

## الجزء الأول

السؤال الأول- إحصائي :

تم تعيينك المدير المالي لشركة الإستثمارات الدولية وهي شركة متعددة الجنسيات ومدرجة بسوق الأوراق المالية. وقد إستفادت الشركة من معدل نمو عالي خلال الثلاث سنوات السابقة وذلك نتيجة لتطويرها أحد المنتجات ذو العلاقة بقطاع الإتصالات وليس للشركة أي منتجات أخرى جديدة تسعى لتطويرها. وكجزء من التحضير لإجتماع مجلس الإدارة فقد قمت بتجهيز مسودة قائمة الدخل والمركز المالي للشركة للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2016 وأيضاً تقديرات (تنبؤات) للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2017 ومقارنة ذلك بالأداء الفعلي للشركة للعام 2015. إن التقديرات للعام 2017 تم إعتمادها على إفتراضات أخذت من الخطة الإستراتيجية للشركة. كما أن مجلس الإدارة سينظر في تقديرات التوزيعات للسنة القادمة.

قائمة الدخل للسنة المنتهية في:

	2016 (مسودة)	2017 (تقديرات)	2015 (فعلي)
	مليون دولار	مليون دولار	مليون دولار
إيرادات المبيعات	261.9	288.1	220
تكلفة المبيعات	<u>132.6</u>	<u>143.2</u>	<u>104</u>
مجمّل الربح	129.3	144.9	116
ناقصاً تكاليف التشغيل الأخرى	<u>27</u>	<u>36.1</u>	<u>24</u>
الربح التشغيلي	102.3	108.8	92
تكلفة التمويل	<u>2.3</u>	<u>2.3</u>	<u>1.8</u>
الربح قبل الضرائب	89.7	100	107

30

32.1

ضريبة الدخل (30%)  
26.9

70

74.9

الربح للفترة  
62.8

قائمة المركز المالي كما في 31 ديسمبر :

(مسودة)	2017 (تقديرات)	2016	مليون دولار
	2015 (فعلي)		مليون دولار
<b>116</b>	<b>168</b>		<b>صافي الأصول غير المتداولة (أنظر الملاحظة)</b>
		<b>96</b>	<b>المباني الآلات والماكينات</b>
			<b>الأصول المتداولة</b>
	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>	<b>المخزون</b>
			<b>2.3</b>
	<b>29.1</b>	<b>25.6</b>	<b>المدينون</b>
			<b>19.6</b>
<b>155.8</b>	<b>151.8</b>		<b>النقدية والبنوك</b>
		<b>121.7</b>	<b>إجمالي الأصول المتداولة</b>
	<b>180.6</b>	<b>143.6</b>	<b>188.6</b>
<b>304.6</b>	<b>348.6</b>		<b>إجمالي الأصول</b>
		<b>239.6</b>	<b>الخصوم وحقوق الملكية</b>
	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>رأس المال المدفوع (أسهم عادية 25 سنت)</b>
		<b>20</b>	<b>25</b>
	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>الإحتياطيات الأخرى</b>
			<b>10</b>
	<b>170</b>	<b>216.9</b>	<b>الأرباح المحتفظ بها</b>
			<b>120</b>
<b>(28)</b>	<b>-</b>		<b>ناقصاً: توزيعات أرباح مستحقة</b>
		<b>(20)</b>	
<b>179</b>	<b>253.9</b>		<b>إجمالي حقوق الملكية</b>
		<b>130</b>	<b>الخصوم المتداولة</b>
	<b>7.7</b>	<b>8.8</b>	<b>الدائنون التجاريون</b>
			<b>6.4</b>
	<b>25.6</b>	<b>28.5</b>	<b>الضريبة المستحقة</b>
			<b>23.3</b>
	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>الفائدة</b>
			<b>2.3</b>
	<b>28</b>	<b>-</b>	<b>توزيعات مستحقة</b>
			<b>20</b>
<b>63.6</b>	<b>39.1</b>		<b>إجمالي الخصوم المتداولة</b>
			<b>52</b>

		الخصوم غير المتداولة
45	35	قروض طويلة الأجل
		45
<u>17</u>	<u>20.6</u>	مخصصات (ضريبة مؤجلة)
		12.6
<u>62</u>	<u>55.6</u>	إجمالي الخصوم غير المتداولة
		57.6
	<u>348.6</u>	إجمالي الخصوم وحقوق الملكية
		<u>239.6</u>
		<u>304.6</u>

مذكرة:

2015	2016	2017	
	مليون دولار	مليون دولار	مليون دولار
200	280	160	الأصول غير المتداولة
<u>84</u>	<u>112</u>	64	ناقصاً: مجمع الإستهلاك
<u>116</u>	<u>168</u>	96	صافي الأصول غير المتداولة

الإفتراضات التالية لتقديرات (تنبؤات) العام 2017:

i. سيتم سداد مبلغ 10 مليون دولار لقروض الشركة خلال السنة.

ii. سيتم الشروع في إستثمارات رأسمالية للآلات والماكينات بمبلغ 80 مليون دولار معدل بيتا الحالي للشركة 1.40 (على أساس عائدات شهرية لثلاث سنوات) والعائد الخالي من المخاطر 3% ، وعلاوة مخاطر حقوق الملكية 5%. سعر سهم الشركة الحالي 16.20 دولار ونسبة مكرر الأرباح للقطاع (P/E) هو 24 . نسبة تكلفة قروض التمويل ثابتة على 5% ويمكنك إفتراض أن تكلفة حقوق الملكية ظلت ثابتة خلال فترة التقديرات لعام 2017.

المطلوب:

أ) قم بتجهيز تنبؤات للتدفقات النقدية للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2017.

ملاحظة: (ليس من الضروري أن تكون التدفقات النقدية حسب المعايير المحاسبية).

7)

درجات)  
ب) (i) قم بتقدير الطاقة القصوى للتوزيعات بعد الشروع في إعادة الإستثمارات وإذا كان من الضروري يمكنك القيام بتسويات لرأس المال العامل.

6)

درجات)  
ii) ناقش إذا ما كانت سياسة التوزيعات للشركة قابلة للإستدامة وهل يمكن دفع توزيعات للأرباح على المستوى الأقصى أم لا.

7)

درجات)  
ج) قم بتجهيز مسودة تقرير للإدارة العليا تحتوي على:-  
i) مراجعة الأداء المحتمل للشركة للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2017 إذا تم تحقيق توقعات الخطة الإستراتيجية للشركة ويمكنك إستخدام نموذج القيمة الإقتصادية المضافة

(EVA)(Economic value added) ، أو أي وسيلة أخرى.

(16 درجات)

ii) وضح منافع ومساوئ النمو عن طريق الإستحواذ والنمو الداخلي لشركة الإستثمارات الدولية وقدم توصياتك لأنسب وسيلة للنمو.

10)

درجات)

الدرجات المهنية لشكل وعرض التقرير

(4 درجات)

جملة الدرجات

(50 درجة)

الجزء الثاني  
أحب على سؤالين فقط من أسئلة هذا القسم

السؤال الثاني :

شركة نوبو لها قسمين يعملان في قطاعين مختلفين. القسم الأول ينتج أجزاء أو قطع غيار الطائرات والقسم الثاني عبارة عن سوپر ماركت. قسم إنتاج أجزاء الطائرات ينمو بصورة سريعة في حين أن قسم السوبر ماركت ينمو ببطء. وبدأت الشركة في التفكير في بيع قسم السوبر ماركت والتركيز على قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

أدناه مستقطع من أحدث قوائم مالية لشركة نوبو للسنة المنتهية في 30 نوفمبر 2013.

مليون دولار	
166	الأرباح بعد الضرائب
550	الأصول غير المتداولة
122	الأصول المتداولة
387	الإلتزامات غير المتداولة
95	الإلتزامات المتداولة

70% من الأصول غير المتداولة والأصول المتداولة لشركة نوبو تخص قسم السوبر ماركت وباقي الـ 30% تخص قسم أجزاء أو قطع غيار الطائرات. كل قسم يساهم بحوالي نصف الأرباح بعد الضرائب ، والقيمة السوقية للقسمين مساوية لمكرر نسبة الربحية (P/E Ratio) للقطاع الذي تعمل فيه كل شركة. مكرر نسبة الربحية لقسم السوبر ماركت هو 7 أما مكرر نسبة الربحية لأجزاء الطائرات فهو 12.

شركة نوبو يمكنها بيع قسم السوبر ماركت كنشاط مستمر (Going concern) أو بيع الأصول بصورة منفصلة . وإذا تم بيع أصول السوبر ماركت فإن شركة نوبو تعتقد أنها تستطيع بيع الأصول غير المتداولة بنسبة 115% من قيمتها الدفترية والأصول المتداولة بنسبة 80% من قيمتها الدفترية. وما يتم الحصول عليه من أموال في عملية البيع هذه يمكن إستخدامها لسداد الإلتزامات غير المتداولة والإلتزامات المتداولة لشركة نوبو. وبعد بيع قسم السوبر ماركت وسداد كل الإلتزامات فيمكن لشركة نوبو الحصول على تمويل إضافي في شكل قروض لمشروع جديد (New project) ، ويمكن لشركة نوبو أن تقترض حتى 100% من قيمة أصول هذا المشروع.

أحد المشروعات الذي تفكر فيه شركة نوبو هو الدخول في مشروع مشترك مع شركة إيرو إسبيس (Airo space) لإنتاج طائرات صغيرة ومحركات نفثة. كل من الشركتين ستقدمان التمويل والخبرة المطلوبة للمشروع الجديد بصورة مشتركة.

وستكون الإدارة العليا ممثلة من الشركتين كما أن القرارات سيتم التوصل إليها بصورة مشتركة. سيتم التوقيع على العقود القانونية إذا تم الإتفاق على نسبة المشاركة في الأرباح والوصول لإتفاق في كل الجوانب الأخرى.

بدأت شركة إپرو إسبیس التفاهم مع بنك قطر الإسلامي لتمويل المشروع على أساس التمويل الإسلامي . لأن المشروع سيأخذ وقت طويل لإكماله وبسبب عدم التيقن والتأكد (Uncertainty) بالنسبة لهذا المشروع فإن البنك يمكنه أن يوافق على تمويل المشروع على أساس عقد المشاركة وحسب هذا العقد فإن البنك يريد أن يكون له ممثلين في إدارة هذا المشروع. عادة يقدم بنك قطر الإسلامي التمويل على أساس عقد المضاربة وهو عقد قصير الأجل وللمشروعات قليلة المخاطر وتكون إدارة المشروع بواسطة المقترض نفسه (The borrower).

المطلوب:

أ) انصح شركة نوبو ما إذا كانت ستبيع قسم السوبر ماركت كنشاط مستمر أم تبيع أصوله بصورة منفصلة وقم بتقدير المبالغ النقدية الإضافية والتمويل عن طريق القروض (Debt Fund) المتاحة للشركة الجديدة. وضح كل العمليات الحسابية المطلوبة في إجابتك

7)

(درجات)

ب) الخيار الثاني لبيع قسم السوبر ماركت هو القيام بفصل (Demerger) كل قسم ليعمل لوحده (أي قسم السوبر ماركت يعتبر منشأة أو قسم منفصل وكذلك قسم أجزاء الطائرات). في هذه الحالة كل إلتزامات شركة نوبو ستكون على قسم السوبر ماركت. كذلك كل قسم يمكنه الإقتراض حتى 100% من قيمة إجمالي أصوله.

المطلوب:

ناقش إذا ما كان فصل قسم السوبر ماركت مناسب أكثر من عملية بيعه.

)

6 درجات)

ج) ناقش لماذا يفكر بنك قطر الإسلامي في تقديم التمويل على أساس عقد المشاركة (Musharaka contract) بدلاً عن عقد المضاربة (Mudaraba contract) كذلك وضح القلق الذي قد تشعر به شركة نوبو من الترتيبات بين شركة إپرو إسبیس وبنك قطر الإسلامي.

(12 درجة)

إجمالي

الدرجات (25 درجة)





## السؤال الثالث:

ليما شركة صناعية كبيرة تصنع الأجهزة الإلكترونية مثل الموبايل والحواسيب الآلية. وقد نمت الشركة بسرعة خلال السنوات القليلة الماضية ولكن في نفس الوقت الشركة لها مصروفات بحوث وتطوير عالية. دخلت شركة ليما في مشروعات على نطاق العالم وقامت بتطوير عدد من المنتجات والأنظمة المبتكرة والمتطورة في بيئة صناعية سريعة التغيير ونتيجة لطبيعة هذه الصناعة فإن النمو العالي في العائدات (Earnings) لم يكن ابداً مستقراً ولكنه اعتمد بصورة كبيرة على نجاح الابتكارات الجديدة وكذلك على أسلوب وأداء المنافسين. وبدأ يتضح خلال السنتين الماضيتين أن ذلك النمو السريع بدأ يبطل مع دخول عدد أقل من المنتجات للسوق مقارنة بالسنوات السابقة.

شركة ليما لم تقم أبداً بعمل أي توزيعات للأرباح (dividends) وقد مولت الشركة مشاريعها عن طريق الموارد الداخلية وكذلك بإصدارها لحقوق إكتتاب لرأس المال في بعض الأحيان. حالياً الشركة لها مستويات عالية من الديون (Debts) وقد نمت الإحتياجات النقدية للشركة في الفترة الأخيرة نتيجة للإنخفاض في مستويات الإستثمار في المشروعات الجديدة.

للشركة قسم نشط للخزينة (Treasury division) حيث يقوم بإستثمار فائض الأموال في سندات المتاجرة والأدوات المالية الأخرى ويقوم بإسترداد المبالغ أو الأموال المطلوبة من هذه الإستثمارات للمشروعات الجديدة. كذلك يدير القسم مخاطر التدفقات النقدية بإستخدام تحوط المشتقات وغيرها. يفكر القسم حالياً في الإستثمار في ثلاث شركات كما هي موضحة بالجدول التالي حسب الأرباح بعد الضرائب وتوزيعات أرباحها.

السنة	شركة سيقا	شركة كابو	شركة ويتا
الأرباح	الأرباح	الأرباح	الأرباح
000\$	000\$	000\$	000\$
2017	57,100	22,840	93,300
2016	54,400	21,760	90,600
2016	52,800	21,120	88,000
2015	48,200	19,280	85,400
2013	45,500	18,200	82,900
49,740	78,300	15,700	

كل هذه الشركات الثلاث لها رأس مال ثابت لم يتغير منذ عام 2013.

حديثاً بدأت تظهر ضغوط على مجلس إدارة شركة ليما من كبار المساهمين والذين طالبوا مجلس الإدارة بالبدء في إرجاع بعض الأموال لهم من الأرباح المحتفظ بها.

مجلس الإدارة مقتنع أن المساهمين لهم الحق في إرجاع بعض المبالغ لهم. لكن مجلس الإدارة غير متأكد أو متيقن من طريقة إرجاع بعض هذه المبالغ فهل يقوم مجلس الإدارة بتوزيعات أرباح كبيرة من الأرباح المحتجزة ثم بعد ذلك يتم عمل توزيعات صغيرة سنوياً أم يقوم مجلس الإدارة بعمليات شراء لأسهم الشركة ( Share buyback scheme) خلال السنوات القليلة القادمة.

شركة ليما حالياً تعمل في تجهيز قائمة الأرباح أو الخسائر ، وإيرادات المبيعات المقدرة حوالي 600 مليون دولار ومتوقع أن تكون الأرباح قبل الضرائب بنسبة 23% من قيمة المبيعات. للشركة أصول غير متداولة قيمتها 220 مليون دولار ، وتستخدم الشركة القسط الثابت بنسبة 25% لاستهلاك الأصول غير المتداولة. تم التقدير أنه تم الإستثمار في أصول متداولة وأصول غير متداولة بمبلغ 67 مليون دولار خلال السنة. كما أنه من المتوقع الحصول على 15 مليون دولار توزيعات أرباح من الشركات التابعة بالخارج وقد تم دفع ضريبة دخل بالخارج بنسبة 20% لهذه التوزيعات. شركة ليما نفسها تدفع ضريبة بنسبة 26% ومصالحة الضرائب في البلد الذي تقيم فيه تفرض ضرائب على الأرباح المحولة من الشركات التابعة بالخارج ولكن تعمل خصم كامل لقيمة الضريبة المدفوعة لهذه التوزيعات.

وحتى تستطيع شركة ليما تمويل إعادة المبالغ للمساهمين فقد فكر مجلس إدارة الشركة في زيادة تقديرات التوزيعات (Dividend capacity) بنسبة 10% وذلك بطلبه من الشركات التابعة بالخارج بزيادة نسبة التحويلات المرسله منهم.

المطلوب:

(أ) ناقش سياسة شركة ليما فيما يخص توزيعات الأرباح والتمويل وإدارة المخاطر ، وأقترح كيف أن قرار إعادة مبالغ للمساهمين سيؤثر على هذه السياسات.

8)

(درجات)

(ب) قم بتقييم سياسة التوزيعات (Dividend Policy) لكل شركة من الشركات المذكورة أعلاه والتي تفكر شركة ليما في الإستثمار بها وناقش أي شركة ستختارها شركة ليما.

8)

(درجات)

(ج) أحسب مقدار الزيادة المتوقعة من الشركات التابعة بالخارج لتقوم بتحويلها حتى تستطيع شركة ليما زيادة مقدرة توزيعاتها هي بنسبة 10%.

6)

(درجات)

(د) ناقش فوائد حصول مساهمي شركة ليما على مبالغ عن طريق نظام إعادة شراء أسهم الشركة (Share buyback) بدلاً عن نظام توزيعات الأرباح الموضح أعلاه.

3)

(درجات)

جملة الدرجات

(25 درجة)

(أ) **وضح أهداف ودور صندوق النقد الدولي (IMF) يفرض صندوق النقد الدولي بعض السياسات الإقتصادية على الدول التي تحتاج للمساعدات المالية. أذكر بعض هذه السياسات وتأثيرها على هذه الدول ووضح لماذا يتم إنتقاد هذه السياسات.**

)

(7 درجات)

(ب) **ناقش أسباب مشكلة الدين العالمي (Global debt Problem) ووضح بإيجاز كيف تؤثر الأزمات الإقتصادية العالمية على مشكلة الدين.**

)

(9 درجات)

(ج) **وضح المحاولات الرئيسية التي تم القيام بها لحل مشكلة الدين العالمي وماهي محاولات الحكومات لتخفيض تأثيرات الأزمة العالمية.**

9)

درجا

(ت)

جملة الدرجات )

25 درجة)

الجزء الأول:

السؤال الأول:

قائمة التدفقات النقدية للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2017 (أ)  
(تقديري)

مليون دولار	
الربح التشغيلي	108.8
أضف: الإستهلاك (112 - 84)	28
	136.8
التغير في رأس المال العامل	
الزيادة في الدائون	1.1
النقص في المخزون	5.
النقص في المدينون	3.5
التدفق النقدي التشغيلي	141.9
ناقصاً الفائدة	(2.3)
ناقصاً الضريبة	(25.6)
التدفق النقدي الحر قبل إعادة الإستثمار	1
	14
ناقصاً: المصروفات الرأسمالية	(80)
	(28)
ناقصاً: التوزيعات	(28)
ناقصاً: تكلفة التمويل (إعادة دفع القرض)	(10)
	(4)
صافي التغير في النقد	

القدرة القصوى للتوزيعات (ب)

القدرة القصوى لتوزيعات أرباح شركة الإستثمار الدولية يمكن (1) تحديدها بالتدفق النقدي الحر منسوباً إلى حقوق الملكية بعد إعادة الإستثمار. في هذه الحالة فإن التدفق النقدي الحر قبل إعادة الإستثمار هو 114 مليون ، المصروفات الرأسمالية 80 مليون دولار ، إعادة دفع القرض 10 مليون دولار وبالتالي فإن أقصى قدرة للتوزيعات هي 24 مليون دولار

لكن ماذا عن متطلبات رأس المال العامل؟

يظهر من قائمة التدفق النقدي أعلاه أن شركة الإستثمار الدولية تقوم بتمويل رأس المال العامل بخفض مخزونها وكذلك من المبالغ التي تتحصل عليها من المدينون وتأخير دفع إستحقاقات الدائون. إن إجمالي التغير في رأس المال العامل هو 5.1 مليون دولار (1.1 + 5. + 3.5) هذا المبلغ يجب خصمه من المبالغ المتاحة لدفع توزيعات الأرباح لذا قدرة دفع التوزيعات تصبح  $5.1 - 24 = 18.9$  مليون دولار

إن التوزيعات الحقيقية لشركة الإستثمار الدولية هي 28 مليون (2) دولار والتي تشير إلى أن الشركة لها إفراط في التوزيعات. إن النقص في التوزيعات يحتاج لأخذه من الإحتياطي النقدي مما يوضح أن هذه ليست سياسة مستدامة للتوزيعات. إذا لم يتم إتخاذ إجراءات لزيادة التدفقات النقدية الحرة في السنوات القليلة القادمة فإن التوزيعات سيتم خفضها وبالتالي سيتم دفعها من الإيرادات. إن لشركة الإستثمار الدولية أرصدة نقدية ضخمة فإذا تم تخصيص هذه المبالغ لمشروعات أخرى لتعظيم ثروة المساهمين وبالتالي يتم توزيع جزء من هذه المبالغ للمساهمين حتى يكون هنالك نمط ثابت للتوزيعات.

تقرير لإدارة شركة الإستثمار الدولية (ج)

من المدير المالي

إن هذا التقرير يوضح مراجعة الأداء الداخلي لشركة الإستثمار الدولية للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2016 وكذلك فوائد ومساوئ النمو الداخلي أو النمو عن طريق الإستحواذ. أنظر إلى (EVA) تنبؤات الأرباح والقيمة الإقتصادية المضافة (1) (الملحق في نهاية حل المسألة مقارنة عامي 2015 و 2016). إن الربح قبل الضريبة متوقع زيادته بنسبة 7% أي من 100 مليون دولار إلى 107 مليون دولار وذلك بسبب أن الإيرادات تزيد بصورة أسرع من التكاليف (10% مقارنة بـ 8%) إن القيمة متوقع إنخفاضها من 49.6 مليون دولار (EVA) الإقتصادية المضافة إلى 47.8 مليون دولار إن هذا ناتج من زيادة صافي الربح التشغيلي وذلك من 71.5 مليون دولار إلى 76.2 (NOPAT) بعد الضرائب مليون دولار وأيضاً ناتج من الزيادة في تكلفة التمويل والقيمة الدفترية لرأس المال المستخدم.

إنخفضت من (EVA) كنسبة من رأس المال المستخدم فإن 22.1% إلى 16.5% عن السنة السابقة وكذلك هنالك زيادة مبلغ 9.1 مليون دولار في تكاليف التشغيل الأخرى.

رد فعل السوق المتوقع

إن سعر سهم الشركة قد ينخفض بسبب هذه التوقعات. إن الإيرادات لم تزد بنفس الزيادة في تكاليف التمويل على الرغم من أن إجمالي هامش الربح زاد من 49.36% إلى 50.3% كذلك فإن هامش التشغيل متوقع أن تنخفض من 39.06 إلى 37.76% يجب على الشركة أن تتحقق من أسباب هذا الإنخفاض وتقوم بوضع إجراءات للسيطرة على تكاليف التشغيل.

إستخدام التمويل

إن القضية الأساسية هي إنخفاض الإيرادات والقيمة المولدة من رأس المال المستخدم. يجب أن يتم إستخدام فعال للمبالغ النقدية الكبيرة المتاحة للشركة إن الشركة يمكن أن تفكر في مجموعة من الخيارات بخصوص هذه المبالغ وهو إعادة إستثمار هذه المبالغ أو

دفع إستحقاقات القروض وفوائدها أو الإستحواذ على منافسين لهم منتجات جديدة في نفس المجال وإذا لم يتم إنفاق هذه المبالغ في أي من هذه الخيارات فعلى الشركة أن تقوم بتوزيع هذه المبالغ للمساهمين.

النمو من الداخل والإستحواذ (2)

إن النمو من الداخل يمكن أن يتم بإحدى طريقتين وذلك بإستخدام منتجات جديدة أو زيادة مبيعات البضائع الحالية وبما أنه لا توجد منتجات جديدة للشركة فعلى الشركة زيادة المبيعات الحالية. إن تطوير منتجات جديدة يعتبر مكلف ويتطلب إستثمار في مصروفات البحث والتطوير. من مزايا النمو من الداخل أنه لا يدخل الشركة في قضايا التكامل أو القضايا الثقافية مع المنشآت المستحوذ عليها.

إن الإستحواذ يعتبر أرخص من النمو الداخلي ، كذلك فإنه يعتبر أسرع وسيلة للتوسع من النمو الداخلي كذلك يتم الإستحواذ على الأصول الملموسة وغير الملموسة ويمكن أن يتم دفع علاوة للشركة المستحوذة ولكن إذا كانت هذه العلاوة كبيرة فقد يكون الإستحواذ غير مربح كذلك إستحواذ شركة كبيرة قد يتسبب في عدم القدرة على إدارتها. كذلك إذا تم الإستحواذ عن طريق شراء أسهم فإن ذلك سيغير من حقوق ملكية شركة الإستثمار الدولية. وقد يزيد الإستحواذ من مخاطر العمل لشركة الإستثمار الدولية وذلك بإستثمار مبالغ ضخمة ولكن قد تتحصل في النهاية على أداء غير مرضي.

وفي الخاتمة يظهر من التحليل أعلاه أنه من الأفضل لشركة الإستثمار الدولية أن تتوسع من الداخل في مجال الإتصالات وأجهزة الموبايل وذلك نسبة لمساوئ الإستحواذ التي تم ذكرها.

ملحق:

(EVA) القيمة الإقتصادية المضافة (1)

القيمة الإقتصادية المضافة = صافي الربح التشغيلي بعد

الضرائب - متوسط تكلفة التمويل المرجح

رأس المال المستخدم × (capital)

(EVA=NOPAT-WACC×employed)

فإننا (WACC) ولإحتساب تكلفة متوسط تكلفة التمويل المرجح

نحتاج إلى تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الدين

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإن تكلفة (CAPM) وبإستخدام

حقوق الملكية للعام 2015 هي

$$1.4 = 10\% \times E(rj) + (E(rm) - rt)Bj = 3\% + 5$$

$$25 \text{ الدين} = \text{مليون}$$

$$\text{(Market geaing ratio) 2014} = \text{نسبة الدين}$$

$$\text{(مليون } 16.2 \times 4 + 25 + 45) + \text{حقوق الملكية}$$

الدين

$$9.82\% = (0.3 - 1) \times 5\% \times 0.027 + 10 \times (0.027 - 1) = \text{تكلفة التمويل المرجح (WACC)}$$

(EVA) إحتساب القيمة الإقتصادية المضافة

$$49.6 \text{ مليون} = (179+45) \times 0.0982 \times 0.0982 - 0.7 \times 49.6$$

$$2014( = (102.3 \times \text{EVA} ($$

(وهذه القيمة تساوي 22.1 من رأس المال المستخدم )

$$(35 + 253.9) \times 0.0982 -$$

$$(0.7 \times 108.8) = \text{EVA (2017)}$$

$$\text{EVA (2017)} = 47.8 \text{ مليون}$$

(تساوي 16.5% من رأس المال المستخدم)

$$2014 = \text{ROCE (العائد من رأس المال المستخدم (2)}$$

$$102.3 = 45.7\%$$

$$45 + 179$$

$$2015 = \text{ROCE (العائد من رأس المال المستخدم)}$$

$$108.8 = 37.7\%$$

$$35 + 253.9$$



## الجزء الثاني

السؤال الثاني:

إجمالي الإلتزامات لشركة نوبو (أ)

الإلتزامات المتداولة + الإلتزامات غير المتداولة

مليون دولار  $95 + 387 = 482$

sal of supermarket  
devison assets :

$550 \times 70\% =$  الأصول غير المتداولة لقسم السوبر ماركت  
385 مليون دولار

$122 \times 70\% =$  الأصول المتداولة لقسم السوبر ماركت  
85.4 مليون دولار

Realisable values: القيمة المحققة للأصول

$85.4$  مليون دولار  $(0.80 \times)$  + (مليون دولار  $1.15 \times 385$ )  
511.07 مليون دولار

Going concern : بيع قسم السوبر ماركت كنشاط مستمر

أرباح قسم السوبر ماركت بعد الضرائب 166 مليون دولار  $\times$   
 $0.5 = 83$  مليون دولار

(ملحوظة كل قسم يساؤهم بنصف الأرباح بعد الضرائب)

قيمة قسم السوبر ماركت بإستخدام مكرر نسبة الربحية

(P/E):

مليون دولار  $7 \times = 581$  مليون دولار 83

كل من الخيارين أعلاه يقدم تمويل كافي لسداد إلتزامات  
شركة نوبو. وذلك بإفتراض أن القيمة المحققة للأصول تعتبر  
صحيحة وسليمة وأن نسبة ربحية القطاع تعتبر مناسبة.

إن بيع قسم السوبر ماركت كنشاط مستمر يعتبر أفضل

$581 =$  حيث أن إجمالي القيمة المتوقعة

482 ناقصاً إجمالي الإلتزامات

99 فائض نقدي تقديري

إذن خيار بيع قسم السوبر ماركت كنشاط مستمر يعتبر الخيار  
الأفضل لشركة نوبو

Total funds available: إجمالي التمويل المتاح

$=$  أصول قسم أجزاء الطائرات  $0.30 \times (122 + 550)$   
201.6 مليون دولار

الفائض النقدي من بيع قسم السوبر ماركت (كما أعلاه)

99 مليون دولار

إذن إجمالي الأصول  $99 + 201.6 = 300.6$  مليون دولار

يمكن للشركة أن تقترض حتى 100% من قيمة الأصول

إذن إجمالي القرض المتاح  $= 300$  مليون دولار

إذن إجمالي التمويل المتاح للمشروع الجديد = إجمالي

القرض المتاح + الفائض النقدي

فصل قسم السوبر ماركت (ب)

سوف تقسم شركة نوبو (demerger) إن عملية الفصل لشركتين منفصلتين. والمساهمين سيتم إعطاءهم حقوق ملكية في كل قسم من الشركتين (stake). إن عملية الفصل تستخدم لإعطاء حقوق ملكية عادلة لكل شركة من الشركتين.

: وباستخدام طريق مكرر الربحية أعلاه

فإن قسم أجزاء الطائرات سيكون له القيمة التالية 83 مليون ×  
12 = 996 مليون دولار

: وستكون القيمة الكلية للقسمين باستخدام مكرر لربحية هي  
مليون دولار 1,577 = (996 + 981)

فإذا كانت هذه قيمة القسمين بعد الفصل فتعتبر ذات قيمة لشركة نوبو ولكن المساهمين لا يقبلون أن يتحمل قسم السوبر ماركت كل التزامات شركة نوبو نتيجة عملية البيع. إن المساهمين الحاليين قد يفضلون عملية فصل قسم السوبر ماركت على عملية بيعه لأن مصالحهم كحقوق ملكية ستكون مستمرة في حالة الفصل أكثر من عملية البيع. ولكن إذا لم تتم عملية البيع فإن المبلغ النقدي الفائض (99) مليون دولار لا يمكن الحصول عليه ، وسيكون على قسم أجزاء الطائرات إقتراض مبلغ 201.6 مليون دولار بدلاً عن 399.6 مليون دولار.

: عقد المشاركة وعقد المضاربة (ج)

حسب عقد المضاربة الإسلامي فإن شركة أيرواسبيس ستتقاسم الأرباح مع شركة نوبو حسب الإتفاقيته عند الإتفاق مع بنك قطر الإسلامي. وكل الخسائر سيتحملها بنك قطر الإسلامي بإعتباره مقدم التمويل. كذلك لن يستطيع بنك قطر الإسلامي المشاركة في إتخاذ القرارات حسب عقد المضاربة. وستكون من عقد المضاربة علاقة وكالة بين شركة أيرواسبيس وبنك قطر حيث تستطيع شركة أيرواسبيس الحصول على عائداً أو إتخاذ قرارات بدون مشاركة بنك قطر وهذا سيخلق مشكلة وكالة. ولكن حسب عقد المشاركة فإن الأرباح والخسائر سيتم مشاركتها بواسطة الطرفين وبواسطة عقد المشاركة فإن بنك قطر الإسلامي سيكون طرف في العقد مع شركة أيرواسبيس وسيشارك في إتخاذ القرارات كذلك فإن عقد المشاركة سيخلص

البنك من مشاكل الوكالة لأن البنك سيشارك في إتخاذ القرارات لذلك سيتابع تقدم المشروع وذا فإن بنك قطر الإسلامي سيفضل عقد المشاركة على عقد المضاربة  
:قلق شركة نوبو من الإتفاق مع بنك قطر

عن العلاقة بين شركة ايرواسبيس وبنك قطر جعل العلاقة بين الشركتين أكثر تعقيداً وسوف تبدأ شركة نوبو في التفكير إذا ما كان المشروع المشترك مع ايرواسبيس سيكون ذو قيمة لأن دخول بنك قطر كشريك حسب عقد المشاركة سؤثر في توزيع الأرباح . وحقوق الملكية والإدارة التي سيتم التوصل إليها على شركة ايرواسبيس إدخال شركة نوبو في المفاوضات مع بنك قطر الإسلامي حتى يتم الوصول لإجماع في القرارات والإتفاقية بين الأطراف الثلاثة ولن يتم نجاح المشروع المشترك إلا بإتفاق الأطراف الثلاثة بخصوص نوعية المشاركة .

السؤال الثالث :

dividend policy سياسة التوزيعات (1) (أ)

إن كثير من الشركات مثل شركة ليما تقوم بحجز والإحتفاظ بالأرباح بدلاً عن توزيعها للمساهمين وتستخدم هذه الأرباح وكثير من هذه الشركات تصرح . (Growth) والأموال لتمويل النمو أنها لن تقوم بتوزيعات للأرباح ولذا فإن مساهمي هذه الشركات يتوقعون نمو لثرواتهم عن طريق العائدات أو الأرباح الرأسمالية بدلاً عن توزيعات الأرباح (capital gains)

Financing policy سياسة التمويل (2)

تقول أنه حتى (Capital structure) نظرية هيكل التمويل على (Tax shield) تستطيع الشركات الإستفادة من فوائد الضريبة فوائد الديون فعليها أن يكون هيكلها التمويلي خليط من الديون (Peaching) وحقوق الملكية. إن نظرية ترتيب التمويل الراسمالي تقترح أن الشركات تفضل إستخدام الموارد (order theory) الداخلية للشركة قبل البحث عن تمويل خارجي مثل الديون وإصدار أسهم حقوق ملكية

شركة ليما مولت مشاريعها عن طريق الموارد الداخلية وغصدار بدلاً من الحصول على ديون أو قروض (right issue) حقوق إصدار حتى تستفيد من فوائد الضريبة وقد يكون السبب في هذا (Debt) ل|أن الشركة تعمل بيئة صناعية سريعة التغيير وعالية المخاطر . كذلك قد لا تكون تريد الدخول في إتفاقيات ديون قد تقيدها

Risk management إدارة المخاطر (3)

تعرض شركة ليما لتقلبات في العائدات ولذلك لا تريد الدخول في تمويل خارجي يزيد من مخاطرها ولذا تسعى للحصول على أرصدة نقدية حتى تستطيع أن تمويل مشاريعها بأقل مخاطر ممكنة: إعادة مبالغ للمساهمين (4)

إن إعادة مبالغ للمساهمين قد تؤثر في كل السياسات المذكورة أعلاه. فقد يحدث تأثير على سياسة التمويل خاصة بالنسبة للأرباح المحتجزة وقد تسعى شركة ليما للحصول على تمويل عن طريق الدين (القروض) مما يؤثر في سياسة التمويل وكذلك ستتأثر سياسة إدارة المخاطر لأن الشركة ستسعى لإدارة مخاطر أسعار الفائدة

: تقييم سياسة التوزيعات للشركات الثلاث (ب)

Siga company شركة سيجا (i)

إن الزيادة في التوزيعات لشركة سيجا في السنوات الأخيرة حتى 2017 ناتجة من الزيادة في الأرباح بعد الضرائب لهذه الشركة فإذا إنخفضت هذه الأرباح فإن الشركة قد تخفض توزيعات أرباحها مما قد يؤثر على سعر أسهم الشركة وحتى تتجنب الشركة هذا الأمر عليها إتباع سياسة توزيعات مستقرة وثابتة

Wheata company شركة ويتا (ii)

إن شركة ويتا لها سياسة في زيادة التوزيعات بنسبة تقريبا 5% سنويا ولكن الأرباح (العائدات) تزيد فقط بنسبة 3% سنويا. إن نسبة التوزيعات في 2013 هي 60% وفي 2017 65% مما يعني أنها في زيادة وهذا يعني أن الشركة تقلل من الأرباح المحتفظ بها وقد لا يكون هنالك فرص استثمار متاحة للشركة حتى تزيد من عائداتها والإستمرار في هذا المعدل من التوزيعات والعائدات

Capo company شركة كابو (iii)

لقد زادت نسبة التوزيعات لشركة كابو من 20% في 2013 إلى 27% في 2017. إن الأرباح تنمو بصورة جيدة خلال الأعوام من 2013 حتى 2017 إن معدل نسبة التوزيعات تقريبا ثابتة وهذا النوع من الإستثمار جاذب للمستثمرين الذين يبحثون عن توزيعات أرباح رأسمالية عالية . ولكن على شركة ليما أن تضع في الإعتبار قضايا الضرائب والمدة التي قد تأخذها الأموال في عملية التمويل.

Current dividends الدخل المقدر المدفوع كتوزيعات لشركة ليما (ج)

capacity :

دولار 000

(23% × 600 مليون دولار) الدخل قبل الضرائب

138,000

(26% × 138 مليون دولار) الضريبة

(35,880)

الأرباح بعد الضرائب	102,120
أصف الإستهلاك (25% × 220 مليون دولار)	5
	5,000
ناقصاً: الإستثمار في الأصول	(67,000)
(overseas) التحويلات من الشركات التابعة بالخارج	(15,000)
	(900)
15 مليون دولار × 6% الضريبة الإضافية	
الدخل المقدر للتوزيعات	<u>104,220</u>

الزيادة المقدره في قدرة التوزيعات:  
 مليون دولار  $10,422 = 10\% \times 104,220$   
 %التوزيعات الإجمالية لمقابلة الضريبة الإضافية 6

$$\frac{10,422 \text{ نويلم}}{0.94} = 11,087,234$$

$$= \%100 \times \frac{780 \ 432}{1} \text{ الزيادة في نسبة التحويلات من الخارج}$$

73.9%

إن الأرباح المحولة من الخارج يجب أن تزيد بنسبة 73.9% حتى  
 %تستطيع الشركة زيادة قدرة التوزيعات بنسبة 10  
 على شركة ليما أن تنظر هل من الممكن القيام بهذا الأمر  
 فوائد إعادة شراء اسهم شركة ليما (د)

إن من أهم الفوائد من نظام إعادة شراء الأسهم بالنسبة  
 للمساهمين هو أنهم يمكنهم الإختيار بين إعادة بيع أسهمهم  
 للشركة أو عدم بيعها. هذا يعني أنهم يستطيعون إدارة الأموال  
 التي سوف يحصلون عليها وفي نفس الوقت إدارة إلتزاماتهم  
 الضريبية.

إن دفع توزيعات أرباح كبيرة يقابله إلتزامات ضريبية كبيرة على  
 المساهمين ولكن في نفس الوقت يخفض رأس مال الشركة وذلك  
 نتيجة زيادة عدد الأسهم المستردة فإن عائد السهم للمساهم سوف  
 يزيد مما يزيد سعر السهم للشركة.

السؤال الرابع :

(IMF) أهداف ودور صندوق النقد الدولي(أ)

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

1. 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 وتقليص زيادة الأسعار. كما تحاول هذه الدول زيادة صادراتها وذلك بتحويل أموال للصناعة ووسائل الإنتاج الأخرى.
2. 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.
3. لقد تم إنتقاد سياسات صندوق النقد الدولي وذلك أنها تؤثر على أصحاب الدخل المتوسط والضعيف مما يؤدي على المدى الطويل إلى إعاقة النمو والتطور.

أسباب مشكلة الدين العالمي (ب)

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 والاتجاه 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)

حل مشكلة الدين العالمي (ج)

هنالك عدد من الحلول لحل مشكلة الدين العالمي

(i) Write off adebt شطب الدين

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) sale of adebt بيع الدين

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

: إصلاحات الإقتصاد الكلي (iii)

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

: طرق أخرى لحل مشكلة الدين (iv)

4. زيادة فترة سداد الدين (أي ما يسمى بإعادة الجدولة)
  5. إعطاء ديون إضافية للدولة التي لا تستطيع سداد الفائدة وهذه تكون مصحوبة بشروط اإصلاح الإقتصادي
  6. 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).