



يوم : 2026/01/17

امتحان الدورة العادية في مقياس الادارة المالية المتقدمة

التمرين الأول: (06 نقاط)

حدد الإجابات الصحيحة في الأسئلة الآتية مع التوضيح (قد يحتمل السؤال الواحد أكثر من إجابة صحيحة)

1. وفق ميلر ومودغلياني، وفي ظل غياب الضريبة، فإن:	2. يمكن القول أن تكلفة الأموال الخاصة:
أ. الهيكل المالي ليس له أي تأثير في قيمة المؤسسة.	أ. هو المعدل الخصم المستخدم عند حساب VAN.
ب. المردودية المالية مساوية للمردودية الاقتصادية.	ب. هو معدل العائد المنتظر من طرف المساهمين.
ج. تكلفة الأموال الخاصة تكون ثابتة.	ج. تكون دوما أعلى من تكلفة الديون.
د. الاجابات الثلاثة السابقة كلها صحيحة.	د. الاجابات الثلاثة السابقة كلها خاطئة.

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

مما سبق هل يمكن تأكيد الآتي:

أ. قيمة الديون تساوي 852,7

ب. يمكن للمؤسسة أن تتوسع أكثر في الاستدانة.

ج. التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تبلغ 15 %

د. الاجابات الثلاثة السابقة كلها صحيحة.

التمرين الثاني: (14 نقطة)

إذا كانت تركيبة رأس مال شركة "سين" كالآتي:

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

- 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.
1. أحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال شركة "سين".

2. إذا 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 استنتج قيمة حق الأفضلية في الاكتتاب.
- ب. كونك مستثمرا تمتلك في محفظتك 5 400 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 وضعيتك المالية قبل وبعد الزيادة في رأس المال؟

التمرين الثالث: (14 نقطة)

اليك الحسابات الاجتماعية لشركة النور للدورة N (الملحق 01)

المطلوب

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

ملاحظة

* يكون التقريب إلى الرقم الثاني بعد الفاصلة
* معدل الضريبة 25%

بالتوفيق

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
780 800	القيمة المضافة
237 600	أعباء المستخدمين
543 200	اجمالي فائض الاستغلال
128 900	أعباء عملياتية أخرى
100 800	مخصصات الاهتلاك والمؤونات
313 500	النتيجة العملياتية
90 500	الأعباء المالية (كلها أعباء فوائد)
223 000	النتيجة قبل الضريبة
55 700	الضريبة على الأرباح
167 300	النتيجة الصافية

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

الإجابة النموذجية لامتحان الدورة العادية في مقياس الادارة المالية المتقدمة

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

2	<table><tr><th>مصدر التمويل</th><th>المبلغ</th><th>تكلفة المصدر</th><th>وزن المصدر</th></tr><tr><td>الديون</td><td>5 500 000</td><td>8%</td><td>36.67%</td></tr><tr><td>أسهم عادية</td><td>8 000 000</td><td>10.18%</td><td>53.33%</td></tr><tr><td>أسهم ممتازة</td><td>1 500 000</td><td>11.66%</td><td>10%</td></tr></table>	مصدر التمويل	المبلغ	تكلفة المصدر	وزن المصدر	الديون	5 500 000	8%	36.67%	أسهم عادية	8 000 000	10.18%	53.33%	أسهم ممتازة	1 500 000	11.66%	10%
	مصدر التمويل	المبلغ	تكلفة المصدر	وزن المصدر													
	الديون	5 500 000	8%	36.67%													
	أسهم عادية	8 000 000	10.18%	53.33%													
	أسهم ممتازة	1 500 000	11.66%	10%													
$Wacc = r_e \times w_e + r_p \times w_p + r_d (1 - T) \times w_d$																	
$Wacc = 10.18 \times 53.33 + 11.66 \times 0.10 + 8 (1 - 0.25) \times 0.25$																	
$Wacc = 8.80\%$																	
1	<p>2. <u>عملية الزيادة في رأس المال</u></p> <p><u>سعر السهم بعد الزيادة</u></p> <p>لدينا : $N = 800\ 000$ ، $N' = 400\ 000$</p> <p>$E = 85$ ، $V = 100$</p> $V' = \frac{N \times V + N' \times E}{N + N'}$ $V' = \frac{800 \times 100 + 400 \times 85}{800 + 400}$ <p>ومنه: $V' = 95$</p>																
0.5	<p><u>حق الأفضلية في الاكتتاب</u></p> $DS = V - V'$ $DS = 100 - 95$ $DS = 5$																
1	<p><u>عدد الأسهم التي يمكن الاكتتاب فيها</u></p> <p>بما أنّ المساهم يملك 5410 سهم وأنه يريد استخدام نصف حقوقه (2705 حق). وبما أنّ 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).</p>																

0.5

- قبل الاصدار (قبل الرفع في رأس المال) :

$$5410 \times 100 = 541\,000 \text{ دج}$$

- بعد عملية الاصدار (بعد الرفع في رأس المال):

1.5

642 390 دج	$95 \times (1\,352 + 5\,410)$
(114 920 دج)	$85 \times 1\,352$
13 530 دج	$5 \times 2\,706$
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

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

النتيجة الاقتصادية = النتيجة العادية ق ض + أعباء الفوائد

لكن في هذه الحالة نلاحظ مباشرة أن:

النتيجة الاقتصادية = النتيجة العملية (لأن الأعباء المالية هي نفسها أعباء الفوائد)

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

الأصول الاقتصادية = الأموال الخاصة + اجمالي الديون

0.5

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

1

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

0.5

$$\text{المردودية الاقتصادية قبل الضريبة} = 5.27\%$$

$$\text{المردودية الاقتصادية بعد الضريبة} = 3.95\%$$

حساب المردودية المالية

ط1) باستخدام صيغة الرفع المالي

1.5

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

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

$$r_f = 4.04\%$$

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