



2026/01/17 يوم :

**امتحان الدورة العادية في مقاييس الادارة المالية المتقدمة****التمرين الأول: (06 نقاط)****حدد الإجابات الصحيحة في الأسئلة الآتية مع التوضيح (قد يتحمل السؤال الواحد أكثر من إجابة صحيحة)**

2. يمكن القول أن تكفة الأموال الخاصة:
- هو المعدل الخصم المستخدم عند حساب VAN.
  - هو معدل العائد المنتظر من طرف المساهمين.
  - تكون دوما أعلى من تكفة الديون.
  - الإجابات الثلاثة السابقة كلها خاطئة.
- A. الهيكل المالي ليس له أي تأثير في قيمة المؤسسة.
- B. المردودية المالية مساوية للمردودية الاقتصادية.
- C. تكفة الأموال الخاصة تكون ثابتة.
- D. الإجابات الثلاثة السابقة كلها صحيحة.

**3. تم استخراج المعطيات التالية من احدى المؤسسات:**

معدل الفائدة 7.5 % // المردودية المالية 10.6 % // النسبة D/CP تساوي 0.68 // قيمة الأموال الخاصة 1 254

ما سبق هل يمكن تأكيد الآتي:

- B. يمكن للمؤسسة أن توسع أكثر في الاستدانة.
- D. الإجابات الثلاثة السابقة كلها صحيحة.
- A. قيمة الديون تساوي 852,7.
- C. التكفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تبلغ 15 %

**التمرين الثاني: (14 نقطة)**

إذا كانت تركيبة رأس مال شركة "سين" كالتالي:

تكلفة المصدر	المبلغ	مصدر التمويل
8%	5 500 000	الديون
؟	8 000 000	أسهم عادية
؟	1 500 000	أسهم ممتازة

- بالنسبة للأسهم العادية: القيمة السوقية للسهم 100 دج وقامت المؤسسة بتوزيع 3.95 دج لكل سهم السنة الماضية ويتوقع المستثمرون نمو الأرباح بنسبة ثابتة قدرها 6%.
- بالنسبة للأسهم الممتازة: يتم تداول الأسهم الممتازة في السوق بسعر 120 دج مع توزيع أرباح قدرها 14 دج.
- أحسب التكفة المتوسطة المرجحة لرأس مال شركة "سين".

2. اذا كانت شركة "سين" لديها 80 000 سهم متداول في السوق، سعر السهم حاليا 100 دج. قررت الشركة إصدار 40 000 سهم جديد بسعر اصدار قدره 86 دج، مع إعطاء حق الأولوية في الاكتتاب للمساهمين الحاليين.

- أ. احسب سعر السهم بعد عملية الزيادة في رأس المال، ثم استنتاج قيمة حق الأفضلية في الاكتتاب.
- ب. كونك مستثمرا تمتلك في محفظتك 400 5 سهم من رأس مال هذه الشركة، وتريد استخدام نصف حقوقك للأولوية في الاكتتاب. ما هو عدد الأسهم التي يمكنك الاكتتاب فيها؟ وما هو تأثير ذلك على وضعائك المالي قبل وبعد الزيادة في رأس المال؟

### التمرين الثالث: (14 نقطة)

اليك الحسابات الاجتماعية لشركة النور للدورة N (الملحق 01)

#### المطلوب

- أحسب المردودية الاقتصادية قبل وبعد الضريبة .
- أبرز العلاقة التي توضح أثر الرفع المالي، ثم باستخدامها احسب المردودية المالية.
- ما الذي قد يترتب عن زيادة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة ولماذا؟

---

#### ملاحظة

\* يكون التقرير إلى الرقم الثاني بعد الفاصلة

\* معدل الضريبة %25

بالتوقيق

مسؤول المقياس: د. ريغة أحمد

## الملحق 01: الحسابات الاجتماعية لمؤسسة النور

جدول النتائج (مختصر)	
1 416 800	رقم الأعمال
120 000	الإنتاج المخزن
720 000	مشتريات المواد الأولية
36 000	التغير في مخزون المواد الأولية
<b>780 800</b>	<b>القيمة المضافة</b>
237 600	أعباء المستخدمين
<b>543 200</b>	<b>اجمالي فائض الاستغلال</b>
128 900	أعباء عملياتية أخرى
100 800	مخصصات الاعتدال والمؤونات
<b>313 500</b>	<b>النتيجة العملية</b>
90 500	الأعباء المالية (كلاًها أعباء فوائد)
<b>223 000</b>	<b>النتيجة قبل الضريبة</b>
55 700	الضريبة على الأرباح
<b>167 300</b>	<b>النتيجة الصافية</b>

الميزانية الاقتصادية			
المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
4 417 000	الأموال الخاصة	4 981 000	الثبيتات الصافية
1 810 000	الديون	1 246 000	الاحتياج لرأس المال العامل

## الإجابة النموذجية لامتحان الدورة العادية في مقياس الادارة المالية المتقدمة

ن 06	<b>التمرين الأول</b>
1.5	<p><b>1. الإجابة الصحيحة هي الإجابة (أ)</b></p> <p>فقد أثبتت ميلر ومودلاني في غياب الضريبة أنَّ قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي.</p> <p>أما الإجابة (ب) فهي خاطئة لأنَّ المردودية الاقتصادية لا تساوي المردودية المالية إلا في حالة غياب الديون.</p> <p>وكذلك الإجابة (ج) هي إجابة خاطئة لأنَّ تكفة الأموال الخاصة ليست ثابتة بل تتغير بتغير النسبة D/CP</p> <p><b>2. الإجابات الصحيحة هي الإجابة (ب) و (ج)</b></p> <p>الإجابة (أ) خاطئة لأنَّ معدل الخصم المستخدم في حساب VAN هو التكفة المتوسطة لرأس المال.</p> <p>أما الإجابة (ب) فهي صحيحة لأنَّ المردودية المالية هي فعلاً ما يطلبه المساهمون كعائد على أموالهم المستثمرة.</p> <p>وكذلك الإجابة (ج) هي إجابة صحيحة لأنَّ تكفة الأموال الخاصة تكون غالباً أعلى من تكفة الديون باعتبار أنَّ هذه الأخير تسمح بالاستفادة من الوفر الضريبي.</p> <p><b>3. الإجابات الصحيحة هي الإجابة (أ) و (ب)</b></p> <p>من المعطيات يمكن حساب قيمة الديون التي تساوي 852,7 ، كما أنَّ المؤسسة نظرياً يمكنها التوسع أكثر في الاستدانة، لأنها لم تبلغ بعد الحد الأقصى للاستدانة. أما الإجابة (ج) فهي خاطئة لأنَّ التكفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تساوي 8.58 %</p>
1.5	<p><b>التمرين الثاني</b></p> <p><b>1. حساب التكفة المتوسطة المرجحة لرأس المال</b></p> <p>هي تكفة كل مصدر تمويلي مراعاً بوزنه:</p> $Wacc = r_e \times w_e + r_p \times w_p + r_d (1-T) \times w_d$
3	<p><b>تكفة الأسهم العادية</b></p> $r_e = \frac{D_1}{C_0} + g \rightarrow r_e = \frac{4.18}{100} + 0.06$ <p>1      <math>r_e = 10.18\%</math></p>
0.5	<p><b>تكفة الأسهم الممتازة</b></p> $r_p = \frac{D_p}{P_0} = \frac{14}{120} = 11.66\%$

وزن المصدر	تكلفة المصدر	المبلغ	مصدر التمويل
36.67%	8%	5 500 000	الديون
53.33%	10.18%	8 000 000	أسهم عادية
10%	11.66%	1 500 000	أسهم ممتازة

2

$$Wacc = r_e \times w_e + r_p \times w_p + r_d (1-T) \times w_d$$

$$Wacc = 10.18 \times 53.33 + 11.66 \times 0.10 + 8 (1-0.25) \times 0.25$$

$$Wacc = 8.80\%$$

## 2. عملية الزيادة في رأس المال

### سعر السهم بعد الزيادة

$$\text{لدينا : } N = 800 \ 000, N' = 400 \ 000$$

$$E = 85, V = 100$$

1

$$V' = \frac{N \times V + N' \times E}{N + N'}$$

$$V' = \frac{800 \times 100 + 400 \times 85}{800 + 400}$$

$$V' = 95 \text{ ومنه:}$$

### حق الأفضلية في الاكتتاب

$$DS = V - V'$$

$$DS = 100 - 95$$

$$DS = 5$$

### عدد الأسهم التي يمكن الاكتتاب فيها

0.5

بما أنَّ المساهم يملك 5410 سهم وأنَّه يريد استخدام نصف حقوقه (2705 حق). وبما أنَّ الاكتتاب يكون في 01 سهم جديد مقابل 2 قديمة، فيمكن للمساهم استخدام 2704 حق للاكتتاب في 1352 سهم جديد والتنازل على الحقوق الباقية (2706 حق).

### وضعيات المساهم قبل وبعد العملية

0.5

قبل الاصدار (قبل الرفع في رأس المال) :

$$= 100 \times 5410 \text{ دج}$$

1.5

بعد عملية الاصدار (بعد الرفع في رأس المال) :

642 390 دج	$95 \times (1352 + 5410)$
(114 920) دج	$85 \times 1352$
13 530 دج	$5 \times 2706$
541 000 دج	وضعية المساهم بعد الاصدار

من خلال النتائج المتوصل اليها نلاحظ أن وضعية المساهم لم تتغير قبل وبعد الرفع في رأس المال.

6 ن

### التمرين الثالث

#### 1. حساب المردودية الاقتصادية

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{النتيجة الاقتصادية}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

$$\text{النتيجة الاقتصادية} = \text{النتيجة العادلة ق ض} + \text{أعباء الفوائد}$$

لكن في هذه الحالة نلاحظ مباشرةً أنَّ :

$$\text{النتيجة الاقتصادية} = \text{النتيجة العملياتية} \quad (\text{لأن الأعباء المالية هي نفسها أعباء الفوائد})$$

$$\text{النتيجة الاقتصادية} = 328 500$$

$$\text{الأصول الاقتصادية} = \text{الأموال الخاصة} + \text{اجمالي الديون}$$

$$\text{الأصول الاقتصادية} = 1 810 000 + 4 017 000$$

$$\text{الأصول الاقتصادية} = 6 227 000$$

$$\boxed{\text{المردودية الاقتصادية قبل الضريبة} = 65.27\%}$$

$$\boxed{\text{المردودية الاقتصادية بعد الضريبة} = 63.95\%}$$

### حساب المردودية المالية

ط1) باستخدام صيغة الرفع المالي

1.5

$$r_f = [ r_e + ( r_e - i ) \frac{D}{CP} ]( 1 - t )$$

$$r_f = [ 5.27\% + ( 5.27\% - 5\% ) \frac{1810}{4017} ]( 0.75 )$$

$$r_f = 4.04\%$$

0.5

يستخرج معدل الفائدة من العلاقة:

مبلغ الفائدة = أعباء الفوائد / إجمالي

الديون

معدل الفائدة = 5%

1

باعتبار أن المردودية الاقتصادية هنا أكبر من معدل الفائدة، نستطيع القول أن هناك أثر إيجابي للرفع المالي. وبالتالي فكل زيادة في حجم الديون ستعمل على تحسين المردودية المالية.

انتهى