امتحان الدورة العادية في مقياس تقييم المؤسسات

التمرين الأول: (11.00 نقطة)

لتكن لديك الميزانية العمومية (قبل تخصيص النتيجة) للشركة (XY) كما يلي:

الأصول	المبلغ (ون)	الخصوم	المبلغ (ون)
الأصول المعنوية	1 400 000	رأس المال	4 000 000
الأصول المالية	800 000	احتياطات قانونية	200 000
الأصول العينية [1]	5 000 000	ترحيل من جديد	200 000
المخزونات	1 000 000	نتيجة الدورة	1 200 000
ذمم الاستغلال	1 500 000	مخصصات الأخطار والأعباء	1 000 000
النقدية وما يعادلها	200 000	ديون مالية	3 300 000
∑	9 900 000	∑	9 900 000

معلومات إضافية:

- قررت الجمعية العامة للمساهمين توزيعات أرباح بمقدار 0.7 ون لكـل سهم.
- [1] كل الأصول العينية ضرورية للاستغلال. كما كشفت عملية إعادة تقييم الأصول العينية أن قيمتيها السوقية والاستعمالية كانت 000 000 5 ون و000 300 5 ون على التوالي.
- مبلغ قدره 000 350 من مخصصات الأخطار والأعباء أصبح بدون مبرر.
- أظهر التقييم أن القيمة القابلة للتحقق للمخزونات هي 000 190 1 ون، وأن ما قيمته 000 90 ون من المخزونات تعد مخزون تالف.
- تعرضت الشركة لدعوى قضائية جديدة، وقد قدر محامي الشركة أنه من المحتمل أن تدفع الشركة ما قيمته 000 300 ون كتعويضات ومصاريف قضائية.
- العائد على السندات الحكومية 3%، معدل المخاطر النظامية 1.3، معدل العائد المتوقع في السوق 4.2%.
- تكلفة الاقتراض (بعد الضريبة) 4.6%. - معدل العائد المطلوب على الأصول 3.5%.

المطلوب:

1. أحسب صافي الأصول المحاسبي المصحح للشركة (XY).
2. أحسب قيمة حقوق الملكية بطريقة الشهرة على أساس ANCC وVSB، بافتراض أن صافي النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة على أساس طرق التقييم هذه كانت 000 820 ون و000 975 ون على التوالي.
3. أحسب قيمة السهم وفق طرق التقييم السابقة، علما أن عدد أسهم الشركة هو 1 مليون سهم.

4. نفترض أن الشركة (BMAR) قدمت عرض شراء أسهم لمساهمي الشركة (XY) بسعر 9.45 ون للسهم الواحد علما أن السعر السوقي لسهم الشركة هو 9.25 ون، ناقش مدى ملاءمة قبول المساهمين لعرض الشراء في ظل وجود توقعات قوية بتحسن أرباح الشركة (XY) مستقبلا.

التمرين الثاني: (07.00 نقطة)

يريد مستثمر تقييم الشركة (BME) لاتخاذ قرار شراء أسهم بها، ونفترض أنه توفرت لديه المعلومات التالية (الوحدة: 10^6 ون):

السنة	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
التدفق النقدي الحر المتوقع	200	202	210	200	206	195

نسبة حقوق الملكية إلى ∑ التمويل 50% وتكلفتها 5.66%. نسبة الديون المالية هي 50% وتكلفتها 7%. معدل الضريبة المطبق = 33.33%، معدل النمو المتوقع = 2%، صافي الدين = 200 5 ×10^6 ون، عدد أسهم الشركة = 50 مليون سهم.

المطلوب:

- أحسب قيمة الشركة (BME) وقيمة السهم باستخدام طريقة التدفق النقدي الحر المخصوم (DCF).
- نفترض أن توزيعات الأرباح المتوقعة لسهم الشركة للفترة هو 0.6 ون، حدد قيمة السهم باستخدام نموذج إيرفين فيشر.
- بماذا تنصح المستثمر إذا علمت أن السعر السوقي لسهم الشركة هو 9 ون.

السؤال النظري: (02.00 نقطة)

ناقش باختصار مدى صحة القول بأنه: " لا توجد طريقة مثالية بشكل مطلق لتقييم المؤسسات ".

كل التوفيق .....

الإجابة النموذجية لامتحان الدورة العادية في مقياس تقييم المؤسسات

حل التمرين الأول: (11.00 نقطة)

1- حساب صافي الأصول المحاسبي المصحح:

أ/ ANC = الأصول الحقيقية – الديون – مخصصات الأخطار.

ANC = 9 900 000 – 3 300 000 – 1 000 000 – 700 000

= 4 900 000 ون **(01.00 نقطة)**

ب/ ANCC = صافي الأصول المحاسبي +/- فوائض أو نواقص القيمة للأصول +/- المخصصات غير المبررة/المخصصات الإضافية + أصول ضريبية مؤجلة – خصوم ضريبية مؤجلة

ANCC = 4 900 000 + 400 000 (فوائض القيم) + 350 000 (الزيادة في حقوق الملكية) – 300 000 (مخصصات إضافية)

ANCC = 5 350 000 ون **(01.00 نقطة)**

2- حساب قيمة حقوق الملكية بطريقة الشهرة:

2-1 على أساس ANCC:

قيمة حقوق الملاك = ص أ م م + القيمة الحالية لعوائد الشهرة (وفق ANCC)

$$VA(RG)_{ANCC} = RG_{ANCC} \times \frac{1-(1+k)^{-n}}{k} \; ; \quad n = 5 \qquad RG_{ANCC} = B_{ANCC} - r \times A_{ANCC}$$

$RG_{ANCC} = 820\,000 - 0.035 \times (5\,350\,000)$; $RG_{ANCC} = 632\,750$ **(00.75 نقطة)**

$R_e = 0.03 + [\,0.042 - 0.03] \times 1.3$; $R_e = 4.56\%$ **(00.75 نقطة)**

$$VA(RG)_{ANCC} = 550\,500 \times \frac{1-(1+0.0456)^{-5}}{0.0456} \; ; \quad VA(RG)_{ANCC} = 2\,773\,120$$ **(00.75 نقطة)**

وعليه: (VE_{ANCC}) = 5 350 000 + 2 773 120 = 8 123 120 ون **(0.50 نقطة)**

2-2 على أساس VSB:

قيمة حقوق الملاك = ص أ م م + القيمة الحالية لعوائد الشهرة (وفق VSB)

$$VA(RG)_{VSB} = RG_{VSB} \times \frac{1-(1+k)^{-n}}{k} \; ; \quad n = 5 \qquad RG_{VSB} = B_{VSB} - r \times A_{VSB}$$

$RG_{VSB} = 975\,000 - 0.035 \times (10\,300\,000)$; $RG_{VSB} = 614\,500$ **(01.50 نقطة)**

$$k = \left(\frac{4.56\% * 5\,350\,000}{8\,650\,000} + \frac{4.6\% * 3\,300\,000}{8\,650\,000}\right) \; ; \quad k = 4.58\%$$ **(01.00 نقطة)**

$VA(RG)_{VSB} = 614\,500 \times \frac{1-(1+0.0458)^{-5}}{0.0458}$; $VA(RG)_{VSB} = 2\,691\,992$ **(00.75 نقطة)**

وعليه: $(VE_{VSB}) = 5\,350\,000 + 2\,691\,992 = 8\,041\,992$ ون **(0.50 نقطة)**

3- حساب قيمة السهم:

قيمة السهم$_{ANCC} = \frac{5\,350\,000}{1\,000\,000} = 5.35$ ون **(0.50 نقطة)**

قيمة السهم (طريقة الشهرة)$_{ANCC} = \frac{8\,123\,120}{1\,000\,000} = 8.12$ ون **(0.50 نقطة)**

قيمة السهم (طريقة الشهرة)$_{VSB} = \frac{8\,041\,992}{1\,000\,000} = 8.04$ ون **(0.50 نقطة)**

4- اتخاذ القرار (01.00 نقطة)

يمكن القول إن عرض الشراء المقدم من الشركة (BMAR) يبدو مقبولا من منظور القيم الحالية لسهم الشركة (XY) وكذلك السعر السوقي، إلا أن وجود توقعات قوية بتحسن أرباح الشركة مستقبلا من المحتمل أن يجعل قبول العرض بعيد التحقق، خاصة في ظل وجود توقعات قوية بتحسن أرباح الشركة مستقبلا، لذلك فإن القرار يعتمد على:

- درجة ثقة المساهمين في النمو المستقبلي.
- مدى رغبتهم في الحصول على عائد فوري مقابل انتظار مكاسب مستقبلية محتملة.

حل التمرين الثاني: (07.00 نقطة)

1- حساب قيمة الشركة (BME):

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

أ- حساب معدل الخصم (k): **(00.75 نقطة)**

معدل الخصم = المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:

$k = (0.0566 \times 0.5) + (0.07 \times 0.5 \times (\frac{2}{3})) = 5.16\%$

ب- حساب التدفقات النقدية الحرة المخصومة: **(01.50 نقطة)**

السنة	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
التدفق ن ح	200	202	210	200	206	195
ت ن ح المخصوم	190.18	182.65	180.56	163.52	160.16	144.16
$\sum_{t=1}^{n} \frac{E(CF)_t}{(1+r)^t}$	1 021.23					

ج- حساب القيمة المستمرة المخصومة: **(00.75 نقطة)**

القيمة المستمرة $= \frac{195 * (1+0.02)}{(0.0516-0.02)} = 6\,287.67$

القيمة المستمرة المخصومة $= \frac{6\,287.67}{(1+0.0516)^6} = 4\,648.40 \times 10^6$

قيمة الشركة $(BME) = 1\,021.23 + 4\,648.40 = 5\,669.64 \times 10^6$ ون **(00.50 نقطة)**

2- حساب قيمة السهم الواحد:

قيمة حقوق الملكية = قيمة الشركة – صافي الدين

قيمة حقوق الملكية = 5 669.64 – 5 200

قيمة حقوق الملكية = 469.64× 10^6 ون **(01.00 نقطة)**

- حساب قيمة السهم الواحد:

قيمة السهم الواحد = $\frac{469.64 \times 10^6}{50 \times 10^6}$ = 9.39 ون **(00.50 نقطة)**

3- حساب قيمة السهم باستخدام نموذج ايرفين فيشر:

يمكن تحديد قيمة السهم وفقا لنموذج (إيرفين فيشر) على النحو التالي:

قيمة السهم = $\frac{D}{k}$ ، قيمة السهم = $\frac{0.6}{0.566}$ = 11 ون **(01.00 نقطة)**

4- النصيحة المقدمة للمستثمر: **(01.00 نقطة)**

تشير نتائج التقييم إلى أن السعر السوقي للسهم أقل من قيمته المقدرة وفق كل من مقاربة التدفقات النقدية المخصومة ونموذج Irving Fisher، مما يدل على أن السهم مقوم بأقل من قيمته الحقيقية، وبالتالي يمكن اعتبار الاستثمار فيه فرصة مناسبة للمستثمرين، مع ضرورة أخذ المخاطر المرتبطة بالتقييم بعين الاعتبار.

إجابة السؤال النظري: **(02.00 نقطة)**

لا يمكن اعتبار أي مقاربة لتقييم المؤسسات مثالية بصورة مطلقة، نظرا لأن لكل مقاربة مزايا ومحددات خاصة بها، تختلف باختلاف طبيعة المؤسسة وهدف التقييم والظروف الاقتصادية المحيطة، مما يجعل اختيار طريقة التقييم المناسبة مرتبطا بدرجة كبيرة بمدى ملاءمتها لوضعية المؤسسة والمعطيات المتاحة.