

الفصل الخامس

فحص مدى عدالة الأسعار للمؤسسات التي تمت خصصتها ومدى كفاءة وشفافية ونزاهة تقدير هذه الأسعار¹

¹ أنظر الملحق رقم (7): التقرير المفصل لشركة KPMG حول تقدير قيمة المنشآت

المحتويات

- نطاق العمل
- مصدر المعلومات
- الشركات التي تمت مراجعتها

نطاق العمل

- قامت لجنة تقييم التخاصية بالتعاقد مع شركة التدقيق الدولية كي بي إم جي قواسمي وشركاه (KPMG) من أجل مراجعة مراحل تقدير القيمة التي مرت بها المنشآت التي تمت خصصتها ما بين الأعوام 1998 - 2008 وذلك لضمان أعلى مستوى من المهنية والحيادية في عملية تقييمها لهذه العمليات
- تركز نطاق عمل (KPMG) بشكل خاص على الشركات المذكورة في الأسفل، بالإضافة إلى مراجعة النقاط التالية في عملية الخصخصة:
 - عمليات التنفيذ التي مرت بها الشركات: وتتضمن هذه الخطوة مراجعة الجدول الزمني الذي مرت به الشركة خلال عملية البيع، والاستراتيجيات والتطبيقات المتبعة للحصول على أفضل الشركاء والأسعار، بالإضافة إلى الآلية المتبعة للبيع من وجهة نظر مالية.
 - عمليات التقييم التي اتبعتها الشركات ومستشاروها الماليون: وتتضمن هذه الخطوة مراجعة تقارير التقييم وتقدير قيمة المنشأة للتأكد من أن منهجيات التقييم المتبعة والنتائج الواردة عنها هي وفق الأصول المحاسبية المتعارف عليها. بالإضافة إلى ذلك، تمت مراجعة المراسلات المهمة بين جميع الأطراف ذات العلاقة لفهم الأسباب والأسس المنطقية التي أدت إلى الاعتماد على التقييم المستخدم وكيفية تقدير القيمة.

مصدر المعلومات

- اعتمد فريق عمل (KPMG) في عملية المراجعة على الملفات والتقارير الموجودة في موقع الهيئة التنفيذية للتخاصية فقط، ولم يتم الحصول على أية معلومات أخرى من المنشآت التي تمت خصصتها أو من مستشاريها، وبالتالي فإن النتائج المعروضة في هذا التقرير تعتمد بشكل كلي على توافر هذه المعلومات في الملفات التي تم الإطلاع عليها.
- بالإضافة إلى ذلك، استعان فريق العمل بمعلومات متوفرة في السوق عن القطاع والشركة لفهم الفترة الزمنية حول عملية الخصخصة.

الشركات التي تمت مراجعتها:

- شركة مصانع الإسمنت الأردنية
- شركة البوتاس العربية
- شركة مناجم الفوسفات الأردنية
- شركة الخطوط الجوية الملكية الأردنية
- شركة الأسواق الحرة للمطارات الأردنية (Duty Free Shops Company)
- الشركة الأردنية لصيانة الطائرات (JORAMCO)
- الشركة الأردنية لصيانة محركات الطائرات (JALCO)
- الشركة الأردنية لتموين الطائرات (ALPHA)
- الشركة الأردنية لتدريب الطيران والتدريب التشبيهي (JATS)
- شركة أكاديمية الطيران الملكية الأردنية
- كلية الملكة نور الفنية للطيران المدني

- شركة الإتصالات الأردنية
- شركة توليد الكهرباء المركزية
- شركة توزيع الكهرباء
- شركة توزيع كهرباء اريد

ملخص قطاع التعدين			
اسم الشركة	شركة مصانع الإسمنت الأردنية	المستحوذ	مجموعة لافارج
تاريخ التخاصية	1998/10/22	السعر النهائي	3.60 دينار / السهم مقابل 79.8 مليون دينار أردني
المستشار المالي	EFG Hermes	النسبة المستحوذ عليها	33.10% من إجمالي رأس المال
إستنتاجات	التعليقات	الدروس المستخلصة	درجة التقييم
عملية التنفيذ	<ul style="list-style-type: none"> ▪ بدأت عملية البيع في عام 1996 من خلال دعوة شركاء إستراتيجيين لعطاء مفتوح لشراء نسبة 20% من الشركة. وقد تمت الدعوة قبل تعيين مستشار مالي والقيام بتقييم الشركة. ▪ في 1998 وبعد عملية تقييم الشركة من خلال المستشار المالي لم تظهر بوادر بأن هنالك دعوة لعطاء مفتوح وإنما تم تنفيذ مفاوضات مباشرة. ▪ مدى السعر المستمد من تقييم المستشار المالي هو بين 2.60 و3.30 دينار للسهم (الحد الأدنى من مضاعف P/E للشركات القابلة للمقارنة والحد الأعلى من التدفقات المالية المخصومة). ▪ أشار أعضاء اللجنة خلال الفترة التي سبقت عملية البيع أن المستشار المالي قد حدد قيمة نهائية تبلغ 2.90 دينار للسهم، وهي أقل من الحد الأعلى الذي سبق ما تم استمداه من التقييم. ▪ تم في نهاية عملية الخصخصة بيع سهم الشركة على سعر 3.60 دينار. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ الطريقة الأنسب في عملية الخصخصة هي تعيين مستشار مالي قبل دعوة شركاء لعطاء مفتوح لشراء الحصص، وذلك للحصول على الدعم المطلوب من النواحي التالية: (1) تحديد قيمة للشركة (2) وضع أساس لعملية المفاوضات مع المشتري (3) صقل لاستراتيجية الشركة وخطة العمل وذلك لرفع قيمة الشركة. 1 ▪ بما أنه لم يتم ظهور بوادر لدعوة عطاء مفتوح في المحاولة الثانية من البيع فقد كان من الأفضل الحصول على عروض أكثر والتي قد تثمر عن سعر أعلى. ▪ لم يتم الايضاح من خلال ملفات الخصخصة على طريقة تغيير التقييم من سعر 3.30 دينار للسهم إلى 2.90 دينار للسهم. 	

<p>0</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ على المستشار المالي تحديد قيمة الأصول غير التشغيلية وإضافتها إلى القيمة النهائية للشركة. ▪ أشار المستشار المالي إلى مضاعفات قابلة للمقارنة ذات أهمية أكبر وهي أنسب، كمضاعف حجم الإنتاجية ولكن لم يتم أخذها بعين الاعتبار عند الوصول إلى المدى النهائي لسعر السهم. ▪ بالإضافة إلى ذلك، فإنه لم يتم الاستعانة بمضاعفات EV/EBITDA و EV/EBIT في التقييم وهما أكثر مناسبة لطبيعة الشركة، حيث أنهما يعتمدان على الأرباح التشغيلية التي لا تحسب فيها المصاريف الرأسمالية ودورة الأصول. ▪ تكلفة حقوق الملكية التي اعتمد عليها المستشار المالي مرتفعة لشركة قائمة ذات تاريخ موثق للعمليات. ومن المتعارف عليه أن استعمال تكلفة حقوق ملكية أعلى من 20% هي لشركات جديدة ذات مخاطر إفلاس متعلقة بالأموال التشغيلية. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ لم يتم خلال عملية مراجعة التقييم، التوصل إلى نسخة واضحة من التقييم، مما أدى إلى عدم القدرة على تحليل النتائج. ▪ لم يتمكن فريق العمل من الحصول على تقرير المستشار المالي الأخير الذي تم فيه تعديل قيمة السهم إلى 2.90 دينار. ▪ لم يأخذ التقييم بعين الاعتبار قيمة الأصول الغير تشغيلية (الأراضي المملوكة من قبل الشركة والغير مستعملة في التشغيل). ▪ مضاعفات لشركات قابلة للمقارنة: - اعتمد المستشار المالي على مضاعف P/E المستقبلي في إيجاد الحد الأدنى لسعر البيع، وهو المضاعف الأقل مناسبة للمقارنة، والسبب هو طبيعة عمل الشركة حيث أن التشغيل يعتمد بشكل أساسي على الأصول الثابتة وبالتالي على الإهلاك والمصاريف الرأسمالية اللذين يختلفان من شركة لأخرى، بالإضافة إلى اختلاف عمر الأصول الثابتة. - حدد المستشار المالي معامل خصم مقداره 18.40% وذلك بناءً على تكلفة حقوق الملكية وتكلفة دين مقدارها 24% و 11% على التوالي. 	<p>عملية التقييم</p>
----------	---	---	----------------------

ملخص قطاع التعدين			
إسم الشركة	شركة البوتاس العربية	المستحوذ	PCS
تاريخ التخصيص	2003/10/16	السعر النهائي	5.70 دينار / السهم مقابل 134 مليون دينار أردني
المستشار المالي	بنك HSBC	النسبة المستحوذ عليها	26% من إجمالي رأس المال
إستنتاجات	التعليقات	الدروس المستخلصة	درجة التقييم
عملية التنفيذ	<ul style="list-style-type: none"> مرت عملية الخصخصة في جميع المراحل الأساسية للحصول على أفضل قيمة. 	-	2
عملية التقييم	<ul style="list-style-type: none"> لم يتم التوصل إلى الوثائق النهائية التي توضح وتدعم الإفتراضات المستخدمة في عملية التقييم، وإنما تم الحصول على مسودات غير واضحة. اعتمد المستشار المالي بتوصياته النهائية على التدفقات النقدية المخصومة في التقييم، ولم يتم الأخذ بعين الاعتبار طريقة المضاعفات. مضاعفات لشركات قابلة للمقارنة: <ul style="list-style-type: none"> الشركات القابلة للمقارنة التي تمت الاستعانة بها للتقييم لا تعكس طبيعة عمل الشركة. كما تمت الاستعانة بعدد قليل من الشركات القابلة للمقارنة. يعتبر مضاعف EV/EBITDA أكثر مناسبة لتقييم الشركة من مضاعف P/E. الفترة الإفتراضية للتدفقات النقدية المخصومة هي 25 عام ولم يكن لها قيمة نهائية. وطول هذه الفترة يقلل من دقة قيمة الإفتراضات، وبالتالي تحديد توقعات لأداء الشركة. 	<ul style="list-style-type: none"> من غير المحبذ الاعتماد على منهجية واحدة لتحديد قيمة الشركة، وذلك لأن كل منهجية لها مزاياها وعيوبها الخاصة، وبالتالي فإن مزج عدة طرق يُنتج صورة أوضح عن قيمة الشركة. كما ونصت المادة رقم "5 ب" من قانون التخصيص رقم 25 لسنة 2000 على أن يتم في تنفيذ عملية التخصيص ما يلي: <ul style="list-style-type: none"> الإلتزام بقواعد الشفافية والعلنية والمنافسة المشروعة. تقييم موجودات ومطلوبات المؤسسة أو المشروع بأكثر من أسلوب وفق الأصول المحاسبية المتعارف عليها. 	1

ملخص قطاع التعدين			
وكالة الإستثمار في بروناي-الذراع الإستثماري لحكومة بروناي (ممثلة بشركة كامل هولدنجز ليميتد)	المستحوذ	شركة مناجم الفوسفات الأردنية	إسم الشركة
2.83 دينار / السهم مقابل 81.4 مليون دينار أردني	السعر النهائي	2006/3/7	تاريخ التخاصية
37% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	بنك HSBC	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	إستنتاجات
0	<ul style="list-style-type: none"> ■ على الرغم من أنه من الوارد في بعض الحالات أن يتم بيع الشركة على سعر أقل من نتيجة التقييم، إلا أن قيام المستشار المالي بإصدار تعديل على قيمة الشركة بعد إتمام عملية التخاصية يؤثر العديد من المخاوف حول عملية التخاصية التي تم السير في إجراءاتها قبل إتمام عملية البيع. ■ على المستشار المالي أن يقوم بتقديم المشورة للعميل فيما يتعلق بجميع الجوانب التي تؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة، والتي من ضمنها اختيار المستثمر، التوقيت، وهيكل عملية البيع. ■ تعتبر عملية البيع من خلال عطاء مفتوح لشركة استراتيجية مثل شركة الفوسفات، مهمة وحاسمة لضمان الحصول على أفضل سعر وشروط من خلال المفاوضات والمنافسة بين مقدمي العطاءات. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ تم بيع أسهم شركة الفوسفات بمبلغ يقل عن سعر التقييم الوارد في تقرير المستشار المالي. ■ قام المستشار المالي بعد عملية بيع الأسهم بإصدار تقييم معدل، وقد كانت القيمة النهائية للسهم الواردة في هذا التقييم تقل عن سعر البيع للسهم الذي تم استخدامه في إتمام عملية التخاصية، وبالتالي تم بذلك تجاهل التقييم الأول كونه يعكس قيمة مرتفعة للسهم. ■ كان الهدف من عملية التخاصية إيجاد شريك استراتيجي للحد من المشاكل المالية التي كانت الشركة تواجهها من ناحية فنية وتشغيلية، إلا أنه تم بيع أسهم الشركة لمستثمر مالي. ■ بدأت عملية التخاصية مع وجود توجه لطرح عطاء مفتوح لاستقدام عروض، إلا أن العملية اتخذت مساراً ثانياً متمثلاً بمفاوضات بين الحكومة الأردنية ووكالة الاستثمار في بروناي. 	عملية التنفيذ

<p>1</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ من المتفق عليه في أصول التقييم أنه من غير المحبذ الاعتماد على أسلوب واحد فقط في تقييم الشركات، وذلك لوجود إيجابيات وسلبيات لكل أسلوب، وبالتالي من الأفضل استخدام عدة أساليب لإيجاد تقدير دقيق لقيمة الشركة. ▪ يجب أن تكون الشركات القابلة للمقارنة التي تستخدم للتقييم، مماثلة قدر الإمكان للشركة المستهدفة من ناحية العمليات التشغيلية وهيكل التكاليف ومصادر الإيرادات. ▪ يجب اختيار مضاعفات مناسبة للقطاع الذي تعمل به الشركة. ▪ تنص المادة رقم "5 ب" من قانون التخصيص رقم 25 لسنة 2000 على أن يتم في تنفيذ عملية التخصيص ما يلي: - الالتزام بقواعد الشفافية والعلنية والمنافسة المشروعة. - تقييم موجودات ومطلوبات المؤسسة أو المشروع بأكثر من أسلوب وفق الأصول المحاسبية المتعارف عليها. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ لم يتم خلال عملية مراجعة التقييم التوصل إلى الوثائق النهائية التي توضح وتدعم الافتراضات المستخدمة في عملية التقييم، كما لم يتم إيجاد القوائم المالية المتوقعة التي تم إعدادها من قبل المستشار المالي، والتي من ضمنها وثائق تغيير القيمة بعد انتهاء المفاوضات مع المستثمر. ▪ اعتمد المستشار المالي في توصياته النهائية على التدفقات النقدية المخصومة في تقييم الشركة، ولم يأخذ بعين الاعتبار طريقة المضاعفات، موضحاً وجود اختلافات جوهرية بين الشركات المختارة وشركة الفوسفات. بالإضافة إلى ذلك فإن الشركات المستخدمة ومضاعف P/E كلاهما يعتبران غير مناسبين لتقييم شركة الفوسفات. 	<p>عملية التقييم</p>
----------	---	---	-----------------------------

ملخص قطاع النقل			
طرح عام أولي	المستحوذ	الخطوط الجوية الملكية الأردنية	إسم الشركة
3.08 دينار / السهم مقابل 164.5 مليون دينار أردني	السعر النهائي	2007/12/17	تاريخ التخاصية
74% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	إتحاد CitiGroup	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	استنتاجات
2	تضمن عملية طرح العام الأولي ميزات العطاء التنافسي.	<ul style="list-style-type: none"> بناءً على بيان صدر من رئاسة الوزراء، تم اعتماد الحدود السعرية لبيع أسهم الملكية ضمن مدى 2.75-3.40 دينار للسهم، في حين تقرر أن يكون السعر النهائي لكل سهم 3.08 دينار بحسب توصية المستشار المالي. كانت محصلة إجراءات الإكتتاب العام بيع ما نسبته 63.30% من أسهم الملكية مقابل 164.5 مليون دينار. 	عملية التنفيذ
2	لقد تم استخدام عدة أساليب للتقييم وهي الطريقة الأنسب للوصول إلى تقدير للقيمة النهائية.	<ul style="list-style-type: none"> لم يتم شرح كيفية تحديد النطاق النهائي للقيمة. ذكر التقرير أن منهجية المضاعفات ستكون أساس القيمة النهائية المحسوبة، وأن عملية التدفقات النقدية استخدمت للتحقق من قيمة منهجية المضاعفات. يختلف صافي الديون المستخدم في تحليل الحساسية لقيمة مضاعف EV/EBITDAR التابع لافتراضات الملكية (325.1 مليون دينار) عن ذلك المستخدم لافتراضات المستشارين (318 مليون دينار) بالرغم من أن قيمة صافي الديون تستند إلى قيمتها التاريخية في سنة 2006. 	عملية التقييم

ملخص قطاع النقل			
Aldeasa للأسواق الحرة	المستحوذ	شركة الأسواق الحرة للمطارات الأردنية	إسم الشركة
42.5 مليون دينار أردني	السعر النهائي	2000/8/2	تاريخ التخاصية
100% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	الفريق الفني لتخاصية الملكية الأردنية	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	إستنتاجات
2	-	<ul style="list-style-type: none"> لم يتمكن فريق العمل من إيجاد وثيقة العطاءات النهائية، والتي تحتوي على التفاصيل والشروط الفنية لتقديم العروض المالية لشراء الشركة. 	عملية التنفيذ
0	<ul style="list-style-type: none"> إذا كان من المخطط له أن تقوم الشركة بالإستمرار في تشغيل عملياتها بعد انتهاء فترة الإمتياز، فإنه يجب تعديل التقييم بحيث يتضمن القيمة النهائية. عدا ذلك فإنه يجب الأخذ بعين الإعتبار إسترداد رأس المال العامل. يعتبر التقييم باستخدام المضاعفات في هذا المجال مهماً بحيث أن التسعير وهياكل التكلفة غير مرنة، وبالتالي تقوم الشركات القابلة للمقارنة بإعطاء مؤشر جيد للقيمة. كما ونصت المادة رقم "5 ب" من قانون التخاصية رقم 25 لسنة 2000 على أن يتم في تنفيذ عملية التخاصية ما يلي: - الإلتزام بقواعد الشفافية والعلنية والمنافسة المشروعة. - تقييم موجودات ومطلوبات المؤسسة أو المشروع بأكثر من أسلوب وفق الأصول المحاسبية المتعارف عليها. 	<ul style="list-style-type: none"> تم إعداد النموذج المالي المستخدم في تقييم الشركة من خلال خصم التدفقات النقدية المتوقعة لمدة 12 عاماً والتي تعكس فترة الإمتياز الممنوحة للشركة، إلا أنه لم يتم الإشارة إلى كون الشركة ستستمر في التشغيل أم لا بعد انتهاء هذه الفترة، وبالتالي فإن نتيجة التقييم تعكس قيمة الشركة خلال فترة الإمتياز فقط، ولا تعكس مبدأ استمرارية الشركة أو مبدأ استرداد القيمة المتبقية (رأس المال العامل) في حال عدم استمرارية الشركة. قام المستشار المالي بالإعتماد على أسلوب التدفقات النقدية المخصومة فقط، ولم يتم باستخدام أسلوب المضاعفات. لم يتمكن فريق العمل من إيجاد الوثائق التي توضح وتدعم طريقة احتساب معامل الخصم المستخدم في التقييم. 	عملية التقييم

ملخص قطاع النقل			
أبراج كابيتال	المستحوذ	الشركة الأردنية لصيانة الطائرات	إسم الشركة
5.74 دينار للسهم مقابل 39.06 مليون دينار أردني	السعر النهائي	2005/1/10	سنة التخاصية
80% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	بنك الإستثمار العربي الأردني	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	إستنتاجات
1	<ul style="list-style-type: none"> يعتبر رصد إمكانيات العمل وصياغة إستراتيجية الشركة وخطة عملها أموراً رئيسية لتحقيق تقييم أكثر دقة، وبالتالي مفاوضات وسعر أفضل خلال عملية التنفيذ. 	<ul style="list-style-type: none"> تم بيع جورامكو بسعر أعلى من سعر التقييم (3.54-3,96 دينار للسهم الواحد) وذلك بسبب الإفتراضات المتحفظة للتدفقات النقدية المخصومة. 	عملية التنفيذ
0	<ul style="list-style-type: none"> لا يفضل استخدام منهجية تقييم واحدة، حيث أن كل منهجية لها مزاياها وعيوبها، وبالتالي فإن استخدام مزيج من المنهجيات يوفر تقديراً أكثر دقة للقيمة. كما ونصت المادة رقم "5 ب" من قانون التخاصية رقم 25 لسنة 2000 على أن يتم في تنفيذ عملية التخاصية ما يلي: - الإلتزام بقواعد الشفافية والعلنية والمنافسة المشروعة. - تقييم موجودات ومطلوبات المؤسسة أو المشروع بأكثر من أسلوب وفق الأصول المحاسبية المتعارف عليها. 	<ul style="list-style-type: none"> لم يأخذ التقييم بعين الإعتبار حصول الشركة على أراض بمساحة 70,000م²، إضافة إلى تمويل بناء هجر صيانة جديد من شأنه أن يدعم التوسع في عمليات الشركة في المستقبل. اعتمد المستشار المالي على قيمة الشركة وليس على قيمة حصص الملكية. إضافة إلى ذلك، تمت إضافة نتائج سنة 2003 إلى التقييم، مع العلم أن تاريخ التقييم كان في 31 من كانون الأول عام 2003، وبالتالي فإن أرقام وحقائق عام 2003 تعكس أداءً تاريخياً للشركة. اعتمد التقييم على منهجية التدفقات النقدية المخصومة وحدها دون الإشارة إلى تقييم المضاعفات. استند معدل العائد الخالي من المخاطر على السندات الصادرة في عام 1993 والتي انتهت في عام 2003. 	عملية التقييم

ملخص قطاع النقل			
الدولية	الأكاديمية لتكنولوجيا الطيران	المستحوذ	الشركة الأردنية لصيانة محركات الطائرات
1.58 دينار للسهم مقابل 7.87 مليون دينار أردني		السعر النهائي	2006/9/4
100% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	بنك الإستثمار العربي الأردني	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	إستنتاجات
1	<ul style="list-style-type: none"> يعتبر رصد إمكانيات العمل وصياغة استراتيجية الشركة وخطة عملها أموراً رئيسية لتحقيق تقييم أكثر دقة، وبالتالي مفاوضات وسعر أفضل خلال عملية التنفيذ. تأخذ إعادة تقييم الشركة أو تعديل التقرير الموجود بعين الإعتبار كل التطورات التي جرت خلال فترة الـ 17 شهراً، مما يعكس قيمة أكثر دقة للشركة. 	<ul style="list-style-type: none"> وقعت عملية البيع بعد 17 شهراً من إصدار تقرير التقييم. بيعت JALCO بسعر أعلى من سعر التقييم (1.30-1.47 دينار للسهم الواحد) وذلك بسبب الإفتراضات المتحفظة للتدفقات النقدية المخصومة. 	عملية التنفيذ
0	<ul style="list-style-type: none"> لا يفضل استخدام منهجية تقييم واحدة، حيث أن كل منهجية لها مزاياها وعيوبها، وبالتالي فإن استخدام مزيج من المنهجيات يوفر تقديراً أكثر دقة للقيمة. كما ونصت المادة رقم "5 ب" من قانون التخاصية رقم 25 لسنة 2000 على أن يتم في تنفيذ عملية التخاصية ما يلي: - الإلتزام بقواعد الشفافية والعينية والمنافسة المشروعة. - تقييم موجودات ومطلوبات المؤسسة أو المشروع بأكثر من أسلوب وفق الأصول المحاسبية المتعارف عليها. 	<ul style="list-style-type: none"> اعتمد المستشار المالي على قيمة الشركة وليس على قيمة حصص الملكية. إضافة إلى ذلك، تمت إضافة نتائج سنة 2003 إلى التقييم، مع العلم أن تاريخ التقييم كان في 31 كانون الأول عام 2003، وبالتالي فإن أرقام وحقائق عام 2003 تعكس أداءً تاريخياً للشركة. اعتمد التقييم على منهجية التدفقات النقدية المخصومة وحدها دون الإشارة إلى تقييم المضاعفات. استند معدل العائد الخالي من المخاطر على السندات الصادرة في عام 1993 والتي انتهت في عام 2003. 	عملية التقييم

ملخص قطاع النقل			
شركة Alpha لخدمات الطيران والشركة الشرقية للإستثمار والتطوير السياحي	المستحوذ	الشركة الأردنية لتموين الطائرات	إسم الشركة
14.09 مليون دينار أردني	السعر النهائي	2001/8/1	تاريخ التخاصية
80% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	JordInvest	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	استنتاجات
2		<ul style="list-style-type: none"> ■ تمت تخاصية الشركة عن طريق طرح عطاء عام بحيث تم اختيار العرض المالي الأعلى. 	عملية التنفيذ
-		<ul style="list-style-type: none"> ■ لم يستطع فريق العمل الحصول على تقرير التقييم الصادر عن المستشار المالي. ■ بالإضافة إلى ذلك، لم يتمكن فريق العمل من التوصل إلى الإقتراضات أو السيناريوهات المستخدمة في إيجاد القيم الثلاث المختلفة من قبل فريق عمل التخاصية، كما جاء في محضر الإجتماع الخاص بعطاء بيع الشركة الأردنية لتموين الطائرات. 	عملية التقييم

ملخص قطاع النقل			
إسم الشركة	الشركة الأردنية لتدريب الطيران والتشبيهي	المستحوذ	ماجد الساعدي (ممثل بالشركة الشرقية للاستثمار والتطوير السياحي)
تاريخ التخصيص	2006/7/27	السعر النهائي	10.5 مليون دينار أردني
المستشار المالي	JordInvest	النسبة المستحوذ عليها	80% من إجمالي رأس المال
إستنتاجات	التعليقات	الدروس المستخلصة	درجة التقييم
عملية التنفيذ	<ul style="list-style-type: none"> تمت تخصيص الشركة عن طريق طرح عطاء عام بحيث تم اختيار العرض المالي الأعلى. 	-	2
عملية التقييم	<ul style="list-style-type: none"> لم يتمكن فريق العمل من الحصول على تقرير التقييم الصادر عن المستشار المالي. 	-	-

ملخص قطاع النقل			
إسم الشركة	شركة أكاديمية الطيران الملكية الأردنية	المستحوذ	شركة الأردن الدولية للاستثمارات السياحية والعقارية
تاريخ التخاصية	2003/1/2	السعر النهائي	4.1 مليون دينار أردني
المستشار المالي	JordInvest	النسبة المستحوذ عليها	100% من إجمالي رأس المال
استنتاجات	التعليقات	الدروس المستخلصة	درجة التقييم
عملية التنفيذ	<ul style="list-style-type: none"> تم بيع الأكاديمية بسعر أقل من القيمة التي تم التوصل إليها في تقرير التقييم، على الرغم من محاولة لجنة التخاصية رفع سعر البيع من خلال المفاوضات مع المستثمر. 	<ul style="list-style-type: none"> قد يتم في بعض الحالات البيع بسعر أقل من قيمة الشركة المقدر، وذلك كون التقييم يهدف عادة إلى إيجاد أساس للقيام بمفاوضات مع المستثمر المحتمل. في حالة الأكاديمية، لم يكن هنالك إلا مستثمرين اثنين قاما بتقديم عروض مالية لشراء الأكاديمية، وبالتالي حد ذلك من رفع سعر البيع. 	2
عملية التقييم	<ul style="list-style-type: none"> قام المستشار المالي بالإعتماد على أسلوب التدفقات النقدية المخصومة فقط في إيجاد قيمة الشركة. 	<ul style="list-style-type: none"> من المنفق عليه في أصول التقييم أنه من غير المحبذ الإعتماد على أسلوب واحد فقط في تقييم الشركات، وذلك لوجود إيجابيات وسلبيات لكل أسلوب، وبالتالي من الأفضل استخدام عدة أساليب لإيجاد تقدير أدق لقيمة الشركة. كما ونصت المادة رقم "5 ب" من قانون التخاصية رقم 25 لسنة 2000 على أن يتم في تنفيذ عملية التخاصية ما يلي: - الإلتزام بقواعد الشفافية والعلنية والمنافسة المشروعة. - تقييم موجودات ومطلوبات المؤسسة أو المشروع بأكثر من أسلوب وفق الأصول المحاسبية المتعارف عليها. 	0

ملخص قطاع النقل			
إسم الشركة	كلية الملكة نور الفنية للطيران المدني	المستحوذ	أكاديمية الطيران الملكية الأردنية
تاريخ التخصيص	2007/11/13	السعر النهائي	3 مليون دينار أردني
المستشار المالي	JordInvest	النسبة المستحوذ عليها	100% من إجمالي رأس المال
إستنتاجات	التعليقات	الدروس المستخلصة	درجة التقييم
عملية التنفيذ	<ul style="list-style-type: none"> نتج عن عملية عطاء مفتوح ثلاثة عروض مختلفة ومن ثم تم طرح العطاء مرة أخرى للحصول على قيمة اعلى. 	-	2
عملية التقييم	<ul style="list-style-type: none"> لم يستطيع فريق العمل الحصول على تقرير التقييم المعد من قبل المستشار المالي. 	-	-

ملخص قطاع الاتصالات			
إئتلاف	JITCO	المستحوذ	شركة الإتصالات الأردنية - المرحلة الأولى
مستثمرين بقيادة شركة فرانس تيلكوم			
3.60 دينار / السهم	السعر النهائي	2000/1/23	تاريخ التخصيص
40% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	Merrill Lynch	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	إستنتاجات
1	<ul style="list-style-type: none"> ■ كان من المفترض أن تتم إعادة تقييم الشركة قبل محاولة البيع الثانية وذلك لأن التطورات السريعة التي حدثت في مجال الإتصالات أثرت على الإفتراضات المبينة في تقييم عام 2007 ولم تعكس الواقع في عام 2009. ■ كان من الأنسب إعطاء المحاولة الثانية للبيع فترة أطول للحصول على عروض أكثر، وبالتالي قيمة أفضل. ■ أسعار العروض التي تم الحصول عليها مطابقة لأدني سعر قد تم تحديده من قبل مجلس الوزراء، مما يثير الشك بأن السعر الأدنى المقبول كان معلوماً للجميع، مما يضعف قوة المفاوضات خلال عملية البيع. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ حدد مجلس الوزراء سعر بيع أدني لكامل الشركة بقيمة 1.26 مليار دولار، وتم استنباط القيمة من تقييم قد تم إعداده من قبل المستشار المالي قبل 30 شهراً من تحديد السعر الأدنى للبيع. ■ يعتبر التقييم المعد من قبل المستشار المالي غير صالح وذلك للأسباب التالية: (1) التطور السريع في قطاع الإتصالات خلال الفترة، مما له تأثير كبير على الفرضيات الموضوعية في وقت التقييم، (2) توقيع إتفاقيات تشغيل لتوزيع خدمة الإنترنت والتي تزيد من مصادر دخل الشركة، (3) قيم المضاعفات للشركات المتماثلة المستخدمة تتغير في فترات قصيرة وذلك لأن قطاع الإتصالات في العالم كان يشهد تطورات سريعة. ■ شهدت المرحلة الأولى تأخير في التنفيذ لعوامل عدة، ولذلك فقد قرر مجلس الوزراء تسريع محاولة البيع الثانية مما نتج عنه الحصول على عرضين للشراء (JITCO وشركة العين). ■ كما هو مبين في المراسلات، فإن عرضي الشراء كانا على نفس السعر (1,27 مليار دولار كقيمة كلية للشركة) 	عملية التنفيذ

		ولكن شركة JITCO قدمت مبلغ 4 مليون إضافية كضريبة للبيع.	
	0	<ul style="list-style-type: none"> ▪ التقرير الذي تمت مراجعته من قبل فريق العمل هو مسودة وليس نهائياً. ▪ لم يستطع فريق العمل مراجعة بنود اتفاقية الشراء وشروط الترخيص النهائي لتحديد ما إذا كانت الافتراضات المبني عليها التقييم تعكس الإتفاقية نفسها. ▪ لم يأخذ التقييم بعين الاعتبار قيمة الأصول الغير تشغيلية (الأراضي المملوكة من قبل الشركة والغير مستعملة في التشغيل). ▪ حدد المستشار المالي معامل خصم قدره 20.00% للشبكة الثابتة و25.00% لشبكة الهواتف الخلوية، ولم يظهر آلية إحتساب معامل الخصم. 	عملية التقييم

ملخص قطاع الاتصالات			
طرح عام أولي	المستحوذ	شركة الإتصالات الأردنية - المرحلة الثانية	إسم الشركة
2.35 دينار / السهم	السعر النهائي	2002/9/24	تاريخ التخصيص
10.50% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	JP Morgan	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	إستنتاجات
1	<ul style="list-style-type: none"> تضمن مهمة المستشار المالي في نصح الحكومة في الوقت المناسب لعملية الإصدار الأولية، حتى لا يتم التأثير بالعوامل الخارجية وبالتالي تحسن قيمة البيع. 	<ul style="list-style-type: none"> من أهم عوامل الإصدار العام وجود قابلية في السوق لشراء الأسهم، والتي لها تأثير طردي مع عوامل الإقتصاد الكلي للسوق، ومن ضمنها سيولة السوق والوضع السياسي. صادف توقيت الإكتتاب فترة الحرب على أفغانستان وتهديدات الحرب على العراق، مما أدى إلى محصلة اكتتاب أقل بنسبة 32% من المقرر بيعه وبسعر متدن نسبياً. 	عملية التنفيذ
0	<ul style="list-style-type: none"> يتم التسعير من خلال عملية الإصدار الأولية من خلال الاكتتاب الذي يحدد قابلية السوق لشراء الأسهم، ولكن تحديد مدى السعر يجب أن يتم من خلال تقييم مستقل، حتى يوفر للجميع مدى للقيمة والسعر المتوقعين. 	<ul style="list-style-type: none"> لم يتم القيام بعملية تقييم للشركة للحصول على مدى لسعر البيع في عملية الإصدار الأولية، ولكن تم تنفيذ مناقشات مباشرة بين جميع الجهات ذات العلاقة (المستشار المالي والحكومة وشركة (JITCO). 	عملية التقييم

ملخص قطاع الإتصالات			
طرح عام ثانوي وبيع خاص	المستحوذ	شركة الإتصالات الأردنية - المرحلة الثالثة	إسم الشركة
4.68 دينار/ السهم	السعر النهائي	2006/6/30	تاريخ التخاصية
29.90% من إجمالي رأس المال	النسبة المستحوذ عليها	Goldman Sachs	المستشار المالي
درجة التقييم	الدروس المستخلصة	التعليقات	استنتاجات
1	<ul style="list-style-type: none"> ■ من المتعارف عليه احتساب علاوة سيطرة على سعر الأسهم في حال حصول المشتري على أغلبية الأسهم، مما يعطيه مزايا الإدارة والتشغيل، وذلك بغض النظر عن حجم البيع. ■ كان يجب على اللجنة الخاصة توقيع اتفاقية بيع ملزمة مع بيت الإستثمار الخليجي حتى تتأكد من تفعيلها. ■ عدم منح الوقت الكافي لشركة النور للإستثمار لإلزامها بزيادة حصص البيع. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ بانتهاء المرحلة الثالثة من التخاصية، استطاعت شركة JITCO الاستحواذ على أغلبية الحصص (51% من رأسمال الشركة) وبالتالي السيطرة على الشركة، ولكن لم يتم احتساب علاوة سيطرة في سعر بيع السهم لشركة JITCO. ■ اشترطت إتفاقية البيع مع شركة JITCO أن يتم تحديد السعر النهائي بناءً على حجم البيع الذي يتم تنفيذه خلال فترة الطرح الثانوي. ■ استطاعت الحكومة في تلك الفترة توقيع اتفاقية تفاهم لبيع 10% لبيت الإستثمار الخليجي، ولكنها لم تكن ملزمة وبالتالي لم يتم تحقيقها. ■ إضافة إلى ذلك، حددت إتفاقية البيع مع شركة نور للإستثمار أحقية الحكومة بزيادة حصص البيع ولكن الإتفاقية لم يتم تنفيذها. ■ بتاريخ 2006/8/3 وبانتهاء الطرح الثانوي، استطاعت الحكومة بيع ما مقداره 15,90% من رأسمال الشركة. ■ تم تحديد سعر البيع النهائي للأسهم شركة JITCO على أساس أن حجم البيع الذي تم تنفيذه هو 15.00% أو أقل، وهو غير متوافق مع العمليات التي تمت. 	عملية التنفيذ

1	<ul style="list-style-type: none"> ▪ كلما زادت أعداد الشركات القابلة للمقارنة، كان التقييم أفضل وأكثر دقة. ▪ من الأفضل إعداد تقييم منفصل عن توقعات السوق (أي يعتمد على التوقعات المستقبلية للشركة) وذلك لتقوية موقف الحكومة في مرحلة المفاوضات المباشرة. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ كانت عملية التقييم بسيطة وتعتمد على أداء الشركة المدرج في سوق عمان المالي، ومقارنته مع ثلاث شركات قابلة للمقارنة في منطقة الشرق الأوسط. 	عملية التقييم
---	--	---	---------------

ملخص قطاع الكهرباء			
إسم الشركة	شركة توليد الكهرباء المركزية	المستحوذ	شركة إنارة العربية لاستثمارات الطاقة التي أسستها شركة الأردن دبي للطاقة
تاريخ التخصيص	2007/9/20	السعر النهائي	88.7 مليون دينار أردني
المستشار المالي	روثشايلد	النسبة المستحوذ عليها	51% من إجمالي رأس المال
إستنتاجات	التعليقات	الدروس المستخلصة	درجة التقييم
عملية التنفيذ	<ul style="list-style-type: none"> تم بيع شركة توليد الكهرباء المركزية بسعر أعلى من سعر التقييم (الحد الأدنى للسعر). لا تبرز الوثائق التي تمت مراجعتها وجود عطاء مفتوح، ولكن تم الاعتماد على المفاوضات المباشرة لإبرام الصفقة. بدأت عملية الخصخصة أولاً عن طريق الإتصال ببعض المستثمرين المحتملين، وبعد ذلك تطورت لمفاوضات مباشرة بين الحكومة وشركة إنارة. استندت المفاوضات على السعر المقترح المقدم من شركة إنارة مقارنة مع السعر الذي تم تعيينه من قبل الحكومة بناء على توصيات المستشار. 	<ul style="list-style-type: none"> يجب على المستشار المالي تقديم المشورة للعميل في جميع الجوانب لتعظيم قيمة الشركة، بما في ذلك اختيار المستثمر والتوقيت وهيكل البيع. تعتبر العطاءات المفتوحة لبيع شركات استراتيجية مثل شركة توليد الكهرباء المركزية، أمراً حاسماً في ضمان أعلى / أفضل سعر من خلال المفاوضات والمنافسة بين مقدمي العروض. 	1
عملية التقييم	<ul style="list-style-type: none"> استند التقييم على التدفقات النقدية المخصومة لمدة 15 عاماً واعتمد أساساً إتفاقيات سعر الشراء (PPA)، في حين تم التوقيع على اتفاقية الإمتياز لمدة 35 عاماً. إعتمد المستشار، بسبب الفشل في المحاولة الأولى لبيع الشركة، إستراتيجية تسويق على أساس ابتكار الحد الأدنى لسعر الشراء (Reserve Price) والبالغ 	<ul style="list-style-type: none"> أدت الفجوة ما بين فترة التقييم (15 عاماً) واتفاقية الإمتياز (35 عاماً) إلى استبعاد 20 سنة من التدفقات النقدية المحتملة من القيمة، وبالتالي انخفاض قيمة الشركة المقدره من خلال التقييم. 	0

		70.80 مليون دينار، وقد تم احتساب هذا السعر على أساس التقييم الذي أجراه المستشار باستخدام سيناريوهين اثنين.	
--	--	--	--

ملخص قطاع الكهرباء			
إسم الشركة	شركة توزيع الكهرباء	المستحوذ	شركة كهرباء المملكة
تاريخ التخصية	2008/7/1	السعر النهائي	44.6 مليون دينار
المستشار المالي	روثشايلد	النسبة المستحوذ عليها	100% من إجمالي رأس المال
إستنتاجات	التعليقات	الدروس المستخلصة	درجة التقييم
عملية التنفيذ	<ul style="list-style-type: none"> تم بيع شركة توزيع الكهرباء بسعر أقل من سعر التقييم. بدأت عملية البيع من خلال دعوة المستثمرين الإستراتيجيين المحتملين لعطاء مفتوح، وذلك بناء على التوصية المقدمة من المستشار بأن تأخذ عملية الخصخصة مسار مناقصة تنافسية مفتوحة، إلا أنه تم الحصول على عرض واحد فقط. أظهرت المراسلات أن العرض المقدم يحتوي على مبلغ إضافي كعلاوة، ولكن بشرط إحالة عرض IDECO ودمج الشركتين في شركة واحدة دون أي اعتراض من الحكومة في المستقبل. 	<ul style="list-style-type: none"> يؤدي الحصول على مزيد من مقدمي العطاءات إلى تعظيم القيمة. كان من الأفضل إعادة طرح العطاء للحصول على سعر أفضل. أثرت العلاوة المدفوعة على هذا العرض على قرار العرض الآخر. 	1
عملية التقييم	<ul style="list-style-type: none"> لم يكن تقرير التقييم النهائي المفصل متوفراً وقت المراجعة. استخدم المستشار المالي منهجية خصم التدفقات النقدية في التقييم، حيث تم بناء النموذج المالي بداية عام 2002 بافتراض معدل خصم (كلفة الملكية) 15% ونسبة نمو للقيمة النهائية 3%. تم إجراء عدة تغييرات على نموذج التقييم إلى أن تم اعتماد التقييم الصادر عام 2007 والذي تم فيه افتراض معدل خصم (المتوسط المرجح لكلفة رأس المال) 10% واحتساب القيمة النهائية باستخدام 	-	2

		<p>مضاعف الأصول التنظيمية بقيمة .1.0x</p> <p>▪ بالرغم من منطقية الأساليب المتبعة، سواء في التقييم الأول أو الثاني، إلا أنه لم يتم تحديد الأسباب التي أدت إلى تغير طريقة احتساب القيمة النهائية للملكية.</p>	
--	--	---	--

ملخص قطاع الكهرباء			
إسم الشركة	شركة كهرباء محافظة إربد	المستحوذ	شركة كهرباء المملكة
تاريخ التخصيص	2008/7/1	السعر النهائي	21.7 مليون دينار أردني
المستشار المالي	روثشايد	النسبة المستحوذ عليها	55.4% من إجمالي رأس المال
إستنتاجات	التعليقات	الدروس المستخلصة	درجة التقييم
عملية التنفيذ	<ul style="list-style-type: none"> تم بيع شركة كهرباء محافظة إربد بسعر أعلى من سعر التقييم. بدأت عملية البيع من خلال دعوة المستثمرين الإستراتيجيين المحتملين لعطاء مفتوح، وذلك بناءً على التوصية المقدمة من المستشار بأن تأخذ عملية الخصخصة مسار مناقصة تنافسية مفتوحة. تم تلقي ثلاثة عروض فقط، وقد تمت إحالة العطاء على العرض صاحب السعر الأعلى. 	<ul style="list-style-type: none"> يؤدي الحصول على مزيد من مقدمي العطاءات إلى تعظيم القيمة. على الرغم من أن العرض ذو السعر الأعلى هو الذي فاز بالعطاء، إلا أن المراسلات أظهرت أن القرار تأثر بطريقة 1 أو بأخرى بعوامل أخرى والتي تنصب بالعلو المدفوعة لعطاء شركة توزيع الكهرباء. إن أفضل طريقة هي التعامل مع كل عطاء على حدة. 	1
عملية التقييم	<ul style="list-style-type: none"> لم يكن تقرير التقييم النهائي المفصل متوفراً وقت المراجعة. استخدم المستشار المالي منهجية خصم التدفقات النقدية في التقييم، حيث تم بناء النموذج المالي بدايةً عام 2002 بافتراض معدل خصم (كلفة الملكية) 15% ونسبة نمو للقيمة النهائية 3%. تم إجراء عدة تغييرات على نموذج التقييم إلى أن تم اعتماد التقييم الصادر عام 2007، والذي تم فيه افتراض معدل خصم (المتوسط المرجح لكلفة رأس المال) 10% واحتساب القيمة النهائية باستخدام مضاعف الأصول التنظيمية بقيمة 1.0x. 	-	2

		<p>▪ بالرغم من منطقية الأساليب المتبعة، سواء في التقييم الأول أو الثاني، إلا أنه لم يتم تحديد الأسباب التي أدت إلى تغير طريقة احتساب القيمة النهائية للملكية.</p>	
--	--	---	--