخل الدخل والذي يشير إلى اجراء تعديلات على الدخل المتوقع للمنشأة لظهاره فى صورة اكثر مصداقية ومعقولية والتي من بينها ضبط التكاليف المتعاقد عليها مع الأطراف ذات العلاقة لتعكس اسعار ومعدلات السوق، استبعاد الإيرادات والمصروفات غير المتكررة، ضبط الالتزامات الضريبية المتوقعة للمنشأة لتقارب الواقع الاقتصادى للمنشأة بدقة.

ثانياً: مدخل السوق (أسلوب مضاعف الربحية):

- تم استخدام مضاعف الربحية والذي يعكس قيمة ما يرغب المستثمرون فى دفعه مقابل كل جنيه من الأرباح المحققة بالشركة ويسمح مضاعف الربحية بالمقارنة بين

أسهم الشركة المختلفة ويعد من أهم وأكثر المعدلات المالية استخداما ويكون عادة مرتفعا للشركات التي تتمتع باحتمالات كبيرة للنمو. وإذا انخفض هذا المضاعف مقارنة بمتوسط القطاع الذي تنتمي له المنشأة فإن ذلك يكون إما مؤشرا سلبيا يدل على ارتفاع المخاطر المتعلقة بالمنشأة أو انخفاض فرض نموها أو الاثنين معا وإما مؤشرا إيجابيا يستحق الدراسة حيث أنه السهم قد يكون متداولًا بأقل من قيمته الحقيقية وبالتالي فرضة جيدة للشراء من وجهة نظر المستثمرين في سوق المال.

- تم استخدام عينة من مختلف القطاعات المثيلة المجال الذي تعمل به الشركة لتقدير مضاعف الربحية، وقد شملت هذه العينة:  
أ - الأسواق الناشئة للقطاع.

ب- مؤشر EGX٣٠ والذي تم احتسابه بواسطة Reuters.

وقد تم احتساب مضاعف الربحية على أساس صافي ربح الشركة المتوقع لعام ٢٠١٧ والبالغ ٣٠٠,٩٧٨ جنيه مصري على الأساس التالي:

البيان	مضاعف الربحية الوسيط (مرة)	قيمة النشاط التشغيلي المتوقع للشركة لعام ٢٠١٧ بناء على المضاعف
قطاع السلع الاستهلاكية - الأسواق الناشئة	١٥,٧٤	٤,٧٣٥,٩٦١
مؤشر EGX٣٠	١٤,٨٤	٤,٣٥٨,١٦٦
		٤,٥٤٧,٠٦٣
Discount for Lack of Marketability		%٢٠
صافي قيمة النشاط التشغيلي		٣,٦٣٧,٦٥١

- وبناء عليه، بلغت قيمة النشاط التشغيلي للشركة ٣,٦٣٧,٦٥١ ألف جنيه مصري.

- تم إضافة مبلغ ٢٣٢,٨٦٨ ألف جنيه مصري والذي يعكس صافي الإضافات والخصومات المشار إليها سابقا.

بناء على ما سبق، يوضح الجدول التالي قيمة حقوق المساهمين لشركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية في ٣٠/٩/٢٠١٦:

البيان	القيمة بالآلاف جنيه مصري
قيمة النشاط التشغيلي المتوقع للشركة لعام بمضاعف الربحية	٣,٦٣٧,٦٥١
صافي الإضافات والاستبعادات	٢٣٢,٨٦٩
قيمة حقوق المساهمين	٣,٨٧٠,٥١٩

بناء على الجدول السابق، وطبقا لمدخل المضاعفات فقد بلغت قيمة حقوق المساهمين لشركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية ٣,٨٧٠,٥١٩ ألف جنيه مصرى موزعة على عدد ٣٩٦ مليون سهم لتبلغ قيمة السهم ٩,٧٧ جنيه مصرى (فقط تسعة جنيهات وسبعة وسبعون قرشا لا غير).

القيمة العادلة للشركة:

بناء على نتائج المدخلين السابقين، يوضح الجدول التالي تقدير القيمة العادلة لحقوق مساهمى شركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية فى ٢٠١٦/٩/٣٠ :

المدخل المستخدم	القيمة بالألف جنيه مصرى	الوزن المرجح (%)	القيمة بالألف جنيه مصرى
مدخل صافى التفتقات النقدية	٢,٢٧٣,٦٥٤	٧٥	١,٧٠٥,٢٤١
مدخل المضاعفات	٣,٨٧٠,٥١٩	٢٥	٩٦٧,٦٣٠
القيمة العادلة لحقوق المساهمين			

بناء على الجدول السابق فقد تم تقدير القيمة العادلة لحقوق مساهمى شركة إم إم جروب للصناعة والتجارة العالمية بمبلغ ٢,٦٧٢,٨٧٠ ألف جنيه مصرى موزعة على عدد ٣٩٦ مليون سهم لتبلغ قيمة السهم ٦,٧٥ جنيه مصرى فقط لا غير كما فى ٢٠١٦/٩/٣٠.

وبالتالى فإن لتطبيق المعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت بغرض التقسيم والطرح فى الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية أثرا على اختيار مداخل وأساليب التقييم المالى للمنشآت وكذا أثرا على القيمة العادلة ولذلك تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.

يوجد أثر معنوى ذو دلالة احصائية لتطبيق المعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت بغرض التقسيم والطرح فى الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية على اختيار مداخل وأساليب التقييم المالى للمنشآت".

#### النتائج والتوصيات:

##### أولاً: النتائج:

توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج يمكن استعراضها فيما يلى:

- ١- تتنوع مداخل وأساليب التقييم المالى للمنشآت وأكثرها شيوعا أربعة مداخل أساسية كما وردت بالمعايير المصرية للتقييم المالى تتمثل فى: منهج الدخل ومنهج الأصول ومنهج السوق ومنهج تجميع الأجزاء المكونة للمنشأة محل التقييم.
- ٢- تختلف قيمة المنشأة باختلاف مدخل وأسلوب التقييم المستخدم.

- ٣- لا يوجد منهج واحد صحيح للتقييم ولذلك يجب تحديد ما يعرف بالقيمة المركزية.
- ٤- يوجد أثر معنوي ذو دلالة احصائية لتطبيق المعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت بغرض التقسيم والطرح فى الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية على اختيار مداخل وأساليب التقييم المالى للمنشآت وكذا أثرا على القيمة العادلة.
- ثانياً: التوصيات:

فى ضوء النتائج السابقة يوصي الباحث بما يلي:

- ١- مراعاة التكامل بين مناهج التقييم المالى لاعطاء أفضل تقييم مالى للمنشأة.
- ٢- مراعاة طبيعة المنشأة محل التقييم وخصائصها والصناعة التى تنتمى إليها وظروف السوق ككل عند اختيار منهج وأسلوب التقييم الملائم.
- ٣- ان محددات استخدام منهج السوق تتمثل فى: تشابه مجموعة المنشآت المقارنة من حيث الصناعة، الحجم، الحصة السوقية وحجم النشاط بالمنشأة محل التقييم، يتعين توافر البيانات اللازمة عن المجموعة المشابهة كالأسعار السوقية له.
- ٤- محددات استخدام منهج الأصول تكون عند تقييم المنشآت المالية المقيم معظم أصولها بالقيمة العادلة أو التى تدبر موارد طبيعية أو الشركات حديثة التأسيس أو التى فى مراحلها المبكرة.
- ٥- فى البيئة المصرية يرى الباحث استخدام منهج تجميع الأجزاء المكونة للمنشأة عند تقييم المنشآت التى تتنوع بها نماذج الأعمال أو الأنشطة أو خطوط الإنتاج أو نطاق الأعمال. ولكل واحدة من تلك الأجزاء خصائص ومخاطر مختلفة عن الأخرى كأساس لتحديد القيمة المركزية الملائمة للاستخدامات المختلفة خاصة فى حالات التقسيم والطرح العام والخاص.

المراجع:

أولاً: باللغة العربية:

- 1- الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 1 لسنة 2017، المعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت، ، العدد 23(أ)، 2017.
- 2- وزارة الاستثمار، القرار الوزارى رقم (1) لسنة 2017.

ثانياً: باللغة الانجليزية:

1. Arzac, E.R. 2005. Valuation for mergers, buyouts, and restructuring. John Wiley & Sons. Hoboken. pp. 80-108.
2. Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J. 2015. Fundamentals of Corporate Finance. 3th edition. Pearson Education. Harlow. pp. 51-58.
3. Bratic, W. Blok, J.R. & Gostola, M.M. 2014. Valuation of early-stage companies in the biotechnology industry. Journal of Commercial Biotechnology. Vol 20. No 2. pp. 51-58.
4. Ciuna, M., De Ruggiero, M., Salvo, F., & Simonotti, M. (2017). Automatic Research of the Capitalization Rate for the Residential Automated Valuation: An Experimental Study in Cosenza (Italy). In *Advances in Automated Valuation Modeling* (pp. 361-380). Springer International Publishing.
5. Damodaran, A. (2012). An introduction to valuation. (p. 22). New York: NYU stern school.
6. Fernández, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuation*. Navarra: IESE Business School – University of Navarra.
7. Fernández, P. 2007. Company valuation methods: The most common errors in valuations. IESE Business School. Working Paper no 449, pp. 1-30.
8. Hodge, T. R., McMillen, D. P., Sands, G., & Skidmore, M. (2017). Assessment inequity in a declining housing market: The case of Detroit. *Real Estate Economics*, 45(2), 237-258.
9. Kallunki, J.P. & Niemelä, J. 2007. Uusi yrityksen arvonmäärittys. Helsinki. Talentum media. pp. 40-58.
10. Keegan, K.D. (2008) *Biotechnology valuation: an introductory guide*. Chichester. John Wiley & Sons. pp. 151-158.
11. Kiss, A. (2015). Implementation of corporate valuation techniques in practice. *The annals of the university of oradea*, 831.

12. Kuttner, M.S. 1989. Business valuation – an important management advisory service. *Journal of accountancy*. vol. 168, pp. 143-146.
13. Pietrafesa, G. A. (2009). *Herten Burstein*. Retrieved from Herten Burstein Sheridan Cavasco Bottinelli: [http://www.gianfrancopietrafesa.com/uploads/Valuation Methods for Buy-Sell Agreements.pdf](http://www.gianfrancopietrafesa.com/uploads/Valuation%20Methods%20for%20Buy-Sell%20Agreements.pdf)
14. Rikkert, J. G. D. (2014). The use of business valuation methods in Africa, Europe and Australia. pp. 511-581.
15. Tack, B. (2011). *Valuation methods for midsize companies.. Taking out the guesswork*. Los angeles: Cogent.