

الجزء الأول

السؤال الأول- إجابري :

منذ أن إستقلت دولة توب لاند منذ أكثر من 20 عاماً فإنها إتبعت نظام للحماية والذي جعل من الصعوبة على الشركات المتعددة الجنسية أن تعمل هنالك، ولكن مؤخراً وبعد النقاش مع منظمة التجارة العالمية (WTO) فقد أصبح من الممكن أن تخفض دولة توب لاند من نظام الحماية الذي تتبعه.

وقد شجع أمر تخفيض نظام الحماية شركة كاميرو (وهي شركة تنتج المواد الغذائية المعبأة) لإنشاء مشروع صناعي بدولة توب لاند لبيع منتجاتها هنالك وأيضاً بالدول المجاورة. وبعد إنفاقها 500,000 دولار في دراسة أولية إتضح لشركة كاميرو أن دولة توب لاند بها تجهيزات صناعية وطرق ووسائل نقل مناسبة وكافية ، كما أن بالدولة عدد مقدر من القوى العاملة الماهرة والرخيصة . وقد إتضح من الدراسة المبدئية أنه إذا تم خفض نظام الحماية فإن الطلب المحتمل لمنتجات شركة كاميرو يبدو واعدًا. كذلك إتضح أن الدخول مبكراً لدولة توب لاند سيعطي شركة كاميرو ميزة تنافسية على منافسيها لمدة خمسة سنوات هي عمر المشروع المقترح وبعدها سيتوقف المشروع وذلك بسبب تطوير معالجات صناعية متقدمة.

عملة دولة توب لاند هي البيسو وحسب سعر الصرف الحالي فإن 72 بيسو يساوي واحد دولار. ولإنشاء قاعدة صناعية بدولة توب لاند فإن تكاليف الإستثمار المبدئي والذي سيدفع فوراً هو 2,500 مليون بيسو ، وهذا المبلغ يغطي تكلفة الأراضي والمباني بقيمة 1,250 مليون بيسو ، و تكلفة الآلات والماكينات بباقي المبلغ 1,250 مليون بيسو. والإستهلاك المسموح به لغرض الضريبة (Tax allowable depreciation) متاح بالنسبة للآلات والماكينات بنسبة 10% من التكلفة على أساس القسط الثابت (Straight line basis) وسيكون هنالك رصيد تسوية (balancing adjustment) عند نهاية السنة الخامسة مع توقع بيع الماكينات والآلات بمبلغ 500 مليون بيسو بعد احتساب التضخم.

القيمة السوقية للأراضي والمباني متوقع أن تكون بنسبة 80% من قيمتها الحالية وهذه المبالغ شاملة للضريبة.

تحتاج شركة كاميرو فوراً لمبلغ 200 مليون بيسو لرأس المال العامل وليس من المتوقع أن يكون هنالك ضح إضافي لرأس المال العامل للسنوات الخمسة القادمة ، كما أنه عند توقف المشروع في نهاية السنة الخامسة فإن رأس المال العامل سيتم إسترداده بواسطة شركة كاميرو.

إنتاج المواد الغذائية سيكون في شكل دفعات (Batches) من منتجات مختلفة ، وهذه الدفعات من المنتجات سيتم بيعها لسلسلة السوبر ماركت وتجار الجملة والموزعين بدولة توب لاند وكذلك

بالدول المجاورة وهؤلاء سيقومون بإعادة تعبئتها حسب متطلباتهم. كل المبيعات ستم بعملة البيسو. متوسط عدد دفعات الإنتاج والمبيعات لكل سنة مقدر أن يكون كما يلي:

السنة	1	2	3
4	5		
الدفعات المنتجة والمباعة	10,000	15,000	
	26,000		
30,000			

السعر الحالي لكل دفعة مقدر أن يكون 115,200 بيسو والتكاليف ذات العلاقة لإنتاج وبيع كل دفعة مقدر لها حالياً 46,500 بيسو.

بالإضافة لهذه التكاليف فإن عدد من المنتجات تحتاج لمواد تعبئة خاصة عند إرسالها لدولة توب لاند وحالياً تكلفة مواد التعبئة هذه تكلف 200 دولار لكل دفعة. تكاليف التطوير والتدريب لإنتاج الدفعات مقدر لها أن تكون في السنة الأولى بنسبة 80% من تكلفة الإنتاج والتسويق (باستبعاد تكلفة مواد التعبئة الخاصة) وستنخفض إلى 20% في السنة الثانية (أيضاً باستبعاد تكلفة مواد التعبئة الخاصة) ولن يكون هنالك تكاليف للتطوير والتدريب في باقي السنوات. متوقع أيضاً أن تزيد تكاليف الإنتاج والتسويق لكل دفعة بنسبة 10% سنوياً. أما سعر البيع ومواد التعبئة الخاصة فإنها ستزيد بنسبة 5% سنوياً.

نسبة الضريبة حالياً 25% بدولة توب لاند، وشركة كاميرو تدفع ضريبة بنسبة 20% بدولة مقرها. والضرائب بالدولتين يتم دفعهم في سنة الإستحقاق ، توجد إتفاقية للضريبة المزدوجة بين الدولتين (bi-lateral tax treaty) وهذه الإتفاقية تسمح بتعويض أي ضريبة أو إلتزامات ضريبية تتحملها شركة كاميرو على عائداتها (دخلها) من الإستثمار الخارجي.

المخاطر المعدلة لتكلفة التمويل والمطبقة على المشروع على أساس التدفقات النقدية بالدولار هي 12% وهذا يعتبر أعلى من العائد من كمبيالات الخزينة قصيرة الأجل الدولارية بنسبة 4%. معدل التضخم الحالي بدولة توب لاند هو 8% ومعدل التضخم بدولة مقر شركة كاميرو هو 2%. يمكن إفتراض أن معدلات التضخم هذه لن تتغير في المستقبل المنظور وكل صافي التدفقات النقدية للمشروع سيتم تحويلها لشركة كاميرو في نهاية كل سنة.

يعتقد المدير المالي لشركة كاميرو أن هنالك عدم يقين حول هذا المشروع وقد قام بتقدير أن التدفقات النقدية قد تختلف بإنحراف معياري (standard deviation) بنسبة 35% بسبب عدم التيقن هذا.

قدمت شركة بلاد مؤخراً عرض لشركة كاميرو لتبيعها المشروع بمبلغ 28 مليون دولار عند بداية السنة الثالثة للمشروع وستتخذ

شركة كاميرو قرارها فيما إذا كانت ستبيع المشروع أم لا عند نهاية السنة الثانية من عمر المشروع.

المطلوب:

(أ) ناقش دور منظمة التجارة العالمية (WTO) والفوائد والمساوئ بالنسبة لدولة توب لاند من خفض أنظمة الحماية.

(9 درجات)

(ب) قم بتجهيز تقرير تقييمي لمجلس إدارة شركة كاميرو مركزاً على النقاط التالية مع إعطاء توصياتك والإجراء الممكن إتخاذه:

i. تقييم قيمة مشروع شركة كاميرو قبل العرض المقدم من شركة بلاد مع توضيح العمليات المحاسبية التي قمت بها. (14 درجة)

ii. تقييم قيمة المشروع ووضعا في الإعتبار العرض المقدم من شركة بلاد مع توضيح كل العمليات المحاسبية التي قمت بها. (9 درجات)

iii. ناقش الإفتراضات التي قمت بها في (i) و (ii) أعلاه ، وأيضاً مخاطر العمل الإضافية التي يجب أن تضعها شركة كاميرو في الإعتبار قبل الوصول لقرار نهائي بخصوص المشروع أو عدم المشروع. (14 درجة)

الدرجات المهنية لشكل وعرض التقرير للفقرة (ب). (4 درجات)

إجمالي

الدرجات (50 درجة)

الجزء الثاني

أحب على سؤالين فقط من أسئلة هذا القسم

السؤال الثاني :

محمد علي هو المدير التنفيذي لشركة تليكوم وهي شركة كبيرة ومدرجة في سوق الأوراق المالية وتعمل في مجال الاتصالات . والشركة في وضع مالي قوي ، وقد تطورت في السنوات الأخيرة من خلال إستراتيجية النمو عن طريق الإستحواذ (acquisition) . حالياً فإن نمو العائدات (earnings) يعتبر أعلى ولكن رغم ذلك فإن إحتياطيات الشركة من النقد تعتبر قليلة وذلك لإتباع عدد من إستراتيجيات الإستثمار في السنة السابقة . خلال غداء عمل تحدث السيد محمد علي وذكر أن شركة بلوتو المحدودة تعتبر شركة جاذبة لأن لها أصول كبيرة وأنه يرغب في إستحواذها . وشركة بلوتو تعتبر مورد قديم وراسخ لشركة تليكوم وإذا تم إستحواذها فإنها ستضيف بصورة كبيرة للقيمة السوقية لشركة تليكوم . وفي صباح اليوم التالي ظهرت بالصحف المالية تقارير تتحدث عن تعليقات السيد محمد علي وعند الساعة العاشرة صباحاً إرتفع سعر سهم شركة بلوتو بنسبة 15% وذلك خلال ساعات العمل الصباحية . بإعتبارك المدير المالي لشركة تليكوم فقد سمعت بهذا الموضوع عند إستقبالك لمكالمة عاجلة من مكتب السيد محمد علي . وكنت أكملت لتوك تحقيق عن خلفية شركة بلوتو وأيضاً ثلاث شركات أخرى تم إثارته خلال إجتماع مجلس إدارة الشركة في شهر مايو الماضي . وبعد تلك الخلفية بدأت في مراجعة وفحص للخطوات المطلوبة للحصول على تمويل عن طريق الإستدانة (debt finance) وإجراء مناقصة وإكمال إجراءات تحقيق شامل والحصول على معلومات تفصيلية (Due diligence) عن كل شركة . وعند وصولك في المساء لمكتب السيد محمد علي تفاجأت بوجود رئيس الشركة ضمن الحضور . وقد أنهى السيد محمد علي مكالمة للتو . وقد تم إخبارك عن الملاحظات التي أبدتها محمد علي في الغداء في اليوم السابق وأن المكالمة الفائتة والتي أنهاها محمد علي كانت من مكتب مسجل الشركات العامة وأن منظم الشركات يريد أن يعرف هل سيتم عمل مناقصة وهل هنالك أي بلاغ أو إعلان تريد أن تقوم به الشركة . وقد ذكروا لك أنهم سيردون على مكتب منظم الشركات . وهم يعلمون أنهم إذا أجبروا على الإعراف أن هنالك مناقصة وشبكة ومن ثم إنسحبوا بعد ذلك فإنهم لن يستطيعوا القيام بأي مناقصة أخرى إلا بعد ستة أشهر . وقد سألوك ماذا يفعلون . وبعد مناقشة قليلة معهم رجعت إلى مكتبك وبدأت في عمل مذكرة مع التوصيات اللازمة في هذا الخصوص .

المطلوب:

أ) ناقش فوائد ومساوئ النمو عن طريق الإستحواذ مقارناً بالنمو الداخلي . (5 درجة)

ب) قم بتقييم القضايا المالية والأخلاقية التي أثارها منظم الشركات. (15 درجة)

ج) إقترح التصرف أو الإجراء الذي يمكن أن تتبعه شركة تليكوم ، متضمناً أي إعلان أو بلاغ يمكن أن تقوم به الشركة موضحاً أن شركة تليكوم ترغب أن يكون خيارها مفتوح للقيام بمناقصة في المستقبل القريب. (5 درجات)

إجمالي

الدرجات (25 درجة)

السؤال الثالث:

شركة قابكو شركة كبيرة مدرجة في سوق الأوراق المالية ولها عدة شركات فرعية في قطاعات مختلفة ولكن نشاط الشركة الأساسي هو صناعة البترول. وقد قررت شركة قابكو أن تباع إحدى شركاتها وهي شركة تاكو وهذه الشركة تعمل في مجال قطع غيار معدات البترول. تتحصل شركة تاكو على أرباح ممتازة كما أنها تتوقع أن تزيد إيراداتها وتكاليفها حسب النسبة الحالية 8% في المستقبل المنظور.

قرر مدراء شركة تاكو وبعض الموظفين شراء الشركة. وحسب تقديرات مستقلة فإن القيمة السوقية لشركة تاكو تبلغ 81 مليون دولار وذلك إذا وافقت شركة قابكو على شطب قرضها الحالي لشركة تاكو. سيستثمر المديرين والموظفين مبلغ 12 مليون دولار لشراء 75% من حقوق ملكية الشركة. وسيدفع مستثمر آخر (Venture Capitalist) مبلغ 4 مليون دولار لباقي الـ 25% من حقوق الملكية.

وقد وافق بنك التمويل الدولي أن يقدم قرض بفائدة 9% لتمويل هذا الشراء . وسيتم دفع الفائدة كل نهاية سنة على مبلغ القرض المستحق الدفع بداية كل سنة. وتشرط إتفاقية القرض ألا يتم تجاوز نسبة الدين/حقوق الملكية الآتية في نهاية كل سنة من السنوات الخمسة القادمة:

السنة	1	2	3	4
نسبة الدين/حقوق الملكية	150%	125%	350%	250%
مستخرج من أحدث قائمة دخل لشركة تاكو:				

000\$

إيرادات المبيعات

60,000

مواد ومستهلكات

12,000

22,000

4,000

تكلفة العمالة

تكاليف أخرى

	توزيع مصروفات غير مباشرة مستحقة لشركة قابكو	14,000
2,000	الفائدة المدفوعة	
6,000	الأرباح قبل الضرائب	
	الضرائب	1,500
4,500	الأرباح المحتفظ بها	

حسب إتفاقية الشراء لشركة تاكو فإنه من المتوقع أن تقدم شركة قابكو خدمات إدارية بتكلفة 12 مليون دولار خلال السنة الأولى على أن تزيد بنسبة 8 % للسنوات اللاحقة. معدل الضريبة الحالي 25% على الأرباح ومن المتوقع أن 25% من الأرباح بعد الضرائب سيتم دفعها كتوزيعات أرباح كل سنة وبقية الأرباح سيتم تخصيصها كإحتياطيات . كما أنه من المتوقع أن تسدد شركة تاكو مبلغ 3 مليون دولار من إستحقاق القرض في نهاية كل سنة من السنوات الخمس وذلك من التدفقات النقدية الواردة من أنشطتها.

المطلوب:

(أ) بإختصار ناقش الفوائد المحتملة لشركة قابكو من بيع شركة تاكو لإدارة الشركة.

5)

(درجات)

(ب) أحسب إذا ما كان إتفاقية الديون/حقوق الملكية التي فرضها بنك التمويل الدولي على شركة تاكو يمكن للإخلال بها خلال فترة الخمسة سنوات.

9)

(درجات)

(ج) ناقش بإختصار النتائج المحتملة للجزء (ب) وأذكر بإختصار الإجراء الذي يمكن أن تقوم به شركة تاكو إذا كان هنالك إحتمال للإخلال بالإتفاقية.

5)

(درجات)

(د) ناقش الأسباب التي قد تجعل الشراء من الداخل بواسطة الإدارة قد لا ينجح.

6)

(درجات)

جملة الدرجات

(25 درجة)

السؤال الرابع:

زال شركة عالمية لها إستثمارات مباشرة في إحدى الدول النامية ، وحكومة هذه الدولة قامت بوضع وسائل للحماية ، لكن مؤخراً إتحتت حكومة هذه الدولة بمنظمة التجارة العالمية مما جعل شركة زال تفكر في الاثار التي ستترتب من هذه العضوية على الحماية التي تجدها لأنشطتها.

1- بإختصار ناقش التأثيرات المحتملة لعضوية هذه الدولة في منظمة التجارة العالمية على الإستثمارات المباشرة لشركة زال.

5)

(درجات)

تستخدم شركة زال الأسعار التحويلية (Transfer pricing) بين إستثماراتها الخارجية والشركة الأم. وتفكر في التلاعب بأسعار التحويل حتى تزيد من تحويلاتها من الدول النامية.

2- بإختصار أوضح الآلية التي تمنع التلاعب بأسعار التحويل للشركات الدولية أو العالمية.

5)

(درجات)

3- ناقش لماذا يحدث من تضارب في المصالح بين مساهمي الشركات (shareholders) وبين حاملي السندات (bondholders) .

8)

(درجات)

4- أعطي أمثلة لأنواع إتفاقيات الديون (covenants) التي يمكن تضمينها لسندات القروض وبإختصار ناقش فوائد ومساوئ هذه الإتفاقيات للشركات .

7)

(درجات)

جملة الدرجات

(25 درجة)

السؤال الأول :

: دور منظمة التجارة العالمية (أ)

لتستمر في تطبيق (WTO) قامت منظمة التجارة العالمية إن دور (GATT) الإتفاقية العامة للتعرفة أو ما يطلق عليها الجات :منظمة التجارة العالمية يمكن توضيحه في الآتي

- i. تخفيض عوائق التجارة بين الدول وهي تؤدي هذه المهمة وذلك بمحاولة خفض أو تقليل وسائل ونظم الحماية الذي تتبعه الدول مثل التعرفة الجمركية ، الكوتا ووسائل التقييد الأخرى على الواردات بين الدول
- ii. تعمل أيضاً على التخلص من التمييز في التجارة الدولية وتعمل على حل المشاكل والخلافات بين الدول وتساعد الدول على التفاوض
- iii. الدول في التشاور مع بعضها البعض قبل إتخاذ (WTO) تساعد إجراءات الحماية
- iv. إن منظمة التجارة الدولية تعمل بمبدأ الدولة ذات الأفضلية وهذا المبدأ يحث الدولة التي تعمل على خفض جماركها وتعرفتها لاي دولة أن تقوم بنفس المبدأ لكل الدول الأعضاء في المنظمة

إن دولة توب لاند يمكنها الإستفادة من خفض أنظمة الحماية لأن هذا سيمكن دول أخرى من خفض أنظمة الحماية الموضوعة ضد دولة توب لاند وهذا الخفض سيمكن دولة توب لاند من زيادة تجارتها بين الدول الأخرى ويساعدها في النمو الإقتصادي كما يساعدها في التخلص والحصول على ميزة تنافسية في بعض السلع والخدمات والمنافسة عالمياً

إن المساوئ هو أن دولة توب لاند قد لا تستطيع مواصلة الحماية للصناعات الصغيرة التي تسعى لتطويرها. كذلك إذا لم يكن هنالك حماية لبعض الصناعات القديمة والتي معرضة للتدهور فإن هذا سوف يقضي عليها من المنافسة الخارجية. أيضاً لا بد من وجود حماية حتى لا يحدث إغراق بالسلع بدولة توب لاند وهذا الإغراق نتيجة لوصول سلع بأسعار منخفضة مما يؤثر على المنتجين المحليين

:تقرير لمجلس إدارة شركة كاميرو (ب)

هذا التقرير يقيم مشروع شركة كاميرو في الإستثمار أو عدم الإستثمار في مشروع المواد الغذائية بدولة توب لاند وقيم المشروع قبل العرض المقدم من شركة بلاد حسب الملحق (1) المرفق فإن صافي القيمة الحالية الأولية للمشروع سلبية بمبلغ (451,000) دولار تقريباً. وهذا يقترح أن شركة كاميرو يجب ألا تشرع في المشروع

إن (Real putoption) إن عرض شركة بلاد يعتبر خيار حقيقي (Standard deviation) خيار البيع يمكن إحتسابه بإستخدام إنحراف معياري ونموذج بالل شولز للتسعير. على الرغم من أن شركة (Standard deviation) كاميرو لن تتحصل على تدفقات ثفورية من عرض شركة بلاد لكن إحتسابات خيار البيع الحقيقي يوضح أن المشروع يستحق المتابعة لأن التقلبات قد ينتج عنها زيادة في التدفقات النقدية المستقبلية عند وضع إعتبار لعرض شركة بلاد وتقديرات المدير المالي فإن صافي القيمة الحالية للمشروع يصبح موجب بمبلغ 2,993,000 دولار تقريباً (أنظر الملحق 2) وهذا يقترح أن شركة كاميرو يمكن أن تشرع في المشروع

Assumpetions: الإفتراضات

- v. كل المتغيرات من إيرادات ، تكلفة ، ضريبة ، الإستثمار ، المبدئي وإسترداده ، والتضخم وتكلفة التمويل تم إفتراض أنها صحيحة. ولكن هنالك عدم تيقن بخصوص صحة هذه المبالغ والأمر يحتاج لإستخدام تحليل الحساسية وتحليل السيناريو حتى يتم تقييم عدم التيقن هذا
- vi. لقد تم إفتراض أن قيمة الأرض والمباني لها تكلفة ذات صلة ولكن هذا الإفتراض غير سليم
- vii. أيضاً تم إفتراض أن شركة كاميرو ستستفيد بصورة كاملة من إتفاقية الضريبة المزدوجة وأنها لن تدفع أي ضريبة إضافية في بلد مقرها
- viii. تم إفتراض أن كمبيالات الخزينة قصيرة الأجل تساوي العائد الخالي من المخاطر كذلك تم إفتراض أن التدفقات قد تختلف بإنحراف معياري بنسبة 35% حسب تقييم المدير المالي
- ix. كذلك تم إفتراض أن شركة بلاد ستفئ بعرض شراء المشروع بعد سنتين وأن هنالك لا يوجد عدم يقين بخصوص هذا الأمر كل هذه الإفتراضات لا يمكن تطبيقها على خيار البيع الحقيقي لذا على مجلس الإدارة ألا يعتبر أن القيم (Real putoption) المتحصل عليها مؤكدة ونهائية

Addition Business Risk: مخاطر العمل الإضافية

قبل إتخاذ القرار النهائي على شركة كاميرو أن تضع في الإعتبار المخاطر الإضافية متضمنة مخاطر العمل كما عليها أن تعمل على خفض هذه المخاطر بقدر المستطاع. وهذه المخاطر قد تشمل:

المخاطر السياسية:

- x. قد تتغير الحكومة الحالية وقد تأتي حكومة أخرى تعمل على تقييد التحويلات المالية للشركة الأم ، لذا على شركة كاميرو أن تضع هذا في الإعتبار

- xi. كذلك على شركة كاميرو أن تتأكد أن الدول التي سوف تقوم ببيع بضائعها لها مستقرة مالياً وأن بها بنية تحتية مناسبة لهذه الأعمال.
- xii. كذلك على شركة كاميرو أن تتأكد أن معدلات الضرائب بدولة توب لاند لن تتغير بصورة ضارة بالمشروع المزمع إنشاؤه.
- xiii. على شركة كاميرو أن تنشئ شركة تابعة ، أو مشروع مشترك أو فرع للقيام بالمشروع كما عليها أن تتعرف على القوانين والأنظمة بدولة توب لاند.
- xiv. كذلك على شركة كاميرو أن تتعرف على الفروقات الثقافية في الإستهلاك قبل أن تقوم بتصنيع منتجاتها لتصديرها للدول التي تزمع أن تصدر لها.
- xv. على شركة كاميرو أن تضع أنظمة مناسبة للرقابة الداخلية وفصل المهام وأن تركز على الجودة حتى تستطيع أن تنتج منتجات مقبولة لا تعرضها لسمعة سيئة في هذه البلدان.

التوصيات:

يمكن لمجلس إدارة شركة كاميرو أن يشرع في المشروع إذا تأكد أن العرض موثوق وأن تحليل الحساسية وتحليل السيناريو أوضح أن تأثيرات عدم التيقن مقبولة كما أنه وضع إعتبار لمخاطر العمل وعمل على خفضها.

وإذا لم يتم وضع إعتبار لعرض شركة بلاد فإن الشركة يمكنها البحث في القيام بالمشروع بدولة توب لاند مع مراعاة كل الإعتبارات المذكورة.

Appendices الملحقات:

الملحق (1)

السنة	1	2	3	4	5
إيرادات المبيعات (W2)	4000.8	1209.6	1905.1		
تكلفة الإنتاج والتسويق	3640.7	2205.4	(511.5)	(844.0)	(1123.3)
مواد التعبئة الخاصة (W4)	(160.1)	(267.0)	(572.0)	(1770.1)	(593.7)
تكلفة التدريب والتطوير		(409.2)	(168.8)		(366.9)
الإستهلاك المسموح للضريبة		(125)	(125)	(125)	(125)
رصيد تسوية	-	-	-	-	(125)

ربح أو خسارة قبل الضرائب	308	500.3	1425.4
		1173.6	465.2
الضريبة 25%	(1.0)	(125.1)	(356.4)
		(293.4)	(116.3)
إضافة الإستهلاك لغرض الضريبة	125	125	125
			25
التدفقات النقدية (ملايين البيسو)	127.8	500.2	1
	194.0	1005.2	589.9
(W1) سعر الصرف	76.24	80.72	85.47
		90.50	95.82
التدفقات النقدية	1676.3	6196.7	13969.8
		1107.2	6250.3
معدل الخصم 12%	0.893	0.797	0.712
		0.636	0.567
القيمة الحالية	1496.9	4938.8	9946.5
		7064.2	3543.9

القيمة الحالية للتدفقات النقدية 26,990,000 دولار

القيمة الحالية للأراضي والمباني والماكينات في خمسة سنوات

500 مليون بيسو) ÷ 95.82 × (مليون بيسو 1,250 × 80%) =

0.567 = 8,876,000 دولار تقريباً

= القيمة الحالية لرأس المال العامل

200 مليون بيسو ÷ 95.82 × 0.567 = 1,183,000 دولار 200

تكلفة الإستثمار المبدئي = (2,500 مليون بيسو + 200 مليون بيسو) ÷

72 = 37,500,000 دولار

= صافي القيمة الحالية للمشروع

دولار + 8,876,000 دولار + 1,183,000 دولار - 26,990,000

37,500,000 دولار = 451,000 دولار

اسعار الصرف 1)

السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة	السنة الرابعة
	$(72 \times 1.08) \div 1.02$	$(76.24 \times 1.08) \div 1.02$	
	$(80.72 \times 1.08) \div 1.02$	$(85.47 \times 1.08) \div 1.02$	
= 76.24	= 80.72	= 85.47	=
			90.50
			السنة الخامسة
			$(90.50 \times 1.08) \div 1.02$
			= 95.82

	إيرادات المبيعات (مليون بيسو) 2)
السنة الأولى	السنة الثانية
	السنة الثالثة
$10,000 \times 115,200 \times 1.05$	$15,000 \times 115,200 \times 1.05$
	$30,000 \times 115,200 \times 1.05$
1,209.6	1,905.1
	4,000.8

السنة الرابعة	السنة الخامسة
$26,000 \times 115,200 \times 1.05$	$15,000 \times 115,200 \times 1.05$
3,640.7	2,205.4

تكاليف الإنتاج والتسويق (مليون بيسو) 3)

السنة الأولى	السنة الثانية
	السنة الثالثة
$10,000 \times 46,500 \times 1.1$	$15,000 \times 46,500 \times 1.1$
	$30,000 \times 46,500 \times 1.1$
511.5	844.0
	1,856.7

السنة الرابعة	السنة الخامسة
$26,000 \times 46,500 \times 1.1$	$15,000 \times 46,500 \times 1.1$
1,770.1	1,123.3

مواد التعبئة الخاصة (مليون بيسو) 5)

السنة الأولى	السنة الثانية
	السنة الثالثة
$10,000 \times 200 \times 76.24 \times 1.05$	$15,000 \times 200 \times 80.72 \times 1.05$
	$30,000 \times 200 \times 85.47 \times 1.05$
160.1	267.0
	593.7

السنة الرابعة	السنة الخامسة
$26,000 \times 200 \times 90.50 \times 1.05$	$15,000 \times 200 \times 95.82 \times 1.05$
572.0	366.9

الملحق (2)

تقدير قيمة المشروع متضمناً عرض شركة بلاد
تقريباً $(Pa) = 30,613,600$ (القيمة الحالية للأصل الأساس
(هذا مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية للسنوات 3 ، 4 ، 5)

السعر المقدم من شركة بلاد 28,000,000 دولار

التقلب في الأصل - 35 - إنحراف معياري

الوقت المتبقي لتنفيذ الخيار = 2 سنة

$$d1 = (\ln(30613.6 + 28,000) + (0.04 + 0.5 \times 0.35))$$

$$\times 21 / (0.35 \times 2^{1/2}) = 0.589$$

$$d2 = (0.589 - 0.5 \times 2^{1/2}) = 0.094$$

$$N(d1) = 0.5 + 0.2220 = 0.7220$$

$$N(d2) = 0.5 + 0.0375 = 0.5375$$

$$\text{Call value} = 30,613,600 \times 0.7220 - 28,000,000 \times 0.537 \times e^{-0.04 \times 2}$$

دولار تقريباً 8,210,000

$$\text{Put value} = 8,210,000 - 30,613,600 + 28,000,000 \times e^{-0.04 \times 2} = 3,444,000$$

دولار تقريباً 3,444,000

$$= 451 - 3,440 = \text{صافي القيمة الحالية للمشروع لخيار البيع} = 2,993 \text{ مليون دولار}$$

الجزء الثاني

السؤال الثاني:

فوائد النمو عن طريق الإستحواذ (i) (أ)

1. إن الإستحواذ على شركة موجودة يعتبر طريقة سريعة للدخول لأعمال جديدة أكثر من إنشاء مشروع جديد مستخدماً الموارد الداخلية (النمو الداخلي) ، لأن الشركة المستحوذة لها أعمال موجودة وعالية الشهرة .
2. كما أن الإستحواذ قد يخلصك من منافس في السوق ويزيد أرباح شركتك كذلك يساعد الإستحواذ على توحيد موارد الشركتين .
3. وبما أن شركة بلوتو تعتبر من كبار الموردين لشركة تليكوم فإن هذا سيؤمن لهم سلسلة الإمداد ويخفض التكاليف وهذا مهم جداً في قطاع الإتصالات .
4. كذلك إستحواذ شركة بلوتو سيضيف بصورة كبيرة للقيمة السوقية لشركة تليكوم .

مساوئ النمو عن طريق الإستحواذ (ii)

5. غالباً على شركة تليكوم دفع عمولة كبيرة حتى تشجع مساهمي شركة بلوتو على البيع وهذا قد يكلف كثير .
6. كذلك الشركة المستحوذة قد لا تنتج السلع والخدمات التي تريدها الشركة المشترية أو يتطلب هذا الأمر إستثمارات كبيرة حتى الوصول للمتطلبات .
7. أيضاً تحدث مشاكل في الإدارة خاصة إذا اختلفت ثقافة الإدارة بين الشركتين . إن الإختلافات الإدارية قد تتسبب في خسارة موظفين أساسيين مما يقلل من الجودة .

القضايا المالية (i) (ب)

شركة تليكوم في وضع مالي قوي في الوقت الحاضر مما جعل السوق يتفاعل بتعليقات المدير التنفيذي محمد علي حيث زاد سعر شركة بلوتو بنسبة 15% وهذا نتيجة الشعور أن الشركة هدف للإستحواذ .

المشكلة أن شركة تليكوم في المراحل الأولى من تحقيقها بخصوص شركة بلوتو وتقوم بجمع معلومات تفصيلية عنها وعن ثلاث شركات أخرى . وبارتفاع سهم شركة بلوتو في سوق الأسهم

سيؤثر على السعر الذي قد تعرضه شركة تليكوم لإستحواذ شركة بلوتو.

القضايا الأخلاقية (ii)

هنالك الآن معضلة في كيفية مواصلة شركة تليكوم لخطتها . إن شركة تليكوم تطورت بسرعة في السنوات الأخيرة من خلال إستراتيجية النمو عن طريق الإستحواذ لذا ليس من الأخلاق أن تنكر الشركة أن لها مصلحة في شركة بلوتو. لأنه قد تم مناقشة موضوع شركة بلوتو ومعها الشركات الثلاث خلال إجتماع مجلس الإدارة السابق كما تم البحث في وضع الشركة وكيفية الحصول على تمويل للإستحواذ لذا على الشركة أن توضح نيتها

التصرف الذي يمكن أن تتبعه شركة تليكوم (ج)

على شركة تليكوم عمل بلاغ أو إعلان بخصوص وضع شركة بلوتو. وعليها تأكيد أنها تسعى لإمكانية إستحواذ شركة بلوتو ولكن مجلس الإدارة قد قرر عدم القيام بمناقصة الآن. كما على شركة تليكوم أن توضح أنها تحتفظ بحق القيام بمناقصة وأنها الآن تقوم بعمل تحقيق وجمع معلومات عن شركة بلوتو وتقوم بتطوير مقترح مناقصة قبل دخولها في تفاوض مع مجلس إدارة شركة بلوتو

السؤال الثالث :

الفوائد المحتملة لشركة قابكو من بيع شركة تاكو (أ)

إن شركة تاكو سيتم شراؤها بواسطة إدارتها لذلك لن يكون هنالك تكاليف في البحث عن مستثمرين لشراء الشركة. كذلك فإن الملاك الجدد معروفون داخل الشركة مما يسهل التعامل معهم. إن الموظفين والمدراء الذين إشتروا الشركة يعرفون الشركة وقد ينجحون في إدارتها ، كذلك فإن شركة قابكو (الشركة الأم) ستقدم خدمات إدارية في السنة الأولى وقد تستثمر في المستقبل. إذا نجحت عملية البيع فإن سمعة شركة قابكو ستزيد عند أصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين.

هل سيتم خرق إتفاقية الدين خلال فترة الخمسة سنوات (ب)

للإجابة على هذا السؤال فإننا يجب أن نحسب نسبة الدين لحقوق الملكية للخمسة سنوات القادمة معتمدين في التحليل على قائمة الدخل لشركة تاكو

السنة	1	2	3	4	5
		\$000	\$000	\$000	\$000
			\$000	\$000	\$000
			23,760	25,661	
			27,714	29,931	32,325
			(12,000)	(12,960)	(13,997)
				(15,116)	(16,326)
				(5,850)	(5,850)
			(5,310)	(5,040)	(4,770)

الربح قبل الضريبة	5,910	7,121	8,407
الضريبة بنسبة 25%	(1,478)	(1,780)	(2,102)
الربح بعد الضريبة	4,432	5,341	6,305
توزيع الأرباح بنسبة 25%	(1,108)	(1,335)	1,576
الأرباح المحتفظ بها (الإحتياطيات)	3,324	4,006	4,729
		5,498	6,316

القيمة الدفترية لحقوق الملكية:

السنة	1	2	3	4	5
-------	---	---	---	---	---

	\$000	\$000	\$000	\$000	\$000
الرصيد الإفتتاحي لحقوق الملكية	16,000	19,324	23,330	28,059	33,557
الإحتياطيات	3,324	4,006	4,729	5,498	6,316
الرصيد الختامي لحقوق الملكية	19,324	23,330	33,557	39,873	44,873

إحتساب الدين/حقوق الملكية:

السنة	1	2	3	4	5
-------	---	---	---	---	---

	\$000	\$000	\$000	\$000	\$000
الدين المستحق في نهاية السنة	62,000	59,000	53,000	50,000	56,000
الرصيد الختامي لحقوق الملكية	19,324	23,330	33,557	39,873	44,873
نسبة الدين / حقوق الملكية	%321	%253	%158	%125	%125
أقصى نسبة حسب إتفاقية الدين	%350	%250	%150	%200	%200
هل تم خرق إتفاقية الدين	لا	لا	نعم	لا	لا

الحلول (Working):

الإيرادات الحالية قبل المصاريف الإدارية (w1)

	\$000
الإيرادات	60,000
المواد والمستهلكات	(12,000)

تكاليف العمل	(23,000)
التكاليف الأخرى	(4,000)
الإيرادات الحالية قبل المصاريف الإدارية	22,00
	0

% الزيادة السنوية 8

الفائدة المستحقة (w2)

القرض في بداية السنة الأولى = 81 مليون دولار (القيمة السوقية) -
12 مليون - 4 مليون = 65 مليون

السنة	1	2	3	4	5
	\$000	\$000	\$000	\$000	\$000
	\$000	\$000	\$000	\$000	\$000
الرصيد المستحق بداية كل سنة		65,000	62,000	59,00	53,000
		0	56,000	53,000	
الفائدة بنسبة 9%		5,850	5,580	5,310	4,770
			5,040		

النتائج الضمنية من خرق إتفاقية الدين (ج)

لقد تم خرق الإتفاقية في السنة الثانية والرابعة فقط. هنالك
قضيتين لهذه النتائج يجب وضعها في الإعتبار

كيف سيكون رد البنك على خرق إتفاقية القرض وهل هذا (أ)
الخرق سيهدد أعمال شركة تيكو

هل يمكن تحقيق الإيرادات والتكاليف في السنة الثالثة (ب)
والخامسة . يجب على شركة تيكو القيام بتحليل للحساسية
كما يجب وضع مخصصات لمقابلة أي خرق للإتفاقية

الأسباب التي تؤدي لفشل شراء الشركة بواسطة إدارتها (د)

إن مدراء الشركة الجديدة قد يكونون قادرين على الإدارة (أ)
التشغيلية للشركة ولكنهم يملكون خبرة قليلة أو لا يملكون أي
خبرة في الإدارة المالية أو المحاسبة المالية أو إستراتيجية
واضحة للشركة

قد لا تتحقق التدفقات النقدية التقديرية للسنوات الخمسة (ب)
القادمة وكذلك قد لا تستطيع الشركة دفع الفوائد

كذلك إذا كان سبب بيع الشركة هو صعوبات مالية فقد لا (ت)
تستطيع الإدارة الجديدة مواجهة هذا الأمر. أيضاً بتغيير ملكية
الشركة قد يبحث العملاء عن موردين آخرين كذلك قد لا يتعامل
الموردون مع هذه الشركة الجديدة بإعتبار عدم التيقن في
المعاملات. كذلك قد يبقى جزء من الموظفين الأساسيين مع
الشركة الأم مما يجعل من الصعب على الشركة الجديدة
الحصول على موظفين أكفاء ذوي خبرة

السؤال الرابع:

(WTO) التأثيرات المحتملة لعضوية الدولة في (1)

إن إزالة العوائق نتيجة لعضوية شركة زال في منظمة التجارة يعرض الشركة للمنافسة من الدول الأخرى. ولكن (WTO) العالمية بتعزيز التجارة مع تلك الدولة فإن عضوية المنظمة قد تحسن البيئة الاقتصادية التي تعمل بها الشركة مما يؤدي لفرص تصدير أكبر. كما أن إزالة العوائق مع الدول الأخرى قد يزيد من التجارة

الآلية التي تمنع التلاعب بأسعار التمويل (2)

إن الوسائل التي تستخدمها سلطات الضرائب لمنع التلاعب هو أن تتعامل الشركات العابرة للقارات بمبدأ التعامل التجاري البحت بين الشركة وفروعها وهذه تشمل الأسعار التي تتعامل بها الشركات العابرة للقارات مع الشركات الأخرى غير ذات العلاقة. والطريقة الأخرى هي تحديد سعر البيع للمنتج أو الموزع ثم تقدير سعر التحويل. هنالك أيضاً طريقة هامش الربح حيث يحدد السعر حسب التكلفة مع إضافة هامش الربح. هنالك أيضاً طريقة مقارنة الأسعار وهذه الطريقة تعتمد على أن الشركات التي تعمل في نفس المجال لها تقريباً أداء متشابه ونسب أداء متشابهة. وأخيراً هنالك طريقة تقسيم الأرباح على أي عملية بين الأطراف ذات العلاقة (أي الشركة وفروعها)

تضارب المصالح بين المساهمين وحاملي السندات (3)

هنالك عدة أسباب لهذا التضارب ويمكن إختصارها فيما يلي في حالة دخول الشركة في مشاريع ذات مخاطرة فإن (ث) المساهمين سوف يطالبون بمستويات عائدات عالية. ولكن حملة السهم من ناحية أخرى يهتمهم أن تكون هنالك عائدات كافية لدفع الفائدة على القروض كل سنة وكذلك دفع أصل القرض في النهاية، لذا فإن دفع هذه الفوائد سيقلل من توزيعات الأرباح للمساهمين

إذا كان هنالك مشاكل بالشركة وقد تؤثر على دفع الفائدة (ج) لحملة الأسهم سيعملون لتصفية الشركة. من ناحية أخرى يسعى المساهمين لإستمرارية الشركة لأنه عند تصفيتها سيكونون آخر المستفيد

يسعى المساهمون للحصول على مزيد من التمويل عن طريق (ح) القروض والإستدانة حتى لا يقوموا بعمل إكتتاب للأسهم أو تنخفض مساهماتهم وكذلك للمحافظة على السلطة. ولكن حملة السندات قد يرفضون مزيد من القروض. لأن هذا يعرض سداد الفوائد لهم للمخاطر وقد يتسبب في عدم دفع الفائدة وأصل الدين

عند إعطاء قروض بواسطة المقرضين للشركة فإنهم يقومون (4) بعمل إتفاقية تحدد طريقة سداد هذه القروض وفوائدها حسب الشروط وكذلك متطلبات أخرى من الشركة

:هنالك ثلاثة أنواع لإتفاقيات القروض

:الإتفاقيات الإيجابية

حيث يطلب البنك أو هيئة التمويل من الشركة تقديم حسابات كل فترة مثلاً ربع سنوية حتى يستطيع البنك متابعة أداء الشركة في سداد ما عليها من قروض وفوائد

:إتفاقية الإستدانة

حيث يطلب من الشركة المستدينة عدم الدخول في قروض جديدة أو لا تزيد نسبة قروضها عن نسبة معينة حتى يحمي المقرض نفسه من مخاطر عدم سداد القروض والفائدة

:الإتفاقية المحاسبية

حيث يتم تحديد نسبة معينة لانتعدها القروض مثلاً لا تزيد نسبة القروض عن 100% من حقوق الملكية والغرض من هذه هو الإحتفاظ بنسبة القروض عند حد معين وبالتالي تقليل المخاطر في عدم السداد

:إتفاقيات التوزيعات

حيث تتم في إتفاقية القروض تحديد نسبة التوزيعات التي تدفعها الشركة المستدينة أو تصفيد الشركة المستدينة من شراء أسهمها بالسوق

:إتفاقيات الإستثمار

حيث يتم تقييد للإستثمارات أو الإستحواذ الذي قد يدخل فيه المقرض

:إتفاقيات إعادة السداد

حيث يطلب المقرض وضع أموال معينة يتم السحب منها لسداد القروض وفوائدها

:فوائد إتفاقيات القروض

الفائدة الرئيسية لهذه الإتفاقيات هي أن هيئة التمويل (ح) مستعدة لدفع قروض جديدة إذا أعطت الشركة المستدينة ضمانات لهذه القروض والإتفاقيات

:كذلك تقلل هذه الإتفاقيات من تكاليف الإقراض (د)

:مساوئ إتفاقيات القروض

حيث تصبح الشركة مقيدة بالإتفاقيات ولا يمكنها الحصول (ذ) على قروض جديدة أكثر مما تحصلت عليه وكذلك يتم تقييدها في الدخول لإستثمارات مربحة

هناك تكاليف متابعة القروض ، مثلاً وجود حسابات مراجعة (ر)
بواسطة مكتب محاسب قانوني مستقل ، إمداد هيئة التمويل
بمعلومات منتظمة وغيرها.