



## امتحان الدورة العادية في مقياس تقييم المؤسسات

السؤال النظري: (03.00 نقاط)

وضح في مخطط أبعاد التشخيص الاستراتيجي.

التمرين الأول: (08.00 نقاط)

تريد المؤسسة (X) الاندماج مع المؤسسة (Y). من أجل تحديد قيمة هذه الأخيرة اختار المقيم طريقة صافي الأصول المحاسبي المصحح (ANCC). الجدول الموالي يوضح لنا الميزانية العمومية للمؤسسة (Y) قبل تخصيص النتيجة:

الخصوم		الأصول (الوحدة: ون)	
المبلغ	الحساب	المبلغ	الحساب
500 000	رأس المال	200 000	الأصول غير الملموسة
70 000	احتياطات	500 000	الأصول الملموسة
40 000	ترحيل من جديد	60 000	الأصول المالية
50 000	نتيجة الدورة		
120 000	مخصصات الأخطار والأعباء	200 000	المخزونات
150 000	ديون مالية	150 000	عملاء
250 000	ديون الاستغلال	100 000	النقدية
70 000	ديون استغلال أخرى	40 000	أعباء موزعة على عدة سنوات
20 000	فرق التحويل - خصم	20 000	علاوات استرداد السندات
<b>1 270 000</b>	<b>المجموع</b>	<b>1 270 000</b>	<b>المجموع</b>

معلومات إضافية:

- معدل العائد المطلوب من المساهمين 7%
- متوسط سعر الفائدة على القروض 8%
- معدل العائد المطلوب على الأصول 5%
- متوسط سعر الفائدة على الديون التجارية 2%
- معدل الضريبة المطبق: 33.33%.
- تم تخصيص نتيجة الدورة كما يلي: 20 000 ون توزيعات على الشركاء، والباقي كأرباح محتجزة.
- بعد إعادة تقدير قيمة أصول المؤسسة والتزاماتها اتضح ما يلي:
- ما قيمته 20 000 ون من مخصصات الأخطار والأعباء أصبحت غير مبررة.
- الأصول الضريبية المؤجلة بقيمة: 20 000 ون - الخصوم الضريبية المؤجلة بقيمة: 1 400 ون.
- ارتفعت القيمة السوقية للأصول الملموسة بـ 5% مقارنة بقيمتها الدفترية.
- انخفضت القيمة السوقية للأصول المالية بـ 1% مقارنة بقيمتها الدفترية.

## المطلوب:

1. أحسب قيمة المؤسسة (Y) بطريقة صافي الأصول المحاسبي المصحح.
2. أحسب القيمة الجوهرية للسهم بنوعيتها القسيمة المنفصلة والمرفقة (coupon détaché/ attaché) إذا علمت أن رأس مال الشركة يتكون من 110 000 سهم.
3. قيم المؤسسة بطريقة الشهرة على أساس صافي الأصول المحاسبية المصححة (ANCC)، علما أن صافي النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة على أساس ANCC كانت 250 000 ون.
4. قيم المؤسسة بطريقة الشهرة على أساس القيمة الجوهرية الإجمالية (VSB)، علما أن صافي النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة على أساس VSB كانت 340 000 ون، وأن كل أصول المؤسسة ضرورية للاستغلال.

## التمرين الثاني: (05.50 نقطة)

لتكن لدينا المعلومات التالية حول المؤسسة (XB) التي ستخضع للتقييم من طرف المقيم:

الوحدة: 10<sup>6</sup> ون

السنة	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
التدفق النقدي الحر المتوقع	400	390	280	420	300	280	300

قيمة حقوق الملكية = 1 000 000 ون، تكلفتها 7%. الديون المالية = 2 000 000 ون، تكلفتها 8%.  
معدل الضرائب = 33.33%. معدل النمو المتوقع = 3%.

## المطلوب:

1. أحسب قيمة المؤسسة (XB) باستخدام طريقة التدفق النقدي المخصوم (DCF).
2. أحسب قيمة حقوق الملكية إذا علمت أن صافي الدين للمؤسسة هو:  $10 \times 4.5$  ون.
3. أحسب قيمة السهم الواحد للمؤسسة إذا علمت أن عدد أسهم الشركة هو: 10 مليون سهم.

## التمرين الثالث: (03.00 نقطة)

نفترض أن المخاطرة النظامية ( $\beta$ ) للشركة (Xx) كانت 0.68، معدل العائد على السندات الحكومية (الخالي من الخطر) كان 6%، معدل العائد المتوقع في سوق الأسهم هو 9.5%.  
كما أن الشركة قامت بتوزيعات أرباح على مدار السنوات الثلاث الأخيرة (N-2) و(N-1) و(N) على التوالي:  
27 ون، 30 ون، 32 ون والترجيح المطبق على توزيعات الأرباح كان: 2، 3، 2.

## المطلوب:

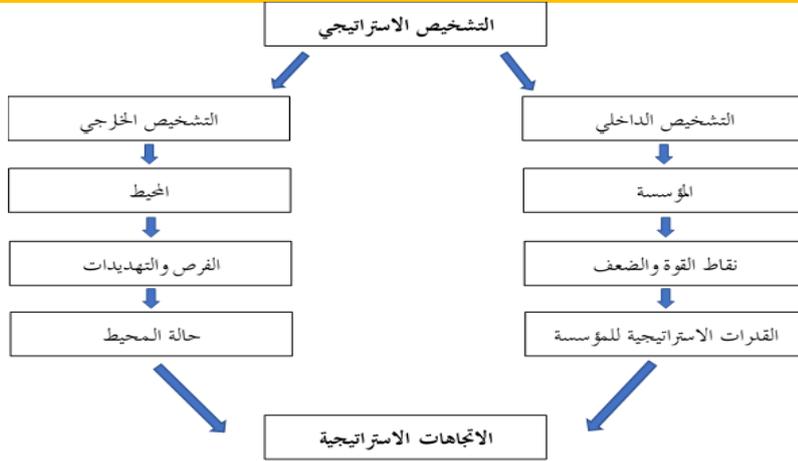
حدد القيمة المالية للسهم باستخدام نموذج (إيرفين فيشر).

بالتوفيق .....



## الإجابة النموذجية لامتحان الدورة العادية في مقياس تقييم المؤسسات

إجابة السؤال النظري: (03.00 نقاط)



إجابة التمرين الأول: (08.00 نقاط)

(02.00 نقاط)

1- صافي الأصول المحاسبي المصحح:

أ/  $ANC = \text{الأصول الحقيقية} - \text{الديون} - \text{مخصصات الأخطار}$ .

الأصول الحقيقية = إجمالي الأصول (1 270 000) - الأصول الوهمية (20 000 + 40 000) = 1 210 000.

$ANC = 1 210 000 - (90 000 + 250 000 + 150 000) = 660 000$

(01.00 نقطة)

600 000 =

ب/  $ANCC = \text{صافي الأصول المحاسبي} + / - \text{فوائض أو نواقص القيمة للأصول غير الملموسة، الملموسة، المالية والمتداولة} +$

المخصصات غير المبررة (الزيادة في حقوق الملكية) + أصول ضريبية مؤجلة - التزامات ضريبية مؤجلة. عليه:

$ANCC = 600 000 + 24 400 + (20 000 \text{ (الزيادة في حقوق الملكية)}) + 20 000$

(أصول ضريبية مؤجلة) - 1 400 (خصوم ضريبية مؤجلة)

(01.00 نقطة)

663 000 =

(01.50 نقطة)

2- حساب القسيمة المنفصلة والمرفقة للسهم:

توزيعات الأرباح = 20 000 ون، عدد الأسهم: 110 000 سهم.

✓ القيمة الرياضية "القسيمة المنفصلة" (coupon détaché) = صافي الأصول المحاسبية المصححة / عدد الأسهم

(00.75 نقطة)

= 6.03 ون

= 110 000 / 663 000

✓ القيمة الرياضية "القسيمة المرفقة" (coupon attaché) = القسيمة المنفصلة + توزيعات الأرباح للسهم الواحد

(00.75 نقطة)

= 6.21 ون

= 0.18 + 6.03

3- حساب قيمة المؤسسة بطريقة الشهرة على أساس صافي الأصول المحاسبي المصحح: (02.25 نقاط)

$$GW = R * \frac{1-(1+k)^{-n}}{k}; R_n = B_{ANCC} - r * A_{ANCC}$$

$$R_n = 250\ 000 - 5\% (663\ 000) \quad R_n = 216\ 850$$

$$GW = 216\ 850 * \frac{1-(1+0.07)^{-5}}{0.07} \quad GW = 889\ 127.81$$

وعليه: قيمة المؤسسة (V<sub>ANCC</sub>) = 889 127.81 + 663 000 = 1 552 127.81 ون

4- حساب قيمة المؤسسة بطريقة الشهرة على أساس القيمة الجوهرية الإجمالية: (02.25 نقاط)

حساب (VSB) بتحليل الأصول	
	أصول الاستغلال المعاد تقييمها =
1 234 400 =	450 000 + 59 400 + 525 000 + 200 000
	+ الإضافات الجوهرية = 0

$$R_n = 340\ 000 - 5\% (1\ 234\ 400) \quad R_n = 278\ 280$$

$$GW = 278\ 280 * \frac{1-(1+k)^{-5}}{k}$$

$$k = \left( \frac{7\% * 663\ 000}{1\ 153\ 000} + \frac{8\% * 150\ 000 * (1-0.333)}{1\ 153\ 000} + \frac{2\% * 340\ 000 * (1-0.333)}{1\ 153\ 000} \right)$$

$$k = 5.11\%$$

$$GW = 278\ 280 * \frac{1-(1+0.0511)^{-5}}{0.0511} \quad GW = 1\ 201\ 152.06$$

وعليه: قيمة المؤسسة (V<sub>VSB</sub>) = 1 198 835.45 + 663 000 = 1 864 152.06 ون

إجابة التمرين الثاني: (05.50 نقاط)

1- حساب قيمة المؤسسة (XB):

$$\text{قيمة الشركة} = \sum_{t=1}^n \frac{E(CF)_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Continuing Value}_n}{(1+r)^n}$$

(00.75 نقطة)

$$\text{القيمة المستمرة} = \frac{E(CF)_n * (1+g)}{(r-g)}$$

أ- حساب معدل الخصم (r):

$$k = \frac{(7\% * 10^6) + (8\% * 2 * 10^6 * (1-0.333))}{3 * 10^6} = 5.89\%$$

(00.75 نقطة)

ب- حساب القيمة المستمرة:

$$\text{القيمة المستمرة} = \frac{300 * (1+0.03)}{(0.0589 - 0.03)} = 10\ 696.15$$

(01.50 نقطة)

ج- حساب التدفقات النقدية الحرة المخصصة:

السنة	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
التدفق ن ح	400	390	280	420	300	280	300
ت ن ح المخصص	377.75	347.83	235.83	334.08	225.36	198.63	200.99
$\sum_{t=1}^n \frac{E(CF)_t}{(1+r)^t}$	1 920.47						

$$\text{قيمة المؤسسة} = 1\,920.47 + \frac{10\,696.15}{(1+0.0589)^7} = 9\,086.44 \times 10^6 \text{ ون } (00.50 \text{ نقطة})$$

(01.00 نقطة)

2- حساب قيمة حقوق الملكية:

قيمة حقوق الملكية = قيمة المؤسسة - صافي الدين

$$\text{قيمة حقوق الملكية} = 10^9 \times 4.5 - 10^6 \times 9\,086.44 = 10^6 \times 4\,586.44 \text{ ون}$$

(01.00 نقطة)

3- حساب قيمة السهم الواحد للمؤسسة:

$$\text{قيمة السهم الواحد للمؤسسة} = \frac{\text{قيمة حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$\text{قيمة السهم الواحد للمؤسسة} = \frac{4\,586.44 \times 10^6}{10^7} = 458.64 \text{ ون}$$

إجابة التمرين الثالث: (03.00 نقاط)

أولا يجب حساب معدل الخصم (معدل العائد المطلوب من المساهمين) من خلال تطبيق نموذج تسعير الأصول

الرأسمالية (CAPM)، والذي يمكن صياغته كما يلي:

$$R_a = R_f + [R_m - R_f] * \beta$$

$$R_a = 0.06 + [0.095 - 0.06] * 0.68$$

$$R_a = 8.38\% \quad (01.00 \text{ نقطة})$$

$$\frac{D_{\text{moyen}}}{k} = \text{القيمة المالية للسهم}$$

$$\frac{(27*2 + 30*3 + 32*2)}{7} = \text{متوسط توزيعات الأرباح (المرجح)}$$

$$\text{متوسط توزيعات الأرباح (المرجح)} = 29.71 \text{ ون } (01.00 \text{ نقطة})$$

$$\frac{29.71}{0.0838} = \text{القيمة المالية للسهم}$$

$$\text{القيمة المالية للسهم} = 354.53 \text{ ون } (01.00 \text{ نقطة})$$