



## امتحان الدورة العادية في مقياس تقييم المؤسسات

## التمرين الأول: (13.00 نقطة)

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

الأصول (المبلغ: ون)		الخصوم (المبلغ: ون)	
3 000 000	الأصول غير الملموسة	6 300 000	رأس المال
4 500 000	الأصول الملموسة	700 000	احتياطات
1 800 000	الأصول المالية	-300 000	ترحيل من جديد
		900 000	نتيجة الدورة
1 500 000	المخزونات	900 000	مخصصات الأخطار والأعباء
1 150 000	عملاء	3 030 000	ديون مالية
680 000	النقدية	1 100 000	ديون الاستغلال
12 630 000	المجموع	12 630 000	المجموع

## معلومات إضافية:

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

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

2- بعد إعادة تقدير قيمة أصول الشركة والتزاماتها تبين ما يلي:

- ما قيمته 320 000 ون هي أصول ضريبية مؤجلة، و220 000 ون هي خصوم ضريبية مؤجلة (كلها تتعلق بالاستغلال).

- صدر حكم قضائي نهائي 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 2% 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:

1. أحسب قيمة الشركة (XBI) بطريقة صافي الأصول المحاسبي المصحح، إذا علمت أن الأصول غير الملموسة تتضمن 100 000 ون أصول وهمية. 2 نقطة
2. قيم الشركة بطريقة الشهرة على أساس ANCC و CPNE علما أن صافي النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة على أساس طريقتي التقييم السابقتين كانت: 805 000 ون و 1 520 000 ون على التوالي، وأن مخصصات الأخطار والأعباء تتعلق بالاستغلال، وأن معدل الضريبة المطبق 33,33%.
3. قدر قيمة سهم الشركة (XBI) وفقا لطرق الشهرة السابقة، إذا علمت أن عدد أسهمها 2 000 000 سهم.
4. إذا علمت أن القيمة السوقية لسهم الشركة (XBI) كان 4,9 ون، بماذا تنصح الشركة (YZ) فيما يخص قرار الاندماج.

### التمرين الثاني: (05.50 نقطة)

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

الوحدة: 10<sup>5</sup> ون

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

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:

1. أحسب قيمة الشركة (BMA) باستخدام طريقة التدفق النقدي المخصوم (DCF).
2. أحسب قيمة حقوق الملكية إذا علمت أن صافي دين الشركة هو: 7.80 × 10<sup>5</sup> ون
3. أحسب قيمة السهم الواحد للشركة إذا علمت أن عدد أسهم الشركة 20 مليون سهم.

### السؤال النظري: (01.50 نقطة)

وضح الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية والقيمة العادلة.

بالتوفيق...



## الإجابة النموذجية لامتحان الدورة العادية في مقياس تقييم المؤسسات

حل التمرين الأول: (13.00 نقطة)

(02.00 نقطة)

1- حساب صافي الأصول المحاسبي المصحح:

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

الأصول الحقيقية = إجمالي الأصول (12 630 000) - الأصول الوهمية (100 000) = 12 530 000.

 $ANC = 12\,530\,000 - 3\,030\,000 - 1\,100\,000 - 900\,000 =$ 

(01.00 نقطة)

7 500 000 =

ب/  $ANCC = \text{صافي الأصول المحاسبي} + / - \text{فوائض أو نواقص القيمة للأصول} + \text{المخصصات غير المبررة (الزيادة في حقوق}$ 

الملكية) + أصول ضريبية مؤجلة - التزامات ضريبية مؤجلة + ايجار تمويلي

 $ANCC = 7\,500\,000 + 554\,000 - (\text{فوائض القيم}) - 30\,000 - (\text{نواقص القيم}) + 500\,000 =$ 

الملكية) + 320 000 (أصول ضريبية مؤجلة) - 220 000 (خصوم ضريبية مؤجلة)

(01.00 نقطة)

8 624 000 =

2- حساب قيمة الشركة بطريقة الشهرة:

(03.50 نقطة)

1-2 على أساس  $ANCC$ :

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

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

$$R_{ANCC} = 8\,624\,000 - 3.5\% (8\,624\,000)$$

$$R_{ANCC} = 503\,160$$

(01.00 نقطة)

$$GW_{ANCC} = 503\,160 * \frac{1-(1+k)^{-5}}{k}$$

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

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

$$R_i = 5.40\%$$

(01.00 نقطة)

$$GW_{ANCC} = 503\,160 * \frac{1-(1+0.054)^{-5}}{0.054}$$

$$GW_{ANCC} = 2\,154\,541.21$$

(01.00 نقطة)

وعليه:  $(VE_{ANCC}) = 8\,624\,000 + 2\,154\,541.21 = 10\,778\,541.21$  ون (0.50 نقطة)

2-2 على أساس CPNE : (05.50 نقطة)

حساب CPNE (02.00 نقطة)

حساب (CPNE) من (ANCC)	حساب (CPNE) من (VSB)	حساب (CPNE) من الميزانية
$8\,624\,000 = ANCC$ $-$ الأصول خ إ المعاد تقييمها $= 0$ $+$ خ ض م (خارج الاستغلال) $= 0$ $+$ ديون مالية $= 3\,030\,000$ $+$ ديون خارج الاستغلال $= 0$ $+$ الإضافات الجوهرية $= 0$	$=$ القيمة الجوهرية الإجمالية $= 13\,054\,000$ $-$ ديون الاستغلال $= 5\,100\,000$ $+$ أ ض م $= 320\,000$ $-$ خ ض م (الاستغلال) $= 220\,000$	$=$ أصول الاستغلال المعاد تقييمها $1 + 5\,000\,000 + 2\,900\,000$ $+ 1\,470\,000 + 854\,000$ $680\,000 + 1\,150\,000$ $-$ ديون الاستغلال $= 5\,100\,000$ $+$ أ ض م $= 320\,000$ $-$ خ ض م (الاستغلال) $= 220\,000$
$11\,654\,000 =$	$11\,654\,000 =$	$11\,654\,000 =$

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

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

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

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

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

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

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

وعليه:  $(VE_{CPNE}) = 4\,807\,763.44 + 8\,624\,000 = 13\,431\,763.44$  ون (0.50 نقطة)

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

$$5.39 = \frac{10\,778\,541.21}{20\,000\,000} = (ANCC) \text{ قيمة سهم الشركة}$$

$$6.61 = \frac{13\,431\,763.44}{20\,000\,000} = (CPNE) \text{ قيمة سهم الشركة}$$

4- اتخاذ القرار: (01.00 نقطة)

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

إجابة التمرين الثاني: (05.50 نقطة)

1- حساب قيمة الشركة (BMA):

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

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

أ- حساب معدل الخصم (k):

(00.75 نقطة)

ب- تكلفة حقوق الملكية:

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

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

$$R_i = 4.73\%$$

(00.75 نقطة)

ج- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:

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

(01.00 نقطة)

ب- حساب التدفقات النقدية الحرة المخصصة:

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

(01.00 نقطة)

ج- حساب القيمة المستمرة المخصصة:

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

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

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

(00.50 نقطة)

$$\text{قيمة الشركة (BMA)} = 1 975.73 + 6 946.77 = 8 922.51 \text{ ون}^5$$

(01.00 نقطة)

2- حساب قيمة حقوق الملكية:

$$\text{قيمة حقوق الملكية} = \text{قيمة الشركة} - \text{صافي الدين}$$

$$\text{قيمة حقوق الملكية} = 8 922.51 \text{ ون}^5 - 7.8 \text{ ون}^5 = 8 914.71 \text{ ون}^5$$

$$\text{قيمة حقوق الملكية} = 8 914.71 \text{ ون}^5$$

(00.50 نقطة)

3- حساب قيمة السهم الواحد:

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

### إجابة السؤال النظري: (01.50 نقطة)

- القيمة الدفترية أو المحاسبية: هي القيمة التي تظهر بها الأصول والخصوم في قائمة المركز المالي، والمسجلة وفقا للمبادئ والمعايير المحاسبية المعتمدة، وعلى رأسها مبدأ التكلفة التاريخية، وهي تمثل تقريبا 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 وفقا للمشاركين في السوق والتي يتم حسابها بضرب عدد أسهمها المتداولة في السعر الحالي للسهم بالسوق، كما يمكن تعريفها بأنها السعر الذي قد يحققه أحد الأصول في السوق استنادا إلى السعر الذي يرغب المشترون في دفعه والبائعون في قبوله.

- 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 يُمكن 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.