

## امتحان الدورة العادلة في مقياس تقييم المؤسسات

### التمرين الأول: (13.00 نقطة)

في إطار سياسة التوسيع الاستراتيجي، تخطط الشركة (YZ) إلى الاندماج مع الشركة (XBI)، وقد تتوفر لدى المقيم المالي المعطيات التالية الخاصة بالشركة المندمجة:

الخصوم (المبلغ: ون)	الأصول (المبلغ: ون)
6 300 000	رأس المال
700 000	احتياطات
-300 000	ترحيل من جديد
900 000	نتيجة الدورة
900 000	مخصصات الأخطار والأعباء
3 030 000	ديون مالية
1 100 000	ديون الاستغلال
<b>12 630 000</b>	<b>المجموع</b>
	<b>12 630 000</b>

معلومات إضافية:

1- الأصول الملموسة كلها ضرورية للاستغلال، كما هو موضح في الجدول المواري:

خارج الاستغلال (المبلغ: ون)	الاستغلال (المبلغ: ون)	الأصول الملموسة
-	4 500 000	القيمة المحاسبية الصافية
-	4 800 000	القيمة الاستخدامية
-	5 000 000	القيمة السوقية

2- بعد إعادة تقييم أصول الشركة والتزاماتها تبين ما يلي:

- ما قيمته 320 000 ون هي أصول ضريبية مؤجلة، و 220 000 ون هي خصوم ضريبية مؤجلة (كلها تتعلق بالاستغلال).

- صدر حكم قضائي نهائى لفائدة الشركة في الدعوى القضائية المرفوعة ضدها من طرف جمعية حماية المستهلك، وقد كانت قيمة المخصص المكون للدعوى القضائية هي 500 000 ون، وعليه المخصص أصبح غير مبرر.

- انخفضت القيمة السوقية للمخزونات بـ 6% مقارنة بقيمتها المحاسبية الصافية.

- ارتفعت القيمة السوقية للأصول المالية بـ 3% مقارنة بقيمتها المحاسبية الصافية.

3- معدل الفائدة على السندات الحكومية 3%， متوسط سعر الفائدة على القروض 6.1%， متوسط سعر الفائدة على الديون التجارية 2%， معدل العائد المطلوب على الأصول 3.5%， معامل الخطر 1.2، العائد المتوقع في السوق 5%.

**المطلوب:**

- أحسب قيمة الشركة (XBI) بطريقة صافي الأصول المالي المصحح، إذا علمت أن الأصول غير الملموسة تتضمن 100 000 ون أصول وهيئه. 2 نقطة
- قيم الشركة بطريقة الشهرة على أساس CPNE و ANCC علماً أن صافي النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة على أساس طريقي التقييم السابقتين كانت: 805 000 ون و 520 000 ون على التوالي، وأن مخصصات الأخطار والأعباء تتعلق بالاستغلال، وأن معدل الضريبة المطبق 33,33٪.
- قدر قيمة سهم الشركة (XBI) وفقاً لطرق الشهرة السابقة، إذا علمت أن عدد أسهمها 2 000 000 سهم.
- إذا علمت أن القيمة السوقية لسهم الشركة (XBI) كان 4,9 ون، بماذا تتصح الشركة (YZ) فيما يخص قرار الاندماج.

**التمرين الثاني: (50.50 نقطة)**

نفترض أن الشركة (BMA) ستخضع للتقييم من طرف المقيم، وقد تتوفر لديه المعلومات التالية:

الوحدة: 10<sup>5</sup> ون

N+7	N+6	N+5	N+4	N+3	N+2	N+1	N	السنة
320	300	290	300	300	270	320	290	التدفق النقدي الحر المتوقع

الديون المالية تشكل 50% من إجمالي مصادر التمويل تكلفتها 6.1% (باقي مصادر التمويل عبارة عن أموال خاصة).  
معدل الفائدة الممنوح على السندات الحكومية = 3%， حساسية عائد سهم الشركة (BMA) تجاه التغيرات في عائد السوق = 1.08، العائد المتوقع في السوق = 4.6%， معدل الضرائب المطبق = 33.33%， معدل النمو المتوقع 1.1%.

**المطلوب:**

- أحسب قيمة الشركة (BMA) باستخدام طريقة التدفق النقدي المخصوم (DCF).
- أحسب قيمة حقوق الملكية إذا علمت أن صافي دين الشركة هو:  $7.80 \times 10^5$  ون
- أحسب قيمة السهم الواحد للشركة إذا علمت أن عدد أسهم الشركة 20 مليون سهم.

**السؤال النظري: (50.01 نقطة)**

وضح الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية والقيمة العادلة.

**بالتوفيق ...**

### الإجابة النموذجية لامتحان الدورة العادلة في مقياس تقييم المؤسسات

حل التمرين الأول: (13.00 نقطة)

(02.00 نقطة)

1- حساب صافي الأصول المحاسبي المصحح:

$\Delta ANC = \text{الأصول الحقيقة} - \text{الديون} - \text{خصصات الأخطار}$ .

$$\text{الأصول الحقيقة} = \text{إجمالي الأصول} (12630000) - \text{الأصول الوهمية} (100000) = 12530000$$

$$900000 - 1100000 - 3030000 - 12530000 = ANC$$

(01.00 نقطة)

$7500000 =$

$$B/ANCC = \text{صافي الأصول المحاسبي} + \text{فوائض أو نواقص القيمة للأصول} + \text{خصصات غير المبررة (الزيادة في حقوق الملكية)} + \text{أصول ضريبية مؤجلة} - \text{التزامات ضريبية مؤجلة} + \text{إيجار تمويلي}$$

$$500000 + 7500000 + 554000 + 30000 = ANCC$$

$$500000 + 7500000 + 554000 + 30000 - 220000 = 8624000 = \text{خصوم ضريبية مؤجلة}$$

(01.00 نقطة)

$8624000 =$

2- حساب قيمة الشركة بطريقة الشهرة:

2-1 على أساس ANCC : (03.50 نقطة)

$$GW = R * \frac{1 - (1+k)^{-n}}{k}$$

$$R_{ANCC} = B_{ANCC} - r * A_{ANCC}$$

$$R_{ANCC} = 805000 - 3.5\% (8624000)$$

$R_{ANCC} = 503160$  (01.00 نقطة)

$$GW_{ANCC} = 503160 * \frac{1 - (1+k)^{-5}}{k}$$

$$k = R_i = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta$$

$$R_i = 0.03 + [0.05 - 0.03] * 1.2$$

$$R_i = 5.40\% \quad (01.00 \text{ نقطة})$$

$$GW_{ANCC} = 503160 * \frac{1 - (1+0.054)^{-5}}{0.054}$$

$$GW_{ANCC} = 2154541.21 \quad (01.00 \text{ نقطة})$$

$$\text{وعليه: } (VE_{ANCC}) = 2154541.21 + 8624000 = 10778541.21 \quad (0.50 \text{ نقطة})$$

2-2 على أساس CPNE : 05.50 نقطة

حساب CPNE (02.00 نقطة)

حساب (ANCC) من CPNE	حساب (VSB) من CPNE	حساب (CPNE) من الميزانية
$8 624 000 = ANCC$		= أصول الاستغلال المعاد تقييمها
- الأصول خـ المـعـاد تـقـيـيمـهـا = 0	= الـقيـمةـ الجـوـهـرـيـةـ الإـجـمـالـيـةـ = 13 054 000	$1 + 5 000 000 + 2 900 000$
+ خـ ضـ مـ (خـارـجـ الاستـغـلالـ) = 0	- دـيـونـ الاستـغـلالـ = 5 100 000	$+ 1 470 000 + 854 000$
+ دـيـونـ مـالـيـةـ = 3 030 000	+ أـضـ مـ = 320 000	$680 000 + 1 150 000$
+ دـيـونـ خـارـجـ الاستـغـلالـ = 0	- خـ ضـ مـ (الـاستـغـلالـ) = 220 000	$- دـيـونـ الاستـغـلالـ = 5 100 000$
+ الإـضـافـاتـ الجـوـهـرـيـةـ = 0		$+ أـضـ مـ = 320 000$
		$- خـ ضـ مـ (الـاستـغـلالـ) = 220 000$
$11 654 000 =$	$11 654 000 =$	$11 654 000 =$

$$R_{CPNE} = 1 520 000 - 3.5\% (11 654 000)$$

$$R_{CPNE} = 1 112 110 \quad \text{نقطة 01.00}$$

$$GW_{CPNE} = 1 112 110 * \frac{1 - (1+k)^{-5}}{k}$$

$$k = WACC = \left( \frac{5.40\% * 8 624 000}{11 654 000} + \frac{6.1\% * 3 030 000 * (1 - 0.333)}{11 654 000} \right)$$

$$k = 5.05\% \quad \text{نقطة 01.00}$$

$$GW_{CPNE} = 1 112 110 * \frac{1 - (1+0.0505)^{-5}}{0.0505}$$

$$GW_{CPNE} = 4 807 763.44 \quad \text{نقطة 01.00}$$

وعليه:  $4 807 763.44 + 8 624 000 = (VE_{CPNE})$  ون (0.50 نقطة)

3- حساب قيمة شهم الشركة (XBI) (01.00 نقطة)

$$5.39 = \frac{10 778 541.21}{20 000 000} = (ANCC)$$

$$6.61 = \frac{13 431 763.44}{20 000 000} = (CPNE)$$

4- اتخاذ القرار: (01.00 نقطة)

تظهر النتائج أن القيمة الحقيقية لسهم الشركة (XBI) وفق طريقة الشهرة على أساس CPNE و ANCC كانت 5.39 ون و 6.61 ون على التوالي وهي أعلى من قيمته في السوق (4.9 ون)، وبالتالي سهم الشركة (XBI) مُقوم بأقل من قيمته الحقيقية (Undervalued) في السوق، وعليه ينصح الشركة الداجنة بالمضي قدما في عملية الاندماج، لأن التقييم بطريقة الشهرة يُظهر وجود قيمة كامنة يمكن استغلالها بعد الاندماج، مما يجعل العملية مجده من الناحية الاقتصادية.

إجابة التمرين الثاني: (05.50 نقطة)

1- حساب قيمة الشركة (BMA):

$$\sum_{t=1}^n \frac{E(CF)_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Continuing Value}_n}{(1+r)^n} = \frac{E(CF)_n * (1+g)}{(r - g)} = \text{القيمة المستمرة}$$

أ- حساب معدل الخصم (k):

– تكلفة حقوق الملكية: (00.75)

$$R_i = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta$$

$$R_i = 0.03 + [0.046 - 0.03] * 1.08$$

$$R_i = 4.73\%$$

– المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال: (00.75)

$$k = 0.0473 * 0.5 + 0.061 * 0.5 * \left(\frac{2}{3}\right) = 4.40\%$$

ب- حساب التدفقات النقدية الحرة المخصومة: (01.00)

N+7	N+6	N+5	N+4	N+3	N+2	N+1	N	السنة
320	300	290	300	300	270	320	290	التدفق ن ح
226.75	221.93	223.97	241.89	252.53	237.28	293.60	277.78	ت ن ح المخصوم
1 975.73								$\sum_{t=1}^n \frac{E(CF)_t}{(1+r)^t}$

ج- حساب القيمة المستمرة المخصومة: (01.00)

$$\frac{320 * (1+0.011)}{(0.044 - 0.011)} = 9 811.56 = \text{القيمة المستمرة}$$

$$\frac{9 811.56}{(1+0.044)^8} = \text{القيمة المستمرة المخصومة}$$

$$6 946.77 = \text{القيمة المستمرة المخصومة}$$

قيمة الشركة (BMA) =  $10 \times 8 922.51 = 6 946.77 + 975.73$  ون (00.50)

2- حساب قيمة حقوق الملكية: (01.00)

قيمة حقوق الملكية = قيمة الشركة – صافي الدين

$$5 10 \times 7.8 - 5 10 \times 8 922.51 = \text{قيمة حقوق الملكية}$$

$$5 10 \times 8 914.71 = \text{قيمة حقوق الملكية}$$

3- حساب قيمة السهم الواحد: (00.50)

$$\text{قيمة السهم الواحد} = \frac{8 914.71 \times 10^5}{2 \times 10^6} = 44.57 \text{ ون}$$

## إجابة السؤال النظري: (01.50 نقطة)

- القيمة الدفترية أو المحاسبية: هي القيمة التي تظهر بها الأصول والخصوم في قائمة المركز المالي، والمسجلة وفقاً للمبادئ والمعايير المحاسبية المعتمدة، وعلى رأسها مبدأ التكلفة التاريخية، وهي تمثل تقريراً إجمالي القيمة التي سيحصل عليها المساهمون في حال ما تم تصفية الشركة.

- القيمة السوقية: هو المصطلح المستخدم لوصف قيمة أحد الأصول أو الشركات في السوق وفقاً للمشاركين في السوق والتي يتم حسابها بضرب عدد أسهمها المتداولة في السعر الحالي للسهم بالسوق، كما يمكن تعريفها بأنها السعر الذي قد يتحققه أحد الأصول في السوق استناداً إلى السعر الذي يرغب المشترون في دفعه والبائعون في قبولي.

- القيمة العادلة: تشير إلى السعر الذي يمكن أن يتم به تبادل أصل أو التزام بين طرفين على دراية كاملة وبشروط عادلة، تُستخدم هذه القيمة في العديد من السياقات مثل المحاسبة، وتداول العقود الآجلة، والاستثمار في الأسهم، ومن أجل تحقق القيمة العادلة لأصل أو التزام يجب أن تتوفر العناصر التالية:

- ✓ وجود سوق نشط يمكن فيه تداول الأصول أو الالتزامات.
- ✓ توفر المعلومات حول الأصل أو الالتزام محل التبادل مما يعزز من الشفافية.
- ✓ التبادل بحرية وذلك بدون ضغوط خارجية أو قيود تمنع الأطراف من اتخاذ القرارات.