الجزء الأول

السؤال الأول- إجباري (50 درجة) :

**النهار شركة خاصة قابضة تمتلكها حكومة دولة بترولية غنية عن طريق الإستثمار في الصناديق السيادية. لقد إتبعت شركة النهار سياسة تنويع أو توزيع المخاطر لعدد من السنين وذلك عن طريق الإستحواذ على شركات من كل أنحاء العالم وفي مختلف القطاعات.**

**ومن ضمن هذه الإستراتيجيات أن شركة النهار تقوم بتحديد وشراء الشركات ذات القيمة المتدنية وبالذات في صناعة الطيران بأوربا. لقد إستحوذت شركة النهار حديثاً على شركة فوجا (Fuga) وهي شركة تعمل في إحدى الدول الأوربية في صيانة وإصلاح ماكينات الطائرات. قبل عدة أسابيع أوضحت شركة النهار رغبتها في الإستحواذ على شركة تعمل في مجال الطيران وموجودة بنفس دولة شركة فوجا ، ولكن الإتحاد الأوربي أظهر قلقه حيال هذا الإستحواذ وطلب من شركة النهار أن تقوم ببيع شركة فوجا أولاً قبل شراء أي شركة أخرى تعمل في مجال الطيران.**

**تقدمت شركة فام (VAM) (وهي شركة بريطانية متخصصة في إنتاج وخدمات الطائرات النفاثة) بمقترح لشركة النهار لشراء شركة فوجا بمبلغ 1,200 مليون دولار. وقد توقعت شركة النهار الحصول على عمولة 30% من القيمة التقديرية لحقوق الملكية لشركة فوجا إذا تم بيعها.**

**أدناه مستقطع لأحدث قوائم مالية لشركتي فام وفوجا:**

فـــــــــام فوجــــــا

مليون دولار مليون دولار

**رأس المال 800 100**

**الإحتياطيات 3,550 160**

**الإلتزامات غير المتداولة 2,200 380**

**الإلتزامات المتداولة 130 30**

**6,680 670**

**القيمة السوقية لكل سهم في شركة فام هو 7.5 دولار وهو مضاعف بمقدار 7.2 للتدفقات النقدية الحرة منسوبة لحقوق الملكية (free cash flow to equity) وتتوقع شركة فام أن إجمالي التدفقات النقدية الحرة المنسوبة لحقوق الملكية للشركة المندمجة (combined company ) سترتفع إلى 40 مليون دولار وذلك بسبب فوائد الوفورات (senergey benefits ) وبعد إضافة هذه الـ 40 مليون دولار من فوائد الوفورات فإن شركة فام تتوقع أن يرتفع مضاعف إجمالي التدفقات النقدية الحرة للشركة المندمجة إلى 7.5.**

**إن التدفقات النقدية الحرة المنسوبة لحقوق الملكية لشركة فوجا مقدرة حالياً بمبلغ 76.5 مليون دولار ومتوقع أن تدر عائد على حقوق الملكية بمقدار 11% أكثر من السنوات القليلة الفائتة. لقد أرجعت أو ردت شركة فوجا ما نسبته 77.3% من التدفقات النقدية الحرة السنوية المنسوبة لحقوق الملكية لشركة النهار واحتفظت بباقي الرصيد للإستثمارات الجديدة.**

**إن الإلتزامات غير المتداولة لشركة فوجا تحتوي على 100 مليون دولار قيمة إسمية لسندات ستسترد خلال أربعة سنوات وتدفع شركة فوجا 5.4% للكوبون. يتم تصنيف هذا الدين على أساس (B+) ومخاطر الإئتمان لتصنيف الدين على أساس (B+) هو 50 نقطة أساس (Basis points) فوق العائد الخالي من المخاطر (Risk free rate).**

**بدأ يظهر في السنوات الأخيرة تطور في صناعة السياحة الترفيهية (Luxury)بالدولة التي تقع فيها شركة فوجا وقد بدأت شركة فوجا في التفكير للدخول لهذا السوق عن طريق مشروع (Project) متوقع له الإستمرار لمدة أربعة سنوات ويتوقف بعدها نسبة لزيادة المنافسة. التكلفة المبدئية لهذا المشروع هي 42 مليون دولار ويتوقع أن يدر تدفقات نقدية بعد الضرائب (after tax cash flow) للسنوات الأربعة القادمة كما يلي:**

**1 2 3 4**

000 دولار 000 دولار 000 دولار 000 دولار

**التدفقات النقدية 3,277.6 16,134.3 36,504.7 85,683.6**

**وهذه الأرقام المذكورة تعتمد على التطور المتوقع في صناعة السياحة. ومن ناحية أخرى فقد تم تقدير أن هنالك نسبة 25% إحتمال ألا تنمو صناعة السياحة في السنة الأولى وإذا ما حدث هذا فإن القيمة الحالية لتدفقات المشروع النقدية ستكون بنسبة 50% فقط للتوقع المذكور أعلاه للسنوات الأربعة القادمة ، كذلك تم تقدير أنه إذا نمت صناعة السياحة كما هو متوقع في السنة الأولى فإن هنالك إحتمال بنسبة 20% أن يقل النمو خلال السنة الثانية وما بعدها وأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع ستكون بنسبة 40% من التقديرات الأصلية خلال هذه السنوات.**

**عرضت شركة لومي (Lumi) (وهي شركة ترفيه وسفر) مبلغ 50 مليون دولار لشراء المشروع من شركة فوجا عند بداية التشغيل في السنة الثانية. وقد فكرت شركة فوجا فيما إذا كان هذا الخيار سيضيف قيمة للمشروع. وتعتقد شركة فوجا أنه إذا ما تم إستحواذها أو شراؤها بواسطة شركة فام عند بداية المشروع فإن المشروع لن يضيف أي فوائد أو وفورات ولن يدر أي قيمة إضافية للشركة المندمجة (combined company) فوق القيمة التي سيدرها لشركة فوجا.**

**مع أنه لا توجد بيتا للشركات التي تقدم خدمات السياحة الترفيهيه ولكن شركة ريكا (Reka) هي شركة مقيدة بالبورصة وتعمل في مجال خدمات ونقل المسافرين عن طريق القطارات ، الأتوبيسات ووسائل الترفيه الأخرى. فإن حوالي 15% من أعمالها في سوق النقل السياحي الترفيهي ولها بيتا حقوق ملكية 0.80 وسعر سهمها 4.5 دولار ويتم تسويق ديونها حالياً بسعر 105 دولار وقيمة السندات الإسمية 100 دولار. أصدرت شركة ريكا 80 مليون سهم والقيمة الدفترية لديونها هي 340 مليون دولار وبيتا ديونها تم تقديرها بـ صفر (zero). الضريبة المطبقة على كل هذه الشركات هي 20% والعائد الخالي من المخاطر 4% وعلاوة مخاطر السوق (market risk premium) 6%.**

المطلوب:

* 1. **ناقش هل إستراتيجية شركة النهار لتنويع أو توزيع المخاطر وشراء الشركات المتدنية القيمة (undervalue companies) سليمة أم لا.**

(7 درجات)

* 1. **ناقش لماذا الإتحاد الأوربي (EU) قلق بشأن إستحواذ شركة النهار على شركة أخرى تعمل في نفس مجال الطيران وهل بيع شركة فوجا سيقلل هذا القلق.**

(4 درجات)

1. **جهز تقرير لمجلس إدارة شركة فام يحتوي على الآتي:**
2. **قدر الفوائد الإضافية التي تتحصل عليها شركة فام إذا استحوذت على شركة فوجا بدون أن تضع في الإعتبار مشروع النقل الترفيهي.**

(10 درجة)

1. **قدر القيمة التي يضيفها مشروع النقل الترفيهي لشركة فوجا واضعاً في الإعتبار العرض المقدم من شركة لومي وأيضاً بدون العرض المقدم من شركة لومي.**

(18 درجة)

1. **قدر الفوائد التي تتحصل عليها كل من شركتي فام وفوجا إذا إندمجتا واضعاً في الإعتبار مشروع النقل الترفيهي وأيضاً بدون وضع إعتبار للمشروع وأستنتج إذا ما كان هذا الإستحواذ ذو فائدة.**

(7 درجات)

**يجب أن يشمل تقييمك أي إفتراضات قمت بها.**

**الدرجات المهنية لشكل وعرض التقرير.** (4 درجات)

إجمالي الدرجات (50 درجة)

الجزء الثاني

أجب على سؤالين فقط من أسئلة هذا القسم

السؤال الثاني :

**شركة كوداك تعمل في مجال تصميم برامج الكمبيوتر ، وتمتلك الشركة ثلاثة مديرين وقد إعتمد هؤلاء المديرين في الماضي على خدمات المحاسبة الخارجية. وقد تطورت الشركة بسرعة ، وبإعتبارك مستشار مالي فقد تم تعيينك من قبل هؤلاء المديرين لتنصحهم حول قيمة شركة كوداك.**

**مسئولية المديرين محدودة كما أن قرض البنك الظاهر بقائمة المركز المالي مضمون بواسطة أصول الشركة.**

**أدناه قائمة الدخل ومستقطع من قائمة المركز المالي الحديثة للشركة:**

قائمة المركز المالي قائمة الدخــــل

**000دولار 000دولار**

**رصيد أول المدة الأصول غير المتداولة 1,200 الإيرادات 5,000**

**الإضافات 66 تكلفة المبيعات 3,000**

**إجمالي الأصول غير المتداولة 1,266 الربح الإجمالي 2,000**

**ناقصاً الإستهلاك المتراكم (367) تكاليف التشغيل الأخرى (1,877)**

**صافي القيمة الدفترية 899 الربح التشغيلي 123**

**صافي الأصول المتداولة 270 فائدة القرض (74)**

**قرض البنك (990) الربح قبل الضريبة 49**

**صافي الأصول المستخدمة 179 الضريبة (15)**

**ربح الفترة 34**

**أدناه معلومات أخرى خلال الفترة الحالية:**

* + - * 1. **يتم تحميل الإستهلاك بنسبة 10% سنوياً لتكاليف التشغيل الأخرى بقائمة الدخل كما يضاف للإستهلاك المتراكم الذي يخصم من إجمالي الأصول غير المتداولة.**
        2. **من المتوقع أن يزيد الإستثمار في صافي رأس المال العامل مع الزيادة في إجمالي الربح.**
        3. **تتكون تكاليف التشغيل الأخرى من الآتي:**

**000دولار**

**تكاليف مكونات متغيرة بنسبة 15% من المبيعات 750**

**التكاليف الثابتة 1,000**

**إستهلاك الأصول غير المتداولة 127**

* + - * 1. **من المتوقع أن تزيد الإيرادات والتكاليف المتغيرة بنسبة 9% وأن تزيد التكاليف الثابتة بنسبة 6% سنوياً.**
        2. **تدفع الشركة فائدة بنسبة 7.5% سنوياً على الأرصدة المستحقة للقرض وتتحمل الضريبة بنسبة 30% والتي تستحق الدفع في السنة التالية. لا تقوم الشركة بدفع توزيعات الأرباح.**
        3. **تحتوي الأصول المتداولة بقائمة المركز المالي على مبلغ 50,000 نقداً (cash)**

**من ضمن أول مهامك هو تجهيز تنبوءات للتدفقات النقدية للمديرين لمدة ثلاث سنوات وكذلك أن تقوم بعمل تقييم للشركة على أساس التدفقات النقدية الحرةمنسوبة إلى حقوق الملكية. وحسب مناقشتك مع المديرين فقد أوردت الملاحظات الآتية:**

* **لن تبيع الشركة أي من الأصول غير المتداولة ولكنها ستزيد من الإستثمار في هذه الأصول بنسبة 20% سنوياً ، وأن سياسة الإستهلاك تتماشى مع الخصومات الرأسمالية للضريبة ، لذا فإن طريقة القسط الثابت للإستهلاك لن تتغير.**
* **لن يكون هنالك توزيعات للأرباح للمديرين خلال الثلاث سنوات القادمة ولكن سيتم بعد ذلك مراجعة الموقف بالإعتماد على وضعية التدفقات النقدية للشركة.**
* **سيتم المحافظة على مستوى القرض عند 990,000 دولار ومن غير المتوقع أن يكون هنالك تغير في أسعار الفائدة.**
* **وضع المديرين معدل عائد سنوي لحقوق الملكية بنسبة 10% سنوياً والذي يعتقدون أنه يمثل تكلفة الفرصة (Opportunity Cost ) لأموالهم المستثمرة.**

المطلوب:

1. **قم بتجهـيز تنبؤات للتدفقات النقدية لمدة ثلاث سنوات مع التركيز على التدفقات النقدية الحرة المنسوبة لحقوق الملكية (free cash flow to equity) في كل سنة.**

(12 درجة)

1. **قم بتقييم الشركة على اساس التدفقات النقدية الحرة المنسوبة لحقوق الملكية المذكورة في (أ) أعلاه مع توقع معدل نمو 3% سنوياً.**

(6 درجات)

ج) **أنصح المديرين بخصوص إفتراضاتك وعدم التيقن (uncertainties) التي قمت بها أثناء تقييمك .**  (7 درجات)

إجمالي الدرجات (25 درجة)

السؤال الثالث:

**شركة إسكاي فلاي والتي تعمل في مجال الطيران تفكر في الحصول على تمويل 400 مليون دولار وذلك بإصدار سندات دين لتملك طائرة جديدة. ستكون فترة إستحقاق الدين 4 سنوات. القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة 1.2 بليون دولار. والقيمة السوقية للدين هي 25% (القيمة السوقية للدين إلى إجمالي القيمة السوقية للشركة) . وهذا الدين الجديد سيتم ترتيبه بصورة متساوية مع الديون الأخرى طويلة الأجل للشركة وذلك في حالة عدم القدرة على السداد (in the event of default). ومن ناحية أخرى وفي آخر تقييم للمخاطر فقد تم تصنيف الشركة إئتمانياً في درجة AA. يتم دفع الفائدة لحملة سندات الدين سنوياً. ديون الشركة الحالية لها متوسط معدل كوبون 4% وتسدد خلال ثلاثة سنوات ومعدل الضريبة 30%.**

**عائد سندات الخزانة الحكومية هو 3.5% لثلاث سنوات والعائد لأربعة سنوات هو 5.1%. مخاطر الإئتمان الحالية تقدر بـ 50 نقطة أساس حسب التصنيف الإئتماني AA. وإذا تم الإصدار فإن البنوك الممولة والمستثمرة تقترح 90 نقطة أساس كضمان للإكتتاب.**

المطلوب:

1. **أنصح بخصوص معدل الكوبون الذي يمكن تطبيقه على إصدار الدين الجديد للتأكد أنه سيتم الإكتتاب فيه بالكامل.**

(4 درجات)

1. **قدر التقييم الحالي والمعدل لديون الشركة والزيادة في تكلفة هذه الديون.**

(8 درجات)

(ج) **ناقش الفوائد والمساؤي لهذا النموذج من التمويل الرأسمالي في سياق الأهداف المالية المعلنة للشركة.** (8 درجات)

(د) **بإختصار أذكر العوامل التي توضع في الإعتبار عند تقييم التصنيف الإئتماني للشركة في مستوى AA.**

(5 درجات)

جملة الدرجات (25 درجة**)**

السؤال الرابع:

1. **ناقش أسباب عدم تبني الحكومات أو إقرارها لسياسات التجارة الحرة.**

(7 درجات)

1. **حلل الفوائد المحتملة للتجارة الدولية للمنشأة.**

(8 درجات)

(ج) **أعطي أمثلة كيف أن الدول يمكنها أن تفرض قيود وعوائق للسيطرة على حجم الواردات.**

(5 درجات)

(د) **بإختصار أوضح الحجج والبراهين لدعم الحماية أو الوقوف ضدها.**

(5 درجات)

جملة الدرجات (25 درجة**)**

الإدارة المالية المتقدمة (P4) ديسمبر 2017

الإجابات النموذجية

الجزء الأول

السؤال الأول :

(أ) **من فوائد تنويع وتوزيع المخاطر هو تقليل تعرض الشركة للمخاطر غير النظامية (unsystematic risk) وكذلك تقليل تقلبات التدفقات النقدية وهذا يؤدي لتصنيفات إئتمانية جيدة وأيضاً يعمل على خفض تكلفة التمويل للشركة.**

**إذا إستطاعت شركة النهار تحديد الشركات المتدنية القيمة وبعد شرائها إستطاعت زيادة قيمتها فإن عملية الإستحواذ ستكون ذات فائدة ولكي تنجح هذه الإستراتيجية فعلى شركة النهار الحصول على معلومات كافية حول الشراء وعمليات التفاوض ، كذلك يجب أن تمتلك الشركة المبالغ الكافية التي تساعدها في عمليات الشراء وبما أن إستثمارات الشركة بواسطة الصناديق الإستثمارية فلن يكون هنالك مشكلة في التمويل. كذلك على الشركة تحديد سقف للشراء وألا تتجاوزه. إذا إستطاعت الشركة تحقيق هذه الشروط أكثر من منافسيها فإن إستراتيجيتها ستكون سليمة.**

(ب) **إن الإتحاد الأوربي يقوم بتقييم عمليات الإستحواذ والإندماج التي تحدث داخل دول الإتحاد الأوربي. سيعمل الإتحاد الإوربي على إيقاف أي إندماج أو إستحواذ إذا أحس أنه سيعطي الدولة المعينة قوة إحتكارية قد تؤثر في أسعار السلع وإختيارات المستهلكين وهذا ما حدث مع شركة النهار حيث طلب منها الإتحاد الأوربي بيع شركة فوجا قبل شراء أي شركة أخرى تعمل في مجال الطيران.**

(ج) تقرير لمجلس إدارة شركة فام:

**هذا التقرير يُقيّم ما إذا كان إستحواذ شركة فوجا ذو فائدة لشركة فام أم لا. أولاً تقييم كل من الشركتين بصورة منفصلة ثم بعد ذلك تقييم قيمتهما بعد الإندماج. كذلك يشمل التقرير الفوائد التي تتحصل عليها كل من شركتي النهار وفام من القيمة المضافة التي تم الحصول عليها. كذلك يشمل التقرير الإفتراضات التي تم وضعها. ويختتم التقرير بتوضيح ما إذا كان الإستحواذ ذو فائدة لشركتي النهار وشركة فام.**

الملاحق:

الملحق (1):

**يوضح الفوائد الإضافية الناتجة من إندماج شركتي فام وفوجا وهذه الفوائد وصلت لمبلغ 451.5 مليون دولار منها 276.8 مليون دولار لشركة النهار وستحصل شركة فام على 174.7 مليون دولار.**

الملحق (2):

**يوضح أنه بالدخول في المشروع فإن قيمة شركة فوجا ستزيد لأن صافي القيمة الحالية موجبة. وإذا تم قبول العرض المقدم من شركة لومي فإن صافي القيمة الحالية سيزيد لذا فإنه من المفيد لشركة فوجا الشروع في المشروع وقبول عرض شركة لومي.**

الإفتراضات:

1. **تم إفتراض أن كل القيم والأرقام المعطاة سليمة وصحيحة. لكن هنالك عدم تيقن لصحة هذه الإفتراضات بإعتبار أنها قيم تقديرية ولأننا نستخدم في التحليل الإحتمالات لذا يجب القيام بتحليل للحساسية لتقييم تأثير عدم التيقن هذا.**
2. **أيضاً تم إفتراض أن الهيكل التمويلي لشركة فوجا لن يتغير بصورة كبيرة عند الشروع في مشروع النقل الترفيهي ولكن لأن قيمة المشروع أقل من قيمة شركة فوجا فإن هذا الإفتراض يعتبر معقول. إذا تم إستخدام نموذج بلاك شولنر للتسعير فإنه يعتبر بديل أفضل لتقييم قيمة المشروع.**
3. **تم إفتراض أن شركة لومي ستدفع مبلغ 50 مليون دولار فوراً عند بداية السنة الثانية. على شركة فوجا الدخول في عقد رسمي مع شركة لومي لبيع المشروع لها شركة لومي أيضاً قد لا تدفع المبلغ كاملاً إذا أصبحت شركة فوجا جزء من شركة فام.**

**نستنتج من التحليل أعلاه أن كل من شركتي النهار وشركة فام تستفيدان من عمليات الإستحواذ. إذا قامت شركة فوجا بتنفيذ كل المشروع خلال الأربعة سنوات فإن شركة النهار يمكنها أن تطلب 30% إضافية من مبلغ 12.3 مليون دولار والتي تعادل 3.7 مليون دولار وسينخفض المبلغ العائد لشركة فام ولكن بمبلغ صغير.**

شرح الملاحق:

الملحق (1):

الفوائد الإضافية لإندماج شركتي فام وفوجا:

**القيمة الحالية لشركة فام = 7.5 دولار قيم السهم × 1,600 مليون سهم = 12 مليون دولار**

**التدفقات النقدية الحرة المنسوبة لحقوق الملكية لشركة فام 12 مليون دولار ÷ 7.2 = 1,666.7 مليون دولار**

**إن معدل النمو يتم إحتسابه على أساس نوذج (RB)**

**معدل النمو التقديري لشركة فوجا 0.227 × 0.11 = 0.025 = 2.5%**

**القيمة الحالية المقدرة لشركة فوجا = 76.5 مليون دولار × 1.025 ÷ (0.11 – 0.025) = 922.5 مليون دولار**

الفوائد الإضافية للإندماج :

**(1,666.7 مليون دولار + 922.5 مليون دولار) = 451.5 مليون دولار**

**ما تتحصل عليه شركة النهار من بيع شركة فوجا = 30% × 922.5 مليون دولار = 276.8 مليون دولار.**

**وستحصل شركة فام على (451.5 مليون دولار – 276.8 مليون دولار) = 174.7 مليون دولار**

الملحق (2):

فائدة المشروع لشركة فوجا:

الملحق 2.1 :

**إن قيمة المشروع يتم إحتسابها بالتدفقات النقدية المخصومة (Discounted cashflow) على أساس تكلفة التمويل المعدل للمشروع (risk adjusted cost of capital).**

**بيتا الأصول لشركة ريكا التي تعمل في مجال النقل السياحي:**

**قيمة حقوق الملكية لشركة ريكا 4.5 دولار × 80 مليون سهم = 360 مليون دولار.**

**قيمة ديون شركة ريكا = 1.05 × 340 مليون = 357 مليون دولار**

**بيتا الأصول = 1.6 × 360 مليون دولار ÷ (360 مليون + 357 مليون × 0.8) = 0.89**

**بيتا الأصول للمشروع:**

**0.89 = بيتا أصول المشروع × 0.15 + 0.80 × 0.85**

**إذن بيتا اصول المشروع = 1.4**

**القيمة السوقية لحقوق الملكية لشركة فوجا = 922.5 مليون**

**القيمة السوقية لدين شركة فوجا:**

**تكلفة الديون = العائد الحالي من المخاطر (Risk free rate) + مخاطر الإئتمان (Credit spread)**

**= 4% + 0.80% = 4.80%**

**القيمة الحالية للسندات 100 دولار**

**5.4$ ×1.48-1 + 5.4$ +1.048-2 + 5.4 $ × 1.048-3+ 105.4 $ × 1.048-4 = 102.14 لكل 100 دولار**

**القيمة السوقية للدين = 1.0214 × 380 مليون دولار = 388.1 مليون دولار**

**المخاطر المعدلة لبيتا حقوق الملكية للمشروع:**

**1.4 × (922.5 مليون دولار + 388.1 مليون دولار × 0.8) ÷ 922.5 مليون دولار = 1.87**

**المخاطر المعدلة لتكلفة حقوق املكية للمشروع:**

**4% + 1.87 × 6% = 15.2%**

**المخاطر المعدلة لتكلفة تمويل المشروع:**

**(15.2 % × 922.5 مليون دولار+4.8% × 0.8 × 388.1 مليون دولار) ÷ (922.5 مليون دولار + 388.1 مليون دولار)**

**= 11.84% أي حوالي 12%**

الملحق 2.2:

**القيمة التي يضيفها المشروع بدون العرض المقدم من شركة لومي:**

**1 2 3 4**

000 $ 000 $ 000 $ 000 $

**التدفقات النقدية 3,277.6 16,134.3 36,504.7 35,683.6**

**معدل الخصم 12% 0.893 0.797 0.712 0.636**

**القيمة الحالية 2,926.9 12,859.0 25,991.3 22,694.8**

حسب الإحتمالات التي قد يتعرض لها المشروع فإن صافي القيمة الحالية يمكن إحتسابها كما يلي:

**صافي القيمة الحالية PV للسنة الأولى = 2,926,900 دولار**

**50% صافي القيمة الحالية من السنة الأولى للسنة الرابعة = 50% × 64,472 = 32,236 مليون دولار**

**القيمة الحالية من السنة الثانية للسنة الرابعة = 61,545.1 مليون دولار**

**40% من القيمة الحالية من السنة الثانية للسنة الرابعة = 40% × 61,545.1 = 24,618.04 مليون دولار**

**القيمة الحالية المتوقعة للتدفقات النقدية=**

**(0.75 × (2,926,900 + (0.8 × 61,545.1 + 0.2 × 24,618.04) + (0.25 × 32,236) =**

**10.75 × (2,926.9 + 54,159.7) + (0.25 × 32,236) = 42,814.9 + 8,059 = 50,873.9**

**إذن القيمة الحالية المتوقعة للمشروع = 50,873,941 – 42,000,000 = 8,873,941 دولار**

القيمة التي يضيفها المشروع مع العرض المقدم من شركة لومي:

**القيمة الحالية لمبلغ 50 مليون دولار**

**50 مليون دولار × 0.893 = 44,650,000 دولار**

**إذا لم تنمو صناعة السياحة كما هو متوقع في السنة الأولى فإنه من الأفضل لشركة فوجا أن تقبل العرض المقدم من شركة لومي بإعتبار أن القيمة الحالية لعرض شركة لومي هو 44,65 مليون دولار أكبر من القيمة الحالية من السنة الثانية للسنة الرابعة للمشروع (50% × 61,545.1) = 30.8 مليون دولار تقريباً أي 44.65 – 30.80 = 13.85**

**إذن 50% × 2,926,900 القيمة الحالية للسنة الأولى = 1,463,450 دولار**

إحتساب القيمة الحالية للمشروع:

**(10.75 × (2,926,900 + 54,159,688) + (0.25 × (1,463,450 + 44,650,000))= (42,814,941 + 11,528,363)**

**= 54,343,304 دولار**

**إذن القيمة الحالية للمشروع = 54,343,304 – 42,000,000 = 12,343,304 دولار**

ملحوظة :

**سيتم إعطاء الدرجات لأي حل آخر له صلة بالعمليات الحسابية والتعليق والتوصيات حسب السيناريو.**

السؤال الثاني :

تقديرات (تنبؤات) قائمة الدخل:

السنة الأولى السنة الثانية السنة الثالثة 000$ 000$ 000$

**الإيرادات (9% نمو سنوي) 5,450 5,941 6,476**

**تكلفة المبيعات (9% نمو سنوي) (3,270) (3,564) (3,885)**

**الربح الإجمالي 2,180 2,377 2,591**

**تكاليف التشغيل الأخرى (W1) (2,013) (2,160) (2,318)**

**الربح التشغيلي 167 217 273**

تقديرات (تنبؤات) قائمة التدفقات النقدية:

السنة الأولى السنة الثانية السنة الثالثة 000$ 000$ 000$

**الربح التشغيلي 167 217 273**

**يضاف : الإستهلاك (W2) 135 144 155**

**ناقصاً: رأس المال العامل الإضافي (W3) (20) (22) (24)**

**ناقصاً: الفائدة (74) (74) (74)**

**ناقصاً: الضريبة (15) (28) (43)**

**193 237 287**

**ناقصاً: إضافات الأصول غير المتداولة (79) (95) (114)**

**التدفقات النقدية الحرة المنسوبة لحقوق الملكية 114 142 173**

حلول المسائل (Workings):

(W1) تكاليف التشغيل:

السنة الأولى السنة الثانية السنة الثالثة 000$ 000$ 000$

**التكاليف المتغيرة (9% نمو سنوي) 818 892 972**

**التكاليف الثابتة (6% نمو سنوي) 1,060 1,124 1,191**

**الإستهلاك 10% (W2) 135 144 155**

**إجمالي تكاليف التشغيل 2,013 2,160 2,318**

(W2) رصيد أول المدة:

السنة الأولى السنة الثانية السنة الثالثة 000$ 000$ 000$

**رصيد أول المدة(W2):الأصول غير المتداولة 1,266 1,345 1,440**

**الإضافات(20% لزيادة العام السابق) 79 95 114**

**الرصيد آخر المدة: الأصول غير المتداولة 1,345 1,440 1,554**

**الإستهلاك (10% ) 135 144 155**

(W3) رأس المال العامل:

السنة الأولى السنة الثانية السنة الثالثة 000$ 000$ 000$

**رأس المال العامل (9% نمو سنوي) 240 262 286**

**رأس المال العامل الإضافي (240-220) (262-240) (286-262)**

**20 22 24**

**ملاحظة:**

**إن رأس المال العامل يحسب بدون النقد (Cash) لذا فإن رأس المال العامل في السنة الحالية (السنة صفر)**

**= 270,000 دولار – 50,000 دولار = 220,000 دولار**

(W4) الضرائب:

السنة الأولى السنة الثانية السنة الثالثة 000$ 000$ 000$

**الضريبة حسب السؤال 15**

**الربح التشغيلي للسنة السابقة 167 217**

**الفائدة (74) (74)**

**الربح قبل الضريبة 93 143**

**الضريبة 30% 28 43**

**تقييم الشركة بإستخدام لتدفقات النقدية الحرة المنسوبة لحقوق الملكية والقيمة النهائية**

السنة الأولى السنة الثانية السنة الثالثة 000$ 000$ 000$

**التدفقات النقدية الحرة المنسوبة لحقوق الملكية 114 142 173**

**القيمة النهائية (Terminal Value) 2,546**

**2,719**

**معدل الخصم (10%) 0.909 0.826 0.751**

**القيمة الحالية 104 117 2,042**

**قيمة الشركة = 104 + 117 + 2,042 = 2,263 دولار**

**إحتساب القيمة النهائية (Terminal Value)**

**= Terminal Value**

**معدل النمو (g)**

**معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب (K)**

**2,546 = = Terminal Value**

ج) الإفتراضات وعدم التيقن عند تقييم الشركة:

1. **إن معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب (Rate of retern) تم إفتراض أنه يعكس العائد من السوق لهذا النوع من الأعمال والذي يعوض الشركة لمخاطر العمل التي تتعرض لها.**
2. **معدل النمو Growth rate:**

**لقد تم إفتراض أن معدل النمو ثابت 3% سنوياً خلال ثلاث سنوات وحتى يتم تخفيض عدم التيقن هذا يمكن إفتراض معدلات نمو مختلفة للثلاث سنوات.**

1. **سعر الفائدة ومعدل الضريبة:**

**أيضاً تم إفتراض أن سعر الفائدة ومعدل الضريبة لن يتغيران خلال مدة الثلاث سنوات . وهذا أيضاً يعامل مثل معدل النمو بإفتراض معدلات سعر فائدة وضريبة مختلفة خلال الثلاث سنوات.**

1. **التكاليف ، الإيرادات والأصول غير المتداولة:**

**لقد تم إفتراض أن هذه القيم صحيحة ومؤكدة وأن الشركة سوف تستمر في أعمالها خلال الفترات القادمة . يجب التحقق من إمكانية تغير هذه القيم والتي سوف تغير من تقييم الشركة.**

السؤال الثالث :

**(أ) إن معدل الكربون المناسب لإصدار الدين يجب أن يكون نفس عائد الدين لأربعة سنوات والذي يمكن إحتسابه كما يلي:**

**عائد الدين لأربعة سنوات = العائد الخالي من المخاطر + عمولة مخاطر السند**

**5.1 % + 0.9% (0.9% هو نقطة أساس عمولة مخاطر السند) = 6%**

**لقد إقترحت البنوك الإستثمارية أنه عند نقطة أساس 90 فإن العرض سيتم قبوله بواسطة الهيئات الإستثمارية. وبالتالي إذا تم قبول الدين بصورة واسعة فإنه سيتم إصداره بعمولة إما إذا تم الإصدار بصورة أقل فسوف يتم إصدار بخصم.**

(ب) تأثير الإصدار الجديد على تكلفة دين الشركة والقيمة السوقية:

**عندما يتم إصدار دين جديد فإن هذا يزيد من مخاطر الشركة وينتج عنه إنخفاض في معدل الإئتمان للشركة وزيادة في تكلفة الدين.**

القيمة الحالية لدين الشركة:

**بإستخدام نسبة الدين للشركة وهو 25% يمكننا إحتساب القيمة الحالية لدين الشركة.**

**نسبة الدين = القيمة السوقية للدين**

**القيمة السوقية للدين + القيمة السوقية لحقوق الملكية**

**إذن 0.25 = القيمة السوقية للدين**

**1.2 بليون دولار + القيمة السوقية للدين**

**0.25 = 1.2 بليون دولار + (القيمة السوقية للدين) = القيمة السوقية للدين**

**0.25 × 1.2 بليون دولار + 0.25 × القيمة السوقية للدين = القيمة السوقية للدين**

**0.30 بليون دولار = 0.75 × القيمة السوقية للدين**

**إذن القيمة السوقية للدين = 0.4 بليون دولار**

**القيمة الحالية لدين الشركة تساوي 0.4 بليون دولار وهذه تساوي القيمة الأسمية للكوبون. حيث أن قيمة الكوبون 4% وعائد السوق هو (3.5% + 0.5 نقطة أساس).**

تأثير الدين الجديد على القيمة السوقية للدين الحالي:

**كما تم ذكره في الجزء (أ) فإن عائد الدين الجديد هو 6% . إذا إفترضنا أن هذا الدين الجديد تم إصداره بقيمة إسمية 6% فإن القيمة السوقية ستنخفض بإنخفاض معدل الإئتمان وزيادة العائد إلى 4.4% (العائد الأصلي 4% + 0.4 (0.90 – 0.50)) وفرق نقطة الأساس.**

**التأثير 0.4 + 0.4 + 0.4 = 1.10 (إنخفاض في نقطة الأساس)**

**1.044 1.0442 3 1.044**

**هذا يعني أن القيمة السوقية الجديدة للدين الحالي هي 98.9% (100 – 1.1)**

**إذن القيمة السوقية الجديدة = 98.9% × 400 مليون دولار = 395.6 مليون دولار**

تأثير الدين الجديد على تكلفة التمويل بالدين:

**بإستخدام العائدات التي تم إحتسابها أعلاه (6% للدين الجديد و 4.4% للدين الحالي) فإن تكلفة التمويل بالدين المعدل يمكن إحتسابها بإستخدام المتوسط المرجح مع تعديلها من تأثير الضريبة.**

**تكلفة الدين = (400 مليون × 6%) + (395.6 مليون × 4.4%)**

**(400 مليون + 395.6 مليون) (400 مليون + 395.6 مليون)**

**= (3.02% + 2.19%) × 0.7 = 3.64 %**

**تكلفة الدين الحالي = 4% × (1 – 0.30) = 2.8%**

**تأثير إصدار الدين الجديد على تكلفة الدين ستزيد بـــ 84 نقطة أساس (3.64% - 2.8%) إن جزء من هذه الزيادة نتيجة للإستحقاق طويل الأجل وهي 4 سنوات بدلاً من 3 سنوات.**

(ج) فوائد ومساوئ الدين كطريقة من طرق التمويل:

1. **الدين يعتبر أرخص من حقوق الملكية وذلك نسبة للخصم على الضريبة الناتج عن الفائدة.**
2. **كذلك تستطيع الإدارة أن تبيع جزء من الأصول التي تريد إستبدالها لمقابلة جزء من هذا الدين.**
3. **تركز الإدارة على دفع فوائد الدين قبل الحوافز وتوزيع أرباح المساهمين نسبة لوجود الإلتزام القانوني بدفع الفائدة.**

**أحد مساوئ التمويل بالدين أنه يزيد من مخاطر الشركة وذلك لوجود الإلتزام بدفع الدين.**

(د) عوامل تصنيف الشركة :

**هنالك عدة عوامل يتم بموجبها تصنيف الشركات:**

**إن الشركات لديها مستوى متدني من الدين تصنف في أعلى التصنيفات الإئتمانية كذلك ينظر لوضعية الشركة في مجال الطيران وكفاءتها التشغيلية. أيضاً يتم تحليل حسابات الشركة لمعرفة هل هنالك أي تلاعب بالأرباح وهل هنالك اي تحفظات في تقرير المراجع الخارجي بخصوص القوائم المالية. أيضاً يتم النظر للتدفقات النقدية المستقبلية وهل تستطيع الشركة دفع الإستحقاقات التي تحل. أيضاً يتم النظر لوسائل التمويل الأخرى وعلامة الشركة بهيئات التمويل وهل هنالك أي إتفاقيات مقيدة للدين.**

السؤال الرابع :

1. عدم تبني الحكومات أو إقرارها بسياسة التجارة الحرة:

**ليس كل الدول تمارس أو تتبع التجارة الحرة وذلك لعدة أسباب:**

* **أولاً: تعمل الدول على تقييد الإستيراد لحماية صناعتها الضعيفة.**
* **ثانياً: حسب نظرية التجارة الحرة فإن الدول عليها أن تتعامل بصورة عادلة ولكن ليس هذا هو الواقع حيث تنتج بعض الدول سلع بصورة كبيرة معتمدة على الإقتصاد الكبير Economies of Scale وبالتالي تعمل على إغراق الدول الصغيرة أو النامية ببضاعة بتكلفة أقل وقد تتحول هذه الدول إلى دول إحتكارية.**
* **أخيراً: تسعى الدول لحماية صناعتها الإستراتيجية حتى لا يتم تهديدها.**

1. الفوائد المحتملة للتجارة الدولية للعمل أو المنشأة:

**يمكن للشركات أو المنشآت إنشاء شركات صناعية أو تجارية لتساعدها في العمل داخل الدولة المضيفة. وسوف تستفيد الشركات من إزالة العوائق التمويلية والتجارية بين هذه الدول حتى تستطيع العمل والتجارة. إن منافسة البضائع المستوردة للبضائع المحلية ستجبر المنتجين المحليين لإستخدام طرق ووسائل إنتاج وتسويق أكثر فاعلية. كذلك فإن الشركات الرائدة في بلدها ستعمل على التصدير للدول الأخرى والإستفادة من الإقتصاد الكبير.**

(ج) كيف تفرض الدول قيود وعوائق للسيطرة على حجم الواردات:

**تقوم الدول بهذه الإجراءات للسيطرة على حجم الواردات:**

1. التعرفة أو الجمارك:

**إن التعرفة أو الجمارك هي نوع من الضرائب على الواردات ، إن تأثير التعرفة الجمركية هو زيادة سعر الواردات للمستهلك المحلي وترك السعر المدفوع للمنتج أو المصدر كما هو.**

1. كوتا أو حصة الواردات:

**إن الكوتا هي عبارة عن قيود على كمية الواردات المسموح بإستيرادها للدولة. هذا يعني أن المنتجين يسمح لهم بزيادة صادراتهم بينما يكون هنالك حصر وتقليل للوارادات وفي هذا النوع من القيود لا تتحصل الحكومة على أي عائدات.**

1. مساعدات أو معونات الصادر:

**وتتضمن هذه ضمان إئتمان الصادرات ، المساعدات المالية ومساعدات الدولة.**

1. القيود على الواردات:

**وهذه تتضمن بعض القيود مثل معايير خاصة للواردات من البضائع.**

1. الإجراءات البروقراطية:

**هنا يأخذ الموردين وقت للحصول على التراخيص أو تخليص البضائع.**

(د) الحجج والبراهين لدعم الحماية أو الوقوف ضدها:

1. حجج لصالح إجراءات الحماية:

* إستيراد البضائع الرخيصة:

**يمكن إتخاذ إجراءات لمنع دخول البضائع الرخيصة حتى لا تنافس البضائع ذات الأسعار العالية المنتجة محلياً.**

* الإغراق:

**إن الإغراق له آثار طويلة المدى في تخفيض الإنتاج المحلي والعمالة للدولة المستوردة ولذا تعمل الدول على إتخاذ بعض الإجراءات لمنع إغراق السوق ببعض السلع.**

**كذلك تقوم بعض الدول بحماية صناعاتها الصغيرة حتى تسطيع أن تطورها وتنافس بها.**

1. الحجج ضد إجراءات الحماية:

**إذا اتخذت كل الدول إجراءات حماية لوارداتها فإن ذلك سيعمل على تخفيض التخصص كما ستنخفض المنافسة وسينخفض إقتصاد الإنتاج الكبير بين المنتجين الذين يريدون الإنتاج للتصدير لكل دول العالم. كذلك إذا بدأت كل الدول إجراءات حماية لوارداتها كرد فعل للدول الأخرى فإن ذلك سيخفض الصادرات وأيضاً الواردات لهذه الدول. إن إنتشار الحماية سيعمل على تدمير الإزدهار والنمو الإقتصادي للدول لذا يجب أن تكون إجراءات الحماية في حدود معينة وحسب الإتفاقيات بين الدول.**