

القسم الأول  
الأسئلة المتعددة الخيارات  
أحب على جمع الأسئلة في هذا القسم  
(كل سؤال درجتان)

1. دفعت شركة هاواي قبل فترة وجيزة توزيعات أرباح بمعدل 21 سنت للسهم الواحد وسعر السهم \$3.5. وقبل عام كان سعر سهمها بالسوق 3.6 دولار؟ ماهو العائد للمساهم خلال الفترة؟  
أ) 8.9%  
ب) 8.6%  
ج) 3.1%  
د) 0.9%
2. نظام حوافز الإدارة (managerial rewards) يجب أن يساعد المديرين في اتخاذ قرارات تتماشى مع أهداف المساهمين؟ أي من الآتي ليس من مميزات حزم المكافآت (remuneration package) المهمة بعناية؟  
أ) ربط الحوافز بالتغيير في ثروة المساهمين.  
ب) تطابق المدى الزمني للمديرين بالمدى الزمني للمساهمين.  
ج) إمكانية تلاعب المديرين.  
د) تشجيع المديرين لإتخاذ مواقف تجاه المخاطر تتماشى أو تشابه مواقف المساهمين.
3. أي من الآتي يعتبر من مساوئ إدارة الخزينة المركزية بمجموعة شركات دولية؟  
أ) ليس هنالك حوجة لإزدواج مهارات الخزينة خلال المجموعة.  
ب) الإقتراض يمكن ترتيبه في شكل إجمالي بسعر فائدة مناسب أكثر من المبالغ الصغيرة.  
ج) مخاطر العملة الأجنبية للمجموعة يمكن إدراتها بصورة فعالة وذلك بإدراك الوضع الإجمالي للمخاطر المعرضة لها الشركة.  
د) وحدات المجموعة تعرف أوضاعها المحلية أكثر من المركز الرئيس ويمكنها الإستجابة بسرعة لأي تطورات محلية.
4. مع أنه يتم الإحتفاظ بالنقد (cash) للإستثمارات للحصول على عائدات ، لكن على الشركات الإحتفاظ بأرصدة نقدية لإحتياجاتها الأخرى . أي من الآتي لا يعتبر من أسباب الإحتفاظ بالنقد؟  
أ) باعث أو حافز التحرك.  
ب) باعث أو حافز المعاملات.  
ج) باعث أو الحافز الوقائي.  
د) باعث أو حافز الإستثمار.
5. عند النظر لتقييم الإستثمارات في حالات عدم اليقين فإن إستخدام نظام المحاكاة (simulation exercise).

(أ) سيعطي إعتبار لتغيير عامل أو متغير واحد في كل مرة.  
(ب) سيعطي إعتبار لتأثير متغيرات كثيرة في نفس الوقت.

(ج) سيشير بصورة مباشرة لقرار الإستثمار الصحيح.  
(د) يعطي تقييم لإحتمالية تغير المتغير أو العامل.

6. أصدرت شركة سندات قرض غير مستردة 12% بسعر 95 دولار . وسعر السوق الحالي 92 دولار. تدفع الشركة ضريبة بنسبة 30%. ما هو صافي تكلفة التمويل السنوي لسندات القرض؟

(أ) 8.8%

(ب) 9.1%

(ج) 12.6%

(د) 13%

7. شركة ممولة بالكامل بحقوق الملكية (all equity) أصدرت بعض سندات القرض غير المستردة لتمويل مشروع له نفس مخاطر المشروعات الموجودة أو الحالية. تعمل الشركة في بيئة ذات ضريبة حرة ووضع سوق تمويل مثالي أو كامل (perfect) ما هو صحة الإفادات التالية ؟  
الإفادة الأولى : إن تكلفة حقوق الملكية ستتنخفض.  
الإفادة الثانية: متوسط تكلفة التمويل المرجح (WACC) سترتفع.

الإفادة الأولى الإفادة الثانية

(أ) صحيحة صحيحة

(ب) خطأ خطأ

(ج) صحيحة صحيحة

(د) خطأ خطأ

8. إن قروض السندات المتحولة المضمونة مقارنةً مع سندات القروض العادية المضمونة ، (إختار الإجابة الصحيحة).

(أ) تعتبر ذات تكلفة عالية لخدمتها وذلك بسبب مكون حقوق الملكية.

(ب) تعتبر أقل تكلفة لخدمتها وذلك بسبب مكون حقوق الملكية.

(ج) تعتبر ذات تكلفة عالية لخدمتها بسبب أن التحول لحقوق الملكية يتطلب من حاملها دفع مبالغ إضافية.

(د) تعتبر أقل تكلفة لخدمتها لأنه يتم ترتيبها بعد سندات القروض العادية المضمونة.

9. فيما يتعلق بالأسهم الممتازة كمصدر لرأس مال الشركات ، أي من هذه العبارات يعتبر صحيح؟

(أ) الأسهم الممتازة تعتبر نوع من رأس المال (قروض) والتي تحمل مخاطر قليلة مقارنةً بالأسهم العادية.

ب) الأسهم الممتازة تعتبر نوع من رأس المال (حقوق ملكية) والتي تحمل مخاطر عالية مقارنة بالأسهم العادية.

ج) الأسهم الممتازة تعتبر نوع من رأس المال (قروض) والتي تحمل مخاطر كبيرة مقارنة بالأسهم العادية.

د) الأسهم الممتازة تعتبر نوع من رأس المال (حقوق ملكية) والتي تحمل مخاطر قليلة مقارنة بالأسهم العادية.

10. ما معنى مصطلح توازن (matching)؟  
أ) هو المزاجية بين إدارتين ماليتين لخلق إدارة أكثر تعقيداً.

ب) هي الآلية التي توازن بها الشركة التدفقات الداخلة والخارجة للنقد الأجنبي.

ج) هي تسويات الشروط الآجلة للدفع بين الشركات.  
د) هي عقود لم يتم مقابلتها بعقود مستقبلية أو تم إنجاز التسليم.

11. للحكومة عدد من الأهداف الاقتصادية كجزء من سياستها المالية. أي من الأهداف التالية يخص غالباً السياسة المالية؟

1. زيادة إيرادات الضرائب.
2. السيطرة على نمو حجم عرض النقود.
3. خفض النفقات العامة.
4. المحافظة على خفض أسعار الفائدة.

أ) (1) فقط

ب) (1) ، (3) فقط

ج) (2) ، (4) فقط

د) (2) ، (3) ، (4)

12. خيار البيع (put option) يعطي؟

- أ) الحق في بيع أصل بسعر محدد.
- ب) التزام في بيع أصل بسعر محدد.
- ج) الحق في شراء أصل بسعر محدد.
- د) التزام في شراء أصل بسعر محدد.

13. أي من الآتي يصف بصورة أفضل الورقة التجارية؟

أ) قرض سندات مضمون طويل الأجل تصدره الشركات.

ب) قرض سندات مضمون قصير الأجل تصدره الشركات.

ج) قرض سندات غير مضمون طويل الأجل تصدره الشركات.

د) قرض سندات غير مضمون قصير الأجل تصدره الشركات.

14. تقوم شركة هاني بتقييم مقترح استثمار رأسمالي حسب البيانات الآتية:

التكلفة المبدئية	500,000 دولار
العمر الافتراضي	10 سنوات
التدفقات النقدية التشغيلية الداخلية السنوية	200,000 دولار
قيمة الخردة	100,000 دولار

سيتم استخدام طريقة القسط الثابت لإستهلاك الإستثمار ما هي فترة الإسترداد لهذا الإستثمار؟

(أ) 3.25 سنة.

(ب) 2.67 سنة.

(ج) 3.5 سنة.

(د) 2 سنة.

15. أي من السندات التالية أكثر احتمالية للمحافظة على قيمة سوقية ثابتة؟

(أ) السندات ذات الكبون الصفري.

(ب) السندات ذات المعدل المتغير.

(ج) السندات غير المستردة.

(د) السندات المتحولة.

16. أي من الآتي يمكن إعتباره ذا فائدة للمساهمين الحاليين لإدراج الشركة في سوق مال كبير (بورصة)؟

(أ) خفض متطلبات الإفصاح.

(ب) يمكن دفع توزيعات أرباح كبيرة.

(ج) تصبح أسهم الشركة أكثر سوقية (أي أكثر قابلية للتسويق)

(د) إنخفاض عمليات الإستحواذ على الشركة.

17. أي من الآتي يعتبر أصح تعريف للضمانة أو الكفالة ؟

(أ) الضمانة التي تقدم للحصول على دين.

(ب) إصدار أسهم بدلاً من التوزيعات النقدية.

(ج) الإتفاقيات المقيدة المضمنة لعقود الديون.

(د) خيارات الأسهم الملحقة بإصدارات الدين.

18. أي ثلاثة من الآتي نحتاج لها لتقدير تكلفة حقوق الملكية وذلك عند استخدام نموذج نمو التوزيعات؟

(أ) التوزيعات الحالية للسهم ، النمو المتوقع في معدل العائدات للسهم ، وسعر السهم الحالي بالسوق.

(ب) العائدات الحالية للسهم ، النمو المتوقع في معدل

التوزيعات للسهم ، وسعر السهم الحالي بالسوق.

(ج) العائدات الحالية للسهم،النمو المتوقع في معدل التوزيعات للسهم،والقيمة الدفترية الحالية للسهم.

(د) التوزيعات الحالية للسهم ، النمو المتوقع في معدل

التوزيعات للسهم ، وسعر السهم الحالي بالسوق.

19. أي من العبارات التالية والتي تخص إدارة رأس المال العامل تعتبر صحيحة؟

1. إن الهدفان الأساسيان لإدارة رأس المال العامل هما الربحية والسيولة.

2. المفهوم المحافظ لإدارة إستثمارات رأس المال العامل هما الربحية والسيولة.

3. إن إدارة رأس المال العامل يعتبر عامل أساس للنجاح طويل المدى للشركة.

(أ) (1) ، (2) فقط

ب) (1) ، (3) فقط

ج) (2) ، (3) فقط

د) (1) ، (2) ، (3)

20. أي من الآتي يعتبر من أصحاب المصلحة ذوي الصلة بالشركة ؟

أ) المجتمع ككل.

ب) مجموعات الضغط.

ج) العملاء.

د) الحكومة.

(إجمالي)

الدرجات (40)

القسم الثاني  
أحب على جميع الأسئلة في هذا القسم

السؤال الأول :

المعلومات المالية التالية تخص شركة حجار  
قائمة المركز المالي الحالية (مستقطع)

“000” — دولار

“000” دولار

“000” دولار

الأصول غير المتداولة  
48,965

الأصول المتداولة:

8,160

8,775

16,935

المخزون

العملاء

إجمالي الأصول المتداولة

الإلتزامات المتداولة:

3,800

10,200

إجمالي الإلتزامات المتداولة

14,000

صافي الأصول المتداولة

2,935

إجمالي الأصول ناقص صافي الإلتزامات

51,900

التنبؤات للتدفقات النقدية الحالية:

الشهر الثاني

الشهر الأول

الشهر الثالث

000 دولار

4,350

000 دولار

4,220

000 دولار

إجمالي التحصيل التشغيلي

3,808

4,100

3,950

إجمالي المدفوعات التشغيلية

3,750

200

فائدة لسته أشهر لسندات

الإستثمار الرأسمالي

2,000

أكمل المدير المالي للشركة فحص لإدارة حسابات العملاء  
وأقترح تدريب الموظفين وتحسين وتطوير الإجراءات التشغيلية ،  
وهو يعتقد أن هذه التحسينات ستخفض أيام المدينون (العملاء)  
لمتوسط القطاع الذي تعمل فيه الشركة وهو 53 يوم. وهذا  
الخفض في الأيام سيستغرق ستة أشهر لإنجازه من التاريخ  
الحالي ، وذلك بإعتبار أن الإنخفاض متساوي لكل شهر . وأقترح  
المدير المالي كذلك تغيير في طرق إدارة المخزون والتي يأمل  
أن تخفض أيام المخزون في كل شهر يومين وذلك لمدة ثلاثة  
أشهر من التاريخ الحالي. ولا يتوقع المدير المالي أي تغيير في  
حسابات الدائنون-

لشركة حجار سحب على المكشوف في حدود 4,000,000

دولار ويتم دفع فائدة السحب المكشوف بمعدل 6.17% للسنة ،

ويتم دفع الفائدة في كل شهر على أساس الرصيد الإفتتاحي في

بداية كل شهر. المبيعات الآجلة للسنة حتى التاريخ الحالي هي 49,275,000 دولار وتكلفة المبيعات 37,230,000 دولار. وهذه المستويات من المبيعات الآجلة وتكلفة المبيعات ستستمر في السنة القادمة. أفترض أن أيام السنة هي 365 يوم لكل سنة.

المطلوب:

- (أ) ناقش إستراتيجية تمويل رأس المال العامل لشركة حجار. (6 درجات)
- (ب) قم بإحتساب الآتي لشركة حجار:
1. رصيد البنك خلال ثلاثة أشهر إذا لم يتم إتخاذ أي إجراء.
  2. أحسب رصيد البنك خلال ثلاثة أشهر إذا تم العمل بمقترح المدير.
- علق على وضع تنبؤات التدفقات النقدية لشركة حجار ووصى بالإجراء المناسب.

(9 درجات)

(الإجمالي 15

درجة)

السؤال الثاني :

شركة إف إم واي تقوم بصناعة الزجاج لشركات المشروبات. وتعمل الشركة منذ 15 عام. الشركة حالياً ليس لها ديون أو إستدانة طويلة الأجل ولكن لها تسهيلات سحب على المكشوف يتم إستخدامه لتمويل المطلوبات قصيرة الأجل. تتنبأ الشركة بعائدات (أرباح) بعد الضرائب بمبلغ 4.5 مليون وإيرادات مبيعات 32 مليون دولار للسنة الحالية. وهذه المستويات من الأرباح والمبيعات متوقع إستمرارها إلا إذا شرعت الشركة في إستثمارات جديدة. المدير العام والذي هو أيضاً من المساهمين الكبار بالشركة يخطط لبرنامج توسع كبير لإستثمارات رأسمالية تحتاج لمبلغ 5 مليون دولار. وهذا الإستثمار سيعطي صافي قيمة حالية بمبلغ 1.2 مليون دولار عند تقييمه بإستخدام تكلفة تمويل الشركة بعد الضرائب والذي هو 12% وهذا الإستثمار متوقع أن يزيد من عائدات الأرباح بعد الضرائب بمبلغ مليون دولار سنوياً (هذا قبل الوضع في الإعتبار طريقة تمويل النمو أو التوسع). يفكر مجلس الإدارة في خيارات أو طريقتان لتمويل عملية التوسع.

- (1) حقوق إكتتاب (Right Issue) 1 إلى 4 للمساهمين الحاليين. وحالياً هنالك 10 مليون سهم مصدره بواسطة الشركة وسعر سهم الشركة الحالي 2.20 دولار.
- (2) أو الحصول على دين متوسط الأجل (لمدة 5 سنوات) بسعر فائدة ثابت 8.6% وهذا الدين سيكون مضمون (أو مرهون) بواسطة الأصول غير المتداولة خاصة الأراضي والمباني. تدفع الشركة الضريبة بنسبة 30% متأخرة سنة واحدة.

المطلوب:

أ) علق على تأثير كل طريقة من طرق التمويل المقترحة على قيمة الشركة (valuation of co). ويجب أن تشير إجابتك إلى نظرية هياكل التمويل (capital Structure) المختلفة.

(10 درجات)

ب) وضح الاختلافات الأساسية بين التمويل الإسلامي وطرق التمويل التقليدية الأخرى مثل طرق التمويل المذكورة أعلاه والتي تفكر فيها شركة إف إم واي.

(4 درجات)

(الإجمالي 15)

(درجة)

السؤال الثالث :

أجرت شركة جاوا أبحاث ودراسات للسوق بقيمة 200,000 دولار حتى تستطيع التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية لمشروع استثماري له عمر افتراضي 4 سنوات حسب المعلومات الآتية:

السنة	1	2	3	4
الإيرادات	1,250	2,570	6,890	000\$
التكاليف	500	1,000	2,500	000\$
	4,530			
	1,750			

تم احتساب الإيرادات والتكاليف قبل الوضع في الاعتبار نسبة التضخم والذي هو بنسبة 4.7% لكل إيراد أو تكلفة في السنة. التكلفة المبدئية للإستثمار والتي تم دفعها في بداية السنة الأولى هي مبلغ 2,000,000 دولار. وستكون قيمة الخردة (Scrap Value) للمشروع صفراً في نهاية السنة الرابعة لعمر المشروع.

مستوى الإستثمار في رأس المال العامل في بداية كل سنة متوقع أن يكون بنسبة 10% لكل إيراد في كل سنة خلال الأربعة سنوات. الإستهلاك المسموح به لغرض الضريبة سيكون بنسبة 25% على أساس الرصيد المتناقض ويتم احتسابه على التكلفة المبدئية للمشروع لكل سنة خلال عمر المشروع. تدفع شركة جاوا الضريبة على الأرباح بنسبة 30% متأخرة سنة واحدة (one year in arrears) وتستخدم الشركة معدل خصم إسمي (Nominal Rate) لتدفقاتها النقدية بعد الضرائب بمعدل 12%.

المطلوب:

أ) أحسب صافي القيمة الحالية للمشروع الإستثماري بإستخدام معدل الخصم الإسمي 12% وعلق إذا ما كان المشروع الإستثماري مقبول مالياً.

(12)

(درجة)

ب) وضح وأذكر ثلاثة طرق يمكن بها تحفيز المديرين التنفيذيين لشركة جاوا حتى يحققوا هدف تعظيم ثروة المساهمين.

(12)

(درجة)



السؤال الرابع :

شركة زاد متخصصة في صناعة معدات الحماية الخاصة ومدرجة في سوق الأوراق المالية. في إجتماع لمجلس الإدارة إقترح أحد المديرين غير التنفيذيين أن يتم التخلص من نظام خيار الأسهم المطبق حالياً بالشركة باعتبار أن المديرين التنفيذيين يتم مكافأتهم بواسطة هذا النظام على رغم أدائهم غير الجيد. ولكن مدير غير تنفيذي آخر إختلف معه وقال إن المديرين عندما يعملون بطريقة تخفض مشكلة الوكالة فإنهم قد لا يحفزون بإستخدام خيار الأسهم حتى لو تدنت أسعار سوق الأسهم.

المطلوب:

(أ) أشرح طبيعة مشكلة الوكالة .

(7 درجات)

(ب) ناقش إستخدام نظام خيار الأسهم كطريقة لخفض مشكلة الوكالة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كشركة زاد.

سوق

8)

(درجات)

(الإجمالي)

15 درجات)

,,, نهاية ورقة الأسئلة ,,,,

Q1	(C)	(ج)
Q2	(C)	(ج)
Q3	(D)	(د)
Q4	(A)	(أ)
Q5	(B)	(ب)
Q6	(B)	(ب)
Q7	(D)	(د)
Q8	(B)	(ب)
Q9	(D)	(د)
Q10	(B)	(ب)
Q11	(C)	(ج)
Q12	(A)	(أ)
Q13	(D)	(د)
Q14	(C)	(ج)
Q15	(B)	(ب)
Q16	(C)	(ج)
Q17	(D)	(د)
Q18	(D)	(د)
Q19	(B)	(ب)
Q20	(C)	(ج)

القسم الثاني

السؤال الأول:

(أ) عند مقارنة التمويل قصير الأجل بالتمويل طويل الأجل نجد أن التمويل قصير الأجل أكثر مرونة (Flexible) ولكنه أكثر مخاطرة من التمويل طويل الأجل ، ومن ناحية أخرى فإن التمويل قصير الأجل يعتبر أرخص من التمويل طويل الأجل. إن شركة حجار تمول أصولها المتداولة بتمويل قصير الأجل بمبلغ 14,000,000 دولار وهو عبارة عن الدائن والسحب المكشوف. وهذا المبلغ يعادل 83% من تمويل الأصول المتداولة أما باقي الـ 17% وهي مبلغ 2,935,000 دولار من إجمالي الأصول المتداولة حسب قائمة المركز المالي فتمول من تمويل طويل الأجل. إن التمويل قصير الأجل قد يقود شركة حجار إلى ما يسمى بالإفراط في التجارة (overtrading) مع ما يصحبه من مشاكل في عدم توفر السيولة للشركة.

(ب) (i) رصيد البنك خلال 3 أشهر إذا لم يتم إتخاذ أي إجراء.

الشهر	1	2	3
المبالغ بالملايين			
\$000	\$000	\$000	\$000
الإيرادات أول المتحصلات	4,350	4,220	4,220
المدفوعات	(3,808)	(3,950)	(4,100)
الفائدة على السندات	(3,750)		
فائدة السحب المكشوف	(18)	(19)	(200)
الإستثمار الرأسمالي	(18)		(18)
صافي التدفقات النقدية	(2000)		
رصيد البنك أول المدة	1960	251	32
رصيد البنك خلال الثلاثة أشهر	(3,517)	(3,800)*	(3,549)
	(5,477)	(3,549)	(3,517)

\* ملاحظة : رصيد البنك في أول المدة مكشوف حسب قائمة المركز المالي.

(ii) رصيد البنك خلال 3 أشهر إذا تم العمل بمقترح المدير المالي.

الشهر	1	2	3
المبالغ بالملايين			
\$000	\$000	\$000	\$000
الإيرادات أو المتحصلات	4,350	4,220	4,220
	3,808		

(4,100)	(3,950)	المدفوعات (3,750)
(200)		الفائدة على السندات
(18)	(19)	الفائدة السحب المكشوف (18)
		الإستثمار الرأسمالي (2000)
270	270	العملاء (المدينون) 270
<u>204</u>	<u>204</u>	المخزون 204
509	725	صافي التدفقات النقدية (1,481)
)	<u>(3,800)</u>	رصيد أول المدة (2,566) <u>(3,075)</u>
(3,566)	(3,075)	رصيد خلال الثلاثة أشهر (4,047)

العمليات الحسابية (Workings):  
الخفض في أيام العملاء (المدينون):

$$\text{أيام العملاء الحالية} = \frac{87,7}{94572} \times 65 = 65 \text{ يوم}$$

خفض ايام العملاء خلال 6 أشهر 65 يوم - 53 يوم = 12 يوم

$$\text{الخفض الشهري} = \frac{2}{5} = 2 \text{ يوم}$$

$$\text{كل يوم للعملاء يعادل} = \frac{177}{56}$$

$$\text{إذن الخفض الشهري للعملاء} = 2 \times 135,000 = 270,000 \text{ دولار}$$

دولار

الخفض في أيام المخزون:

$$\text{أيام المخزون الحالية} = \frac{86,1}{73032} \times 80 = 80 \text{ يوم}$$

$$\text{كل يوم للمخزون} = \frac{16,1}{08} = 102,000 \text{ دولار}$$

$$\text{إذن الخفض للمخزون} = 2 \times 102,000 = 204,000 \text{ دولار}$$

دولار

إحتساب الفائدة على السحب المكشوف:

$$\text{معدل الفائدة الشهري للسحب المكشوف} = \frac{1}{21} =$$

1.005 أو 0.5%

إذا لم يتم إتخاذ أي إجراء حسب إقتراح المدير المالي فإن :

$$\text{الفائدة للسحب المكشوف في الشهر الأول} = 3,800 \times 0.005 = 19,000 \text{ دولار}$$

$$\text{الفائدة للشهر الثاني} = 3,549 \times 0.005 = 17,745 \text{ أو } 18,000 \text{ دولار تقريباً}$$

$$\text{الفائدة للشهر الثالث} = 3,517 \times 0.005 = 17,585 \text{ أو } 18,000 \text{ دولار تقريباً}$$

أما إذا يتم إتخاذ إجراء حسب إقتراح المدير المالي فإن :

فائدة السحب المكشوف في الشهر الأول =  $3,800 \times 0.005 = 19,000$  دولار  
 الفائدة للشهر الثاني =  $3,075 \times 0.005 = 15,375$  أو  
 16,000 دولار  
 الفائدة للشهر الثالث =  $2,566 \times 0.005 = 12,830$  أو  
 13,000 دولار  
 الخلاصة:-

إذا لم يتم إتخاذ أي إجراء فإن السحب المكشوف لشركة حجار سيرتفع خلال 3 أشهر عن الحد الحالي كآآتي:  
 $5,477 - 4,000 = 1,477$   
 أو 1.48 مليون دولار تقريباً.  
 أما إذا تم العمل بمقترح المدير المالي فإن:  
 السحب المكشوف سيزيد فقط بمبلغ  $4,047 - 4,000 = 47$   
 أي 47,000 دولار فقط.  
 هنالك خفض للعملاء بمبلغ 270,000 دولار خلال الثلاثة أشهر.  
 أيضاً هنالك خفض للمخزون بمبلغ 204,000 دولار خلال الثلاثة أشهر.

إن المشكلة الحالية لأرصدة البنك ناتجة من مبلغ الـ 2 مليون دولار وهو مبلغ الإستثمار المالي حيث لا يجب تمويل الإستثمار المالي مثل شراء الأصول غير المتداولة بإستخدام التمويل قصير الأجل وإنما يتم تمويلها عن طريق التمويل طويل الأجل مثل السندات وحقوق الملكية (Equity). يتضح من التحليل أعلاه أنه يمكن العمل بمقترح المدير المالي ولكن يجب تمويل الإستثمار الرأسمالي عن طريق التمويل طويل الأجل.

السؤال الثاني:

(i) إذا تم التمويل عن طريق حقوق الملكية:

هنا يتم إحتساب سعر السهم النظري بعد الإكتتاب (theoretical ex-right price) وهو كآآتي:  
 سعر سهم الشركة الحالي = 2.20 دولار  
 عدد الأسهم المصدرة بواسطة الشركة 10 مليون سهم  
 التمويل المطلوب 5 مليون دولار  
 عدد الأسهم التي يتم إصدارها عند الإكتتاب 10 مليون سهم  
 = 2.5 مليون سهم

السعر النظري للسهم بعد الإكتتاب يحسب كآآتي:

$\frac{\text{القيمة السوقية للأسهم الحالية} + \text{القيمة المضافة بالتمويل}}{\text{عدد الأسهم الكلي بعد الإكتتاب}}$

$\frac{22 \text{ مليون دولار} + 5 \text{ مليون دولار}}{10 \text{ مليون سهم} + 5 \text{ مليون سهم}}$

10 مليون سهم  $\times 2.20$  (سعر السهم الحالي) = 22

مليون دولار

إذن  $\frac{22 \text{ مليون دولار} + 5 \text{ مليون دولار}}{10 \text{ مليون سهم} + 5 \text{ مليون سهم}} = 2.16$  سهم

السهم الجديد بعد عملية الإكتتاب (Right issue).

إذن سعر سهم الشركة النظري سينخفض من 2.20 إلى 2.16 دولار للسهم . ولكن هذا الإنخفاض لم يضع إعتباراً للفوائد

التي قد يقدمها المشروع الذي قد يزيد من قيمة السهم السوقية وبالتالي يزيد من ثروة المساهمين.

(ii) إذا تم التمويل عن طريق الحصول على دين:

إدعى مودجيانبي وميللر (M&M) عند وضع نظريتهم أن قيمة أي شركة (company value) لا تتأثر بكيفية تمويلها وهم يعتقدون أن تمويل أي شركة بحقوق الملكية بصورة كاملة (Equity) فإن هذا سيحافظ على معدل تكلفة التمويل المرجح (WACC) للشركة. ولكن عندما وضعوا إعتبار للوفر الضريبي (Tax shield) والنتائج من دفع الفائدة عند إدخال الدين (Debt) في تمويل الشركة فإنهم إستنتجوا أن هذا سيؤدي لإنخفاض تكلفة التمويل المرجح للشركة وبالتالي فإن قيمة الشركة ستزيد حتى لو وصلت قيمة الدين 99.9% من رأس مال تمويل الشركة.

إن شركة إف إم تمويل بالكامل بحقوق الملكية وإذا تم زيادة التمويل بحقوق الملكية فإن معدل الـ (WACC) سيتم المحافظة عليه وبالتالي المحافظة على قيمة الشركة. ولكن إذا تم الحصول على الدين فإن (WACC) سينخفض وستزيد قيمة الشركة حسب نظرية مودجيانبي وميللر. ولكن في الحياة العملية والخوف من الإفلاس فإن الشركات لا تصل لهذا المستوى العالي من الدين.

على الشركة التحقق من تأثير إستدانة مبلغ الـ 5 مليون دولار لأن هذا قد يزيد من قيمة الشركة.

(ب) المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي هي:

5. أنه يجب الحصول على الثروة من التجارة المشروعة والإستثمارات في الأصول وغيرها وأن تقديم التمويل للحصول على الفائدة يعتبر محرّم حسب الشريعة الإسلامية (ربا).

6. أنه يجب أن يكون هنالك فوائد إجتماعية وأخلاقية للمجتمع ككل بدون النظر للأرباح أو العائدات.

7. يجب أن يتشارك صاحب المال (الممول) مع القائم بالإستثمار أو النشاط التجاري في المخاطر.

8. هنالك أنشطة تعتبر محرمة حسب الشريعة الإسلامية مثل بيع الخمر والقمار.

لذا نخلص من أعلاه أن تقديم التمويل لشركة إف إم بفائدة 8.6% لمدة 5 سنوات ورهن أصول الشركة المتداولة لا يعتمد على المشاركة في المخاطر حيث تتحمل الشركة كل المخاطر. إن وجود الفائدة في التمويل الغربي أدى لمشاكل كثيرة في هذه الدول.

السؤال الثالث:

(أ) القيمة الحالية للإستثمار:

السنة	1	2	3	4
(المبالغ بالملايين)		\$000	\$000	\$000
	\$000	\$000		
الإيرادات	1,308.75	2,817.26	7,907.87	
	-			5,443.58

				التكاليف
				(2,102.93)
	1,721.05	785.25		صافي الإيرادات
			3,340.65	5,038.54
				الضريبة المستحقة
			(1,002.20)	(1,511.56)
				الوفر الضريبي على الإستهلاك
<u>112.50</u>	<u>150</u>		<u>253.13</u>	<u>84.38</u>
	1,635.47	785.25		صافي التدفقات
		(790.07)	1,913.47	4,634.72
	<u>246.43</u>	<u>(509.06)</u>	<u>(150.86)</u>	رأس المال العامل
				544.36
	1,126.41	634.39		تدفقات المشروع
		(749.07)	2,457.83	4,881.15
<u>0.712</u>	<u>0.797</u>	<u>0.893</u>		معدل الخصم 12%
		<u>0.567</u>		<u>0.636</u>
	<u>897.75</u>	<u>566.51</u>		القيمة الحالية
		(424.72)	1,563.18	3,475.38
6,078.10	إجمالي القيمة الإسمية للتدفقات النقدية			
(2,000.00)	ناقص التكلفة المبدئية			
(130.88)	ناقص رأس المال العامل			
<u>3,947.22</u>	صافي القيمة الحالية			
بما أن القيمة الحالية موجبة فإن الإستثمار يعتبر مقبول مالياً.				
ملحق العمليات الحسابية (Working):				
4	3	2	1	السنة
	\$000	\$000		(المبالغ بالملايين)
			\$000	\$000
6,890	2,570		1,250	الإيرادات
				4,530
2,817.26	1,308.75			التضخم بنسبة 4.7%
			5,443.58	7,907.87
4	3	2	1	السنة
	\$000	\$000		(المبالغ بالملايين)
			\$000	\$000
2,500	1,000		500	التكاليف
				1,750
1,096.21	523.50			التضخم بنسبة 4.7%
			2,102.93	2,869.33
4	3	2	1	السنة

	\$000	\$000	(المبالغ بالملايين) \$000	\$000
	2,817.26	1,308.75	الإيرادات بعد التضخم 5,443.58	7,907.87
	281.73	130.88	رأس المال العامل 10% 544.36	790.79
	(509.06)	(150.86)	الزيادة في رأس المال العامل (130.88)	246.43

	3	2	1	السنة 4
	\$000	\$000	\$000	(المبالغ بالملايين) \$000
	375	500	الإستهلاك المسموح به لغرض الضريبة 843.75*	281.25
	112.50	150	الوفر الضريبي 30% 253.13	84.38
	* قيمة الماكينة في نهاية السنة الرابعة = (2,000 - 500 - 375 - 281.25) = 843.75 دولار			

ب) إن المديرين التنفيذيين وهم وكلاء (agents) للمساهمين قد لا يعملون لتحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين وقد يسعون وراء تحقيق أهدافهم وهذا يسمى مشكلة الوكالة. يمكن تحفيز المديرين التنفيذيين لشركة جاوا باستخدام الوسائل الآتية لتحقيق أهداف المساهمين:

(1) نظام الحوافز المتصلة بالأداء Performance related pay:

هنا تتم حوافز ومكافآت المديرين التنفيذيين بأدائهم لتحقيق أرباح معينة في السنة أو تحقيق عائد جيد للسهم ويتم تحفيز المديرين عند تحقيق هذه الأهداف .

(2) نظام خيارات الأسهم Shares option :

هذا النظام يسمح للمديرين التنفيذيين بشراء أسهم الشركة بسعر معين وبيع هذه الأسهم في تاريخ معين ويتم ربط خيارات الأسهم بزيادة سعر سهم الشركة بسوق الأوراق المالية. إن هذا النظام يساعد على توحيد أهداف المساهمين بأهداف المديرين.

(3) متطلبات الحوكمة Stock exchange regulation:

إن متطلبات الحوكمة تسعى لزيادة مسئولية ومساءلة المديرين التنفيذيين وحتى يتم تحقيق هذا الأمر يتم تعيين مديرين غير تنفيذيين بلجان مجلس إدارة الشركة مثل لجنة المراجعة ، ولجنة الحوافز ، ولجنة المكافآت ولجنة التعيينات ويكون أغلب أعضاء هذه اللجان من المديرين غير التنفيذيين والهدف من ذلك أن يسعى هؤلاء المديرين غير التنفيذيين لتحقيق أهداف المساهمين. كذلك من متطلبات الحوكمة أن يقدم المديرين التنفيذيين تقارير سنوية للجمعية العمومية للمساهمين توضح الإلتزام بمواثيق الحوكمة والمسئولية الإجتماعية.



السؤال الرابع:

(أ) إن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم ثروة المساهمين ولكن الإدارة التنفيذية للشركة وباعتبارهم وكلاء لهؤلاء المساهمين قد لا يعملون لتحقيق هذا الهدف. إن فشل الإدارة في تحقيق هذا الهدف يشار إليه بمشكلة الوكالة. إن زيادة ثروة المساهمين يتم عبر زيادة سعر سهم الشركة وتوزيع الأرباح للمساهمين. إن مشكلة الوكالة تحدث بسبب إختلاف أهداف الإدارة التنفيذية عن أهداف المساهمين وذلك بسبب الفصل بين الإدارة والمساهمين حيث أن المساهمين في الشركات الكبيرة والمدرجة بسوق الأوراق المالية لا يديرون الشركة وبالتالي هم لا يعرفون كل القرارات التي تتخذها الإدارة التنفيذية.

(ب) إستخدام خيارات الأسهم لخفض مشكلة الوكالة: واحدة من الطرق المستخدمة لتشجيع مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية للشركة للعمل على تعظيم ثروة المساهمين هي منحهم خيارات الأسهم. وخيارات الأسهم هي حقوق لشراء أسهم بسعر مستقبلي يحدد عند إصدار هذه الأسهم. إن هذا يشجع الإدارة التنفيذية للدخول في مشاريع تساعد على زيادة سعر سهم الشركة لأن حوافزهم والتي هي في صورة خيارات أسهم مرتبطة بالزيادة في سعر السهم، وكلما كان السعر عالي عند ممارسة هذه الخيارات كلما كان العائد لهؤلاء المديرين أكبر. إن الهدف من خيارات الأسهم هو توحيد أهداف المساهمين بأهداف الإدارة التنفيذية (Goal congruence) ولكن هنالك بعض المشاكل المرتبطة بخيارات الأسهم وهي أن المديرين قد يحفزون بهذا النظام على الرغم من أدائهم غير الجيد، كذلك فإن بعض المديرين والذين يسعون أو يعملون على خفض مشكلة الوكالة قد لا يحفزون بإستخدام خيارات الأسهم عندما يتدنى سعر سهم الشركة بسوق الأوراق المالية (البورصة).