

إجابات الإدارة المالية المتقدمة (P4)

يونيو 2026م

القسم أ:

السؤال الأول :

شركة كرري

(أ) بما أنه يتوفر أكثر من سعر لنسبة التضخم فإننا سنقوم بحساب التدفقات النقدية ونقوم بخصمها باستخدام السعر الخالي من التضخم.

تضريبات صافي القيمة الحالية:

Year	Year 0 (\$000)	Year 1 (\$000)	Year 2 (\$000)	Year 3 (\$000)	Year 4 (\$000)	Year 5 (\$000)	Year 6 (\$000)
Receipts							
Sales (5% increase)		3,675	5,402	6,159	6,977	6,790	
Payments:							
Material(10% Increase)		(589)	(908)	(1,198)	(1,537)	(1,449)	
Labour (10% Increase)		(1,177)	(1,815)	(2,396)	(3,075)	(2,899)	
O/heads (5% Increase)		(53)	(110)	(116)	(122)	(128)	
TAD (W 1)		(1,125)	(844)	(633)	(475)	(1,423)	
Taxable Profits		731	1,725	1,816	1,768	891	
Corporation Tax		0	(256)	(604)	(636)	(619)	(312)
Add Capital Allowance		1,125	844	633	475	1,423	
Non-Current Assets	(4,500)						
Working Capital (W 2)	(300)	(120)	(131)	(144)	(156)	-42	893
Net Cash Flow	(4,800)	1,736	2,182	1,701	1,451	1,653	581
Discount Rate (15%)	1	0.870	0.756	0.658	0.572	0.497	0.432
Present Values	(4,800)	1,510	1,650	1,119	830	822	251
NPV in US Dollars	1,382						

وبما أن صافي القيمة الحالية صار موجباً فإن ذلك يعني أن العائدات علي المشروع هي أكبر من تعويضات وتوقعات المستثمرين فيما يلي مستوى المخاطر المنتظمة.

:W 1

السنة	W.D.A	
1	1125	1125 - 4500
ولباقي السنوات	ضرب 0.75	
2	844	
3	633	
4	475	
5	1423	Balancing Figure
	4500	Check Line 0
التكلفة ناقصا الخردة	4500	

W 2 متطلبات رأس المال العامل:

السنة	0	1	2	3	4	5	6
بالقيمة الحقيقية	300	400	500	600	700	700	0
التضخم	1	1.05	1.05 ²	1.05 ³	1.05 ⁴	1.05 ⁵	
بالقيمة الاسمية	300	420	551	695	851	893	

التغير	-300	-120	-131	-144	-156	-42	893
--------	------	------	------	------	------	-----	-----

W 3 المبيعات:

$$\underline{\$ 3,675,000} = 1.05 \times 3,500,000$$

$$\underline{\$ 5,402,000} = 1.05^2 \times 4,900,000$$

وهكذا مواصلة لتضريبات باقي السنوات..

(ب) تضريبات معدل العائد الداخلي:

ظهر صافي القيمة الحالية موجباً عند أخذ 15% كمعدل خصم، لذا نقترح أخذ 20% لنتمكن من القياس المعقول لمعدل العائد الداخلي باستخدام القانون الرياضي.

Year	Cash Flow	DF @ 20 %	PV
Zero	(4,800)	1.000	(4,800)
1	1,736	0.833	1,446
2	2,182	0.694	1,514
3	1,701	0.579	985
4	1,451	0.482	699
5	1,653	0.402	665
6	581	0.335	<u>195</u>
NPV			<u>704</u>

إذن معدل العائد الداخلي IRR هو :

$$\underline{\% 25.20} = (15 - 20) \times (704 - 1382 / 1382) + 15$$

اجابة الجزء الثاني من السؤال الأول

شركة كوستي

ان أدوات التقييم هي كالآتي:

1. تقييم صافي الأصول Net asset valuation
2. نموذج التقييم باستخدام توزيعات الأرباح Dividend valuation model
3. طريقة مكرر أو مضاعف الأرباح P/E ratio valuation

الطريقة الأولى

تقييم صافي الأصول Net asset valuation

إن القيم المتحققة ليست بذات صلة مادام أن النية هي شراء شركة بارا للاستمرار في نفس مجالها.

(\$ 000)

صافي الأصول كما في القوائم المالية (1892 – 768) 1124

التعديلات علي الأصول ذات الملك الحر (800 - 460) 340

التعديلات علي المخزونات - 50

1414

التقييم

لذا يمكن القول بأن القيمة المقدرة لشرك بارا هي **1,414,000 دولار**

الطريقة الثانية

نموذج التقييم باستخدام توزيعات الأرباح Dividend valuation model

ان متوسط نمو توزيعات الأرباح لشركة بارا هو 7.4%، لذا فإن القيمة التقييمية لشركة بارا هي:

$$\underline{\underline{1,598,281 \text{ دولار}}} = (0.074 - (0.15) / 1.074 \times 113,100$$

الطريقة الثالثة

طريقة مكرر أو مضاعف الأرباح P/E ratio valuation

المكرر المناسب لشركة بارا هو المكرر لشركة كوستي لأنهما يعملان في نفس القطاع.

مكرر شركة كوستي:

$$\underline{\underline{15.02}} = (28.63/430) / (4.30 \text{ دولار}) \times 70 \text{ مليون سهم}$$

وجب التعديل بتخفيض نسبة 20% من هذا التقييم، لأن شركة بارا شركة خاصة ولذا فمخاطرها أعلى.

لذا فالمكرر المناسب لشركة بارا هو:

$$\underline{12.02} = 0.80 \times 15.02$$

ال PAT خاصة شركة بارا + الوفورات مابعد الضريبة:

$$183,000 \text{ دولار} + (40,000 \text{ دولار} \times 67\%) = 209,800 \text{ دولار}$$

وهذا من الوفير الناتج من ايقاف مرتب المدير.

لذا فالقيمة المقدرة لشركة بارا هي:

$$\underline{2,521,796 \text{ دولار}} = 12.02 \times 209,800$$

التوصية الي مجلس ادارة شركة كوستي:

- اعتماداً علي الأصول الثابتة فإن القيمة المقدرة لشركة بارا هي 1,414,000 دولار
- واعتماداً علي القيمة المقدرة باستخدام نموذج توزيعات الأرباح فإن القيمة المقدرة لشركة بارا هي 1,598,281 دولار
- واعتماداً لمكرر او مضاعف الأرباح فإن القيمة المقدرة لشركة بارا هي 2,521,796 دولار

لذا فإن عرضاً في حدود ال 2 مليون دولار سيكون مناسباً جداً.

مع الانتباه الي الوفورات فيمكن زيادة العرض الي أقصى مدي.

ب. أثر التدمير الناتج من حرب ال 15 من أبريل 2023م

الإجابة هنا مفتوحة علي قدرات الطلاب.

القسم ب

السؤال الأول:

(أ) الخطوة الأولى:

معامل بيتا من غير ديون لشركة حلفا والقطاع المصرفي

$$B_a = B_g \frac{V_c}{V_e + V_d (1 - T)}$$

$$1.3865 = \frac{88 \times 1.5}{(0.60 + 12) + 88} \quad \text{شركة حلفا}$$

$$0.75 = \frac{75 \times 0.9}{(0.6 + 25) + 75} \quad \text{القطاع المصرفي}$$

الخطوة الثانية:

إحتساب بيتا الديون لشركة مدني

$$B_a = (0.67 \times 1.3865) + (0.33 \times 0.75) = 1.175$$

الخطوة الثالثة:

إحتساب معامل بيتا لشركة مدني من غير ديون

$$B_a = B_g \frac{V_c}{V_e + V_d (1 - T)}$$

$$\begin{aligned} 0.175 &= B_e \times \frac{70}{70 + 30(1 - 0.4)} \\ 1.175 &= B_e \times 0.795 \\ B_e &= 1.48 \end{aligned}$$

الخطوة الرابعة:

إحتساب تكلفة حقوق الملكية ومتوسط تكلفة التمويل المرجح

$$\begin{aligned} \text{تكلفة حقوق الملكية} &= R_F + B_i(E(r_m) - R_F) \\ &= 4.5 + 1.48 + 3.5 = 9.68\% \end{aligned}$$

متوسط تكلفة التمويل المرجح:

$$\begin{aligned} WACC &= \left[\frac{V_e}{V_e + V_d} \right] (1 - T) \left[\frac{K_e + K_d}{V_e + V_d} \right] V_d K_d \\ &= (0.7 \times 0.0968) + (0.3 \times (0.045 + 0.025) \times 0.6) = 8.04\% \end{aligned}$$

حيث K_d = العائد الخالي من المخاطر

وعمولة العائد الخالي من المخاطر تساوي 2.5%.

إن تكلفة حقوق الملكية هو العائد الذي يطلبه حملة لأسهم العادية بالشركة وهو يحتوي على العائد الخالي من المخاطر وعمولة مخاطر. إن تكلفة حقوق الملكية تستخدم لإحتساب الإيرادات للمساهمين (توزيعات الأرباح).

أما متوسط تكلفة التمويل المرجح WACC فهو يعتمد على مستوى الديون إن WACC يستخدم لتقييم التدفقات النقدية للشركة ككل أو بمعنى آخر يستخدم WACC كمعدل خصم لتقييم الإستثمارات المحتملة.

(ب) المعدل المحتمل لأسعار أسهم شركة مدني:

(i) المعدل الأدنى لإصدار الأسعار هو صافي الأصول بالقيمة العادلة مقسومة على عدد الأسهم.

إذن $65 \text{ مليون دولار} \div 10 \text{ مليون سهم} = 6.5 \text{ دولار للسهم الواحد}$.

(ii) المعدل الأعلى لإصدار الأسهم - حيث نستخدم نموذج تقييم التوزيعات.

هنالك ثلاثة احتمالات لمعدلات العائد:

1. معدل النمو التاريخي في العائدات 12% أكبر من تكلفة التمويل ولذا لا يمكن المحافظة عليه على المدى الطويل.

2. معدل النمو المرجح المتوقع للقطاعين اللذين تعمل فيهما شركة مدني
 $(\%0.67 + \%33 \times \%4 = \%5.34)$

3. المعدل الضمني لإعادة إستثمارات الشركة.

(9.68% - أنظر للجزء (أ) الخطوة الرابعة).

$$(100 - 25) \times 0.0968 = 7.26\%$$

$$g = bre =$$

100

لذا يمكن أخذ نسبة 7.26% على أنها المعدل الأعلى من 5.34%.

$$p_0 = d_0 \frac{(1 + g)}{(k_e - g)}$$

$$p_0 = 25 \frac{(1 + 0.0726)}{(0.0968 - 0.0726)} = \$11.08 \text{ للسهم}$$

إذا تحولت الشركة لشركة مساهمة عامة فإن أصحاب رؤوس الأموال الخاصة يمكنهم دفع علاوة للحصول على جزء من السيطرة على الشركة حوالي 30 - 50% من سعر السهم - أو $(1.5 \times 11.08) = 16.62$ دولار.

السؤال الثاني : التحوط للشابة البريطانية في صفحة 577 من المرجع (أ)

Option valuation

In the CBE, you would enter the five figures here into the BSOP spreadsheet, and the spreadsheet would be pre-programmed to give the following results:

$$d_1 = 1.2076$$

$$d_2 = 0.7833$$

$$N(d_1) = 0.8864$$

$$N(d_2) = 0.7833$$

$$c = 2.24$$

$$p = 0.17$$

$$200,000 \text{ puts would therefore cost} = 200,000 \times 0.17$$

$$= \$34,000$$

(Reasonableness check: This option is out of the money so we would expect a low value.)

(ب)

الأسهم فقط:

حركة سعر الأسهم
الأسهم عند خيار الشراء

عند سعر 10 دولار	عند سعر 3 دولار
800,000	600,000 -
التخلي الإيجابي	التنفيذ السلبي
800,000	600,000 -
0	400,000
-34,000	34,000-
766,000	-234,000

حركة سعر الأسهم
الأرباح للخيارات
ناقصاً العمولة
الصافي

سيوفر التحوط مبلغ 366,000، (600000 - 234000)، إذا نزل سعر السهم، وسيخسر مبلغ الـ 34000 إذا ارتفع سعر السهم.

(ج)

عدد مبيع الخيارات اللازم لحماية استثمارها هو

$$200,000 / N(d_1) = 200,000 / 0.8864$$

اذن ستبيع عدد **225,632 خيار**

السؤال الثالث :

(أ) أهداف ودور صندوق النقد الدولي (IMF) :

إن دور صندوق النقد الدولي هو مراقبة النظام المالي العالمي وبصفة خاصة إستقرار أسعار الصرف العالمية كما يقوم بالتأثير على السياسات الإقتصادية لمساعدة الدول النامية. يقدم صندوق النقد الدولي مساعدات مالية في شكل قروض يمكن سدادها بصورة عامة في حدود ثلاث إلى خمسة سنوات. وهذه المبالغ يتم توفيرها من مساهمات الدول الأعضاء. إن الشروط التي يضعها صندوق النقد الدولي على القروض لهذه الدول تختلف حسب حالة كل دولة ولكن بصورة عامة:

- يطلب صندوق النقد الدولي من الدول المقترضة أن تعمل على سداد هذه القروض بأسرع وقت ممكن وحتى تستطيع ذلك فعلى هذه الدول تحسين ميزان مدفوعاتها. ويطلب صندوق النقد الدولي من هذه الدول زيادة الضرائب وتخفيض الإنفاق الحكومي حتى تستطيع تخفيض الواردات وتقليل زيادة الأسعار. كما تحاول هذه الدول زيادة صادراتها وذلك بتحويل أموال للصناعة ووسائل الإنتاج الأخرى.
- من آثار هذه السياسة أن مستوى المعيشة في الدول المعينة سينخفض وترتفع البطالة ويعتقد الصندوق أن هذه الصعوبات ستكون لفترة قصيرة حتى تستطيع هذه الدول موازنة مدفوعاتها وحل مشكلة الدين العالمي.
- لقد تم إنتقاد سياسات صندوق النقد الدولي وذلك أنها تؤثر على أصحاب الدخل المتوسط والضعيف مما يؤدي على المدى الطويل إلى إعاقة النمو والتطور.

(ب) أسباب مشكلة الدين العالمي:

إن مشكلة الدين العالمي التي أثرت على بعض الدول النامية لأكثر من ثلاثين عاماً هي نتيجة عجز في الإقتصاد الداخلي أو الوطني لتلك الدول.

لقد أثر إرتفاع أسعار البترول في السبعينات والثمانينات وكذلك زيادة الكساد العالمي وإنخفاض الواردات من الدول النامية ، مع زيادة أسعار الفائدة كل هذا أدى بهذه الدول للإقتراض من الخارج مما أدى إلى أن ترتفع خدمة هذا الدين إلى 50% من إجمالي صادرات هذه الدول كما أن قلة الإدخار المحلي زاد من صعوبة سداد هذا الدين. كما أن رفع الحواجز بالنسبة للتجارة العالمية والإتجاه للعولمة أدى لإنتقال عدوى التأثير الإقتصادي بين الدول ومثال لذلك الأزمة المالية التي ضربت شرق آسيا وبدأت من تايلند أثرت على كثير من الدول مما زاد من صعوبة خدمة الدين (أي زيادة مشكلة الدين العالمي).

(ج) حل مشكلة الدين العالمي:

هنالك عدد من الحلول لحل مشكلة الدين العالمي:

(i) شطب الدين Write off adebt

قد يتم كل الدين أو جزء من دين الدولة المدنية ولكن شطب الدين قد يصحبه شروط من يتم فرضها بواسطة صندوق النقد الدولي أو البنك الدولي ومن هذه الشروط توفية مبالغ من المال لتخفيف الفقر في هذه الدول.

(ii) بيع الدين sale of adebt

ويتم بيع الدين بين هيئات التمويل بأقل من القيمة الاسمية هنا يتحصل الدائن على جزء من ديونه ولكن يبقى الدين الأصلي على الدولة المدينة.

(iii) إصلاحات الإقتصاد الكلي :

وذلك بإستخدام سياسات مالية ونقدية صحيحة ، تجهيز السواق لتكون أكثر مرونة لتتعامل مع السواق العالمية.

(iv) طرق أخرى لحل مشكلة الدين:

- زيادة فترة سداد الدين (أي ما يسمى بإعادة الجدولة).
- إعطاء ديون إضافية للدولة التي لا تستطيع سداد الفائدة وهذه تكون مصحوبة بشروط افصاح الإقتصادي.
- مبادلة الدين إلى إلتزامات أخرى مثلاً الحصول على موافقة الشركات الكبرى في تخفيض التلوث والإنبعاث الحراري.
- إن الأزمات المالية تحدث في الدول ذات أسعار الصرف الثابتة والتي لها زيادة في تقييم عملتها ويمكن تخفيض هذه المشكلة بتعويم عملة ذلك البلد (Float exchange rate).