

عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين - مقارنة نظرية -

د. قالون جيلالي¹

الملخص:

تعتبر عمليات الاندماج والاستحواذ كخيارات لتنفيذ إستراتيجية التوسع الخارجي للمؤسسات على اختلاف أنواعها وكذلك الحال بالنسبة للبنوك، وقد تناول هذا البحث عمليات الاندماج والاستحواذ ومدى نجاحها في إيجاد ميزة تنافسية للمؤسسات وزيادة القيمة للمساهمين.

وقد تناول البحث في البداية مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ، ثم تطرق إلى طرق تحقيق عمليات الاندماج، وفي نقطة ثالثة تم البحث في دواعي اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ، أما النقطة الرابعة فتم التطرق فيها إلى العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند التفكير في عمليات الاندماج والاستحواذ، كما تطرق هذا البحث إلى تبيين الانعكاسات الايجابية لعمليات الاندماج والاستحواذ على المساهمين، وفي آخر نقطة من البحث تم عرض مختلف الاسباب المحتملة لفشل عمليات الاندماج والاستحواذ. وقد خلص البحث إلى عدد من النتائج وقدم بعض التوصيات.

الكلمات المفتاحية: الاندماج، الاستحواذ، شراء الأسهم، تبادل الأسهم، الامتصاص، القيمة.

Le résumé :

Les opérations de fusions-acquisitions se considèrent comme des moyens mis en œuvre par les entreprises et les banques pour mener la stratégie de croissance externe.

Cette recherche trouve son importance dans le rôle

¹ أستاذ محاضر (أ)، جامعة أحمد دراية - أدرار

grandissant des opérations de fusions – acquisitions dans la création d'un avantage concurrentiel et maximiser la valeur actionnariale.

Le premier point tente de clarifier les différentes définitions des opérations de fusions – acquisitions, le deuxième point aborde les mécanismes des opérations fusions – acquisitions, le troisième point traite les motivations des fusions acquisitions, le quatrième point met l'accent sur les facteurs doivent être pris en considération avant la mise en œuvre des fusions – acquisitions, le cinquième point démontre avantages réalisés par ces opérations, et le dernier point clarifie également les causes possibles des résultats décevants de nombreuses fusions – acquisitions.

Cette recherche se termine par une conclusion comportant des résultats et recommandations.

Les mots clés : la fusion, l'acquisition, l'achat d'action, l'échange d'action, l'absorption, la valeur.

مقدمة:

أصبحت الكثير من المؤسسات الاقتصادية في مختلف دول العالم تتجه نحو تكوين اتحادات وتكتلات بأشكالها المختلفة، وهذا بحثا عن مزيد من القوة سواء من حيث التميز في تقديم المنتجات والخدمات للزبائن بطريقة أحسن من المنافسة، أو من حيث زيادة القيمة لحملة الأسهم من خلال النتائج الايجابية المحققة وهذا دائما بطريقة أحسن من المنافسة، كما يمكن أن تذهب المؤسسات في هذا الاتجاه بحثا عن التخلص من نقاط الضعف التي تعاني منها في مختلف نشاطاتها ووظائفها.

وتماشيا مع هذا الطرح، تلجأ المؤسسات والبنوك إلى عمليات الاندماج والاستحواذ كخيارات لتنفيذ إستراتيجية التوسع الخارجي. والتطبيق العملي لهذه الخيارات الاستراتيجية يؤدي حتما إلى إعادة هيكلة تلك المؤسسات أو البنوك، أي وكأنه حدث نوع من إعادة توزيع الموارد والطاقات المختلفة بين المؤسسة التي لديها فائض والمؤسسات التي لديها احتياج، وهو ما يمكن التعبير عنه

بالتكامل، وهذا الآليات التي تبحث عن من لديه فوائض يرغب في توظيفها، ومن لديه احتياجات يرغب في تلبيتها تسمى بالهندسة المالية.

من كل ما تقدم يظهر لنا جليا أن الهندسة المالية تساهم في تنفيذ تلك الخيارات الاستراتيجية للأطراف المختلفة، وذلك بابتكار الحلول لإعادة توزيع مقدرات المؤسسات والبنوك، وإعادة هيكلة المؤسسات وتكوين كيانات قوية تتمتع بمميزات تنافسية وتعظيم عوائد المقرضين والمساهمين، فهي بذلك تقدم الحلول لكل الأطراف، حتى لتلك التي لا ترغب في الاندماج أو تقاوم محاولات الاستحواذ عليها، وعليه يمكننا القول أن الهندسة المالية هي الية تنفيذ وإيجاد حلول تساعد إدارة المؤسسات في تحقيق أهدافها.

ومن أجل توضيح معالم عمليات الاندماج أكثر وتوضيح دور الهندسة المالية في تحقيق تلك العمليات، حاولنا المشاركة في أشغال هذا المنتدى الوطني الثاني الموسوم بـ: واقع الهندسة المالية وآفاق تطبيقها بالجزائر، المنظم من طرف كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير في جامعة أدرار، بورقة بحثية تحمل في طياتها مقاربة نظرية تحت عنوان: عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين؛ حيث أن إشكالية هذه الورقة البحثية تتمحور حول السؤال الرئيس التالي:

كيف يمكن للمؤسسات تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة لمساهميها باللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ ؟

للإجابة عن هذا السؤال كان لا بد من تجزئته إلى الاسئلة الفرعية التالية:

- ما مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ ؟
- ما هي أشكال تحقيق عمليات الاندماج والاستحواذ ؟
- لماذا يتم اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ ؟
- ما هي النتائج الايجابية لعمليات الاندماج ؟
- هل يمكن أن تفشل عمليات الاندماج والاستحواذ ؟ وما مرد ذلك ؟

للإجابة عن هذه الأسئلة ومحاولة الاحاطة بمختلف جوانب الموضوع اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي، وهيكلنا البحث في نقاط أساسية تدرج تحته نقاط فرعية لما يقتضيه التفريع المنهجي المطلوب وهذا كما يلي:

مقدمة: تضم توصيف مشكلة البحث والمنهج المتبع وهيكل البحث.

صلب الموضوع: يضم ست نقاط أساسية هي:

أولاً - مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ.

ثانياً - طرق تحقيق عمليات الاندماج.

ثالثاً - البحث في دواعي اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ.

رابعاً - العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند التفكير في عمليات الاندماج والاستحواذ.

خامساً - الانعكاسات الايجابية لعمليات الاندماج والاستحواذ على المساهمين،

سادساً - مختلف الاسباب المحتملة لفشل عمليات الاندماج والاستحواذ.

وفي الاخير انتهي البحث بخاتمة تحتوي على نتائج البحث وتوصياته.

أولاً - مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ:

قبل التطرق إلى مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ، تجدر بنا الإشارة إلى انه لا يجب محاولة فهم معنى هذين المفهومين بصفة منفردة بل يجب النظر عليهما كآليات تنفيذ أو خيارات إستراتيجية جزئية ضمن إستراتيجية المؤسسة ككل.

وعليه فمن الاهمية بمكان الإشارة إلى أن هاتين الاليتين تختارهما المؤسسة عندما تقوم بالدخول إلى مجالات أعمال جديدة، وهذا عن طريق شراء مؤسسات أخرى وهو ما يعرف بالاستحواذ، أو عن طريق الاتحاد مع مؤسسة أخرى وهو ما يعرف بالاندماج. وهذين الخيارين الاستراتيجيين يدخلان ضمن إستراتيجية التنويع أو النمو الخارجي¹.

¹ يعبر مصطلح النمو الخارجي عن شكل من أشكال التوسع يقوم على التحكم في الأصول المنتجة والمملوكة

وعليه ووفقا لما سبق نكون قد اعتبرنا العمليتين كآليتين لتنفيذ إستراتيجية المؤسسة لتطویر الأعمال، وهي وسيلة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة.

من بين التعريفات الكثيرة لعمليات الاندماج والاستحواذ نذكر ما يلي:
- يرى السيد محمد بشير عليّة بأن الدمج (fusion) يرمي إلى تحقيق غرضين¹:

الغرض الأول: تأسيس شركة جديدة تضم كل الشركات القديمة التي كانت موجودة قبل الدمج، والتي تختفي وينتهي وجودها بعد عملية الدمج.
الغرض الثاني: زيادة رأس مال الشركة وذلك بضم وابتلاع شركة أو شركات أخرى.

يمكن التفرقة بين عملية الاندماج والاستحواذ كما يلي²:

يقصد بالاندماج (fusion) ضم مؤسستين أو أكثر معا، وتكون نتيجة الاندماج تكوين مؤسسة واحدة، وتتم هذه العملية عادة بين مؤسسات متماثلة في الحجم.

بينما تتمثل عملية الاستحواذ (التملك، الاقتناء) في قيام مؤسسة بشراء مؤسسة أخرى واحتوائها بالكامل، وتحدث هذه العملية في العادة بين مؤسسات متفاوتة الحجم.

- ويعرف الاندماج أيضا على أنه: « اتحاد شركتين أو أكثر مع بعضها مما يؤدي إلى فقدان الشركات المندمجة شخصياتها مع ظهور شركة جديدة تؤول

من طرف مؤسسات أخرى. انظر أكثر في:

LARBES Melha, « les restructurations bancaires : cas des fusion-acquisitions en Europe », mémoire de magister, Université Mouloud MAMMERRI de Tizi- ouzou, 2011, p p 33-35.

¹ محمد بشير عليّة، الموسوعة الاقتصادية الحديثة، مركز النشر الجامعي؛ دار سحر للنشر، تونس، 2013، ص ص 255، 256.

² طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الإستراتيجية: منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر، عمان، 2007، ص ص 412، 413.

اليها كل أصول وممتلكات الشركة الفانية»¹.

- الاندماج هو اتحاد شركتين في شركة واحدة، ويعتبر كمظهر من مظاهر النمو الخارجي للشركة².

من خلال التعريفات السابقة، وغيرها كثير، نستنتج ما يلي:

- الاندماج يكون بين مؤسستين أو أكثر تكونان متقاربتين في الحجم، بينما الاستحواذ يتم عن طريق رغبة مؤسسة أكبر حجماً في تملك مؤسسة أقل حجماً منها*.

- بتحقيق عمليات الاندماج والاستحواذ يتشكل كيان جديد أكبر وأقوى، ويتمتع بالاستقلالية، وتزول بذلك معه الشركات المندمجة.

بالنسبة للمشرع الجزائري فقد قنن عمليات الاندماج والاستحواذ، فقد نصت المادة 744 من القانون التجاري على أن يمكن للشركة ولو في حالة تصفيتها أن تدمج في شركة أخرى أو أن تساهم في تأسيس شركة جديدة بطريقة الدمج. كما يمكن لهذه الشركات أن تقدم ماليتها لشركات موجودة، أو تساهم معها في إنشاء شركات جديدة بطريقة الاندماج والانفصال، كما سوغ إمكانية تحقيق عمليات الاندماج حتى بين شركات ذات شكل مختلف³.

¹ أرشد عبد الأمير جاسم، جليل كاظم مدلول العارضي، « إستراتيجية اندماج المصارف»، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 17، 2010، ص 174.

² المرجع نفسه، ص 175.

* بالرغم من وجود فرق بين مصلح الاندماج والاستحواذ كما أشرنا الى ذلك، إلا أنه في هذه الورقة البحثية لا نفرق بينهما ونتعامل معهما على أساس أنهما واحد، إلى جانب مصطلحات أخرى مثل: المزج، الاكتساب، التملك، الاقتناء.

³ الجمهورية الجزائرية، رئاسة الحكومة، الأمر رقم 75 - 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، الذي يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، (الجريدة الرسمية)، ع 101، الصادرة بتاريخ 19 ديسمبر 1975، ص 1374.

يمكن الإشارة في هذه النقطة الى النصوص التشريعية المعدلة والمتممة للقانون التجاري كما يلي:

- المرسوم التشريعي 93 - 08 المؤرخ في 1993/04/25، الذي يعدل ويتمم الأمر 75 - 59، المؤرخ في 1975/09/26، الذي يتضمن القانون التجاري، (الجريدة الرسمية)، ع 27، الصادرة بتاريخ 27/04/1993.

- القانون 05 - 02 المؤرخ في 2005/02/06، الذي يعدل ويتمم الأمر 75 - 59، المؤرخ في

ثانيا - طرق وأساليب عمليات الاندماج والاستحواذ:

لتحقيق عمليات الاندماج يمكن أن تلجأ المؤسسات إلى إحدى الطرق التالية:

1 - الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم:

تتم عملية الاستحواذ حسب هذا الشكل عن طريق قيام المؤسسة الدامجة أو المستحوذة بشراء أسهم المؤسسة المستهدفة، وذلك باللجوء إلى سوق الأوراق المالية (العروض العامة للتبادل)، أو عن طريق العروض العامة للشراء¹.

وفي حالة ما إذا رفض بعض المساهمين بيع أسهمهم للمؤسسة الدامجة نتحدث حينها عن حالة اندماج جزئية².

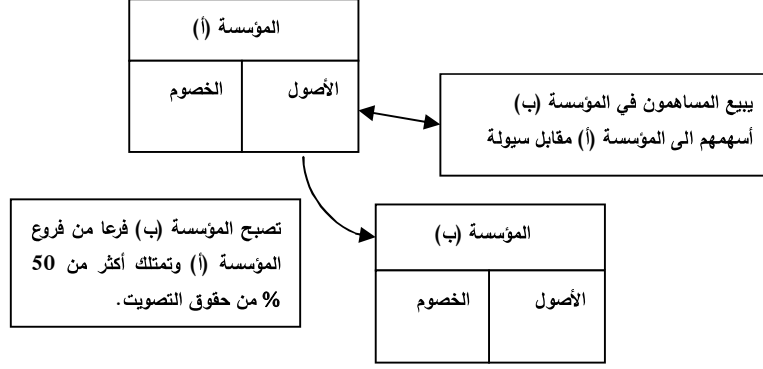
يمكن تمثيل عملية الاستحواذ بين مؤسستين عن طريق شراء الأسهم في الشكل أدناه، حيث تعتبر المؤسسة (أ) هي المؤسسة المستحوذة (وتسمى أيضا المؤسسة الدامجة، أو المبادرة)، بينما المؤسسة (ب) هي المؤسسة الهدف:

1975/09/26، الذي يتضمن القانون التجاري، (الجريدة الرسمية)، ع 11، الصادرة بتاريخ 2005/02/09.
- هناك نصوص تشريعية أخرى تمت وعدلت القانون التجاري لم نشأ ذكرها في هذه النقطة لأنها لا تتعلق بعمليات الاندماج والاستحواذ.

¹ Jonathan BERK, Peter DEMARZO, **Finance d'entreprise**, 2^{ème} édition, Nouveaux Horizons, Paris, 2011, pp 1020, 1021.

² أرشد عبد الأمير جاسم، جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 182.

الشكل (1): عملية الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم



المصدر : Olivier MEILER, Guillaume SCHHIER, *Fusions Acquisitions: stratégie. Finance. Management*, 3^{ème} édition, DUNOD, paris, 2009, p 62.

وتجدر الإشارة في هذا الشأن بأن جوهر هذه العملية يتمثل في مدى قدرة المؤسسة المستحوذة على إقناع حملة أسهم المؤسسة المستهدفة ببيع أسهمهم، لهذا من المنطقي تماما أن تعرض أسعار مغرية بحيث تكون أعلى من القيمة الحقيقية لتلك الأسهم، ويسمى ذلك الفرق بعلاوة الاستحواذ¹.

وتحديد قيمة السعر المعروض ليس دائما بالأمر الهين؛ إذ يفترض فيه أن يراعي بعدين أساسيين هما:

البعد الأول: تقديم سعر عال بالقدر الذي يغري حملة الأسهم ويحفزهم على البيع

البعد الثاني: أن يكون السعر معقولا بالقدر الذي يمكن المؤسسة الدامجة من تحقيق عوائد على هذا الاستثمار

ولعله من المستحسن التذكير بأن عهد احترام دينك الشرطين يمكن أن يؤدي إلى فشل عملية الإدماج.

2 - الاستحواذ عن طريق مبادلة الأسهم:

حسب هذه الطريقة تقترح المؤسسة المستحوذة على حملة الأسهم في

¹ IBID, p 63.

المؤسسة المستهدفة استبدال أسهمهم مقابل أسهمها، والتطبيق العملي لهذه الطريقة هو أن تقوم المؤسسة المستحوذة بطرح أسهم جديدة وتدعو لمبادلتها بأسهم المؤسسة المستهدفة¹.

وعند الانتهاء من هذه العملية ينتج لدينا ما يلي²:

- تتمكن المؤسسة المستحوذة من رفع رأسمالها

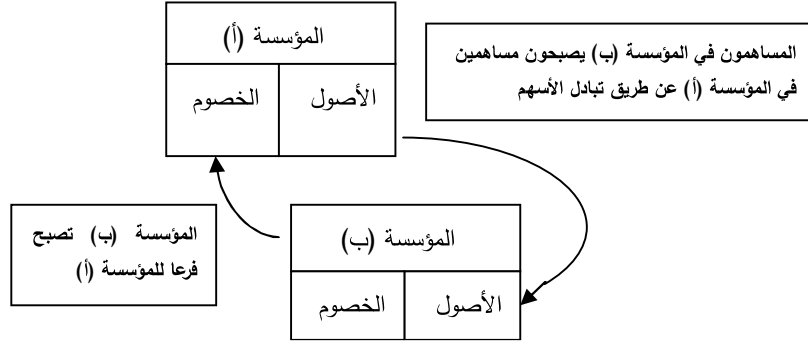
- تصبح المؤسسة المستهدفة فرعا من فروع المؤسسة المستحوذة

- يصبح المساهمون في المؤسسة المستهدفة مساهمين في المؤسسة المستحوذة

يمكن تمثيل عملية الاستحواذ بين مؤسستين عن طريق مبادلة الأسهم،

بالإبقاء على نفس معطيات المثال السابق في الشكل أدناه:

الشكل (2): عملية الاندماج عن طريق مبادلة الأسهم



المصدر: Olivier MEILER, Guillaume SCHHIER, *op – cit*, p 75.

3 - الاستحواذ عن طريق الامتصاص (البيع):

تقوم المؤسسة المستحوذة حسب هذه الطريقة بالحيازة على كل

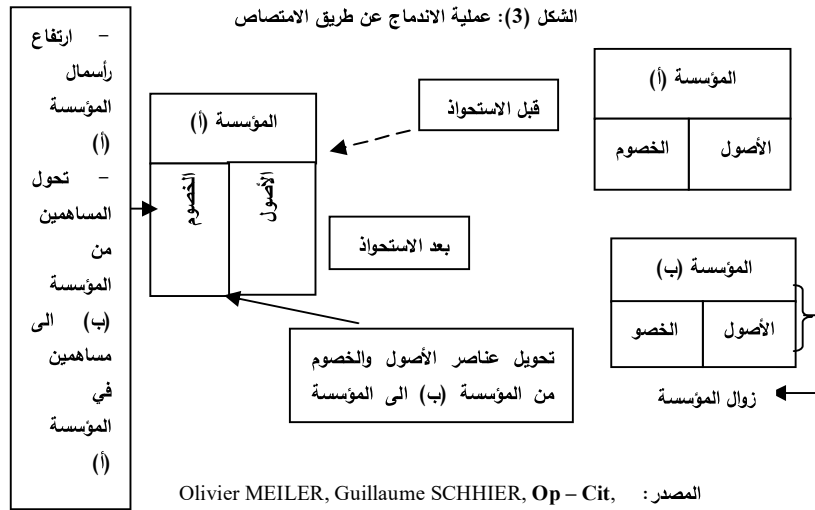
عناصر أصول وخصوم المؤسسة المستهدفة، وينتج عن هذه العملية ما يلي³:

¹ ضيف روفية، « إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الاندماج » رسالة ماجستير، غ م، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005/2004، ص 89.

² Olivier MEILER, Guillaume SCHIER, *op – cit*, p 74.

³ Elie COHEN, *Dictionnaire de la gestion*, Casbah Edition, Alger 1988, p 161.

- تتمكن المؤسسة المستحوذة من رفع رأس مالها
 - زوال المؤسسة المستهدفة
 - حدوث تغير ملحوظ في ميزانية المؤسسة المستحوذة بحيث تصبح تضم أصول وخصوم المؤسسة المستهدفة
 - حصول المساهمين في المؤسسة المستهدفة على أسهم جديدة تطرحها المؤسسة المستحوذة.
- يمكن تمثيل عملية الاستحواذ بين مؤسستين عن طريق الامتصاص، بالإبقاء على نفس معطيات المثال الأول في الشكل التالي:



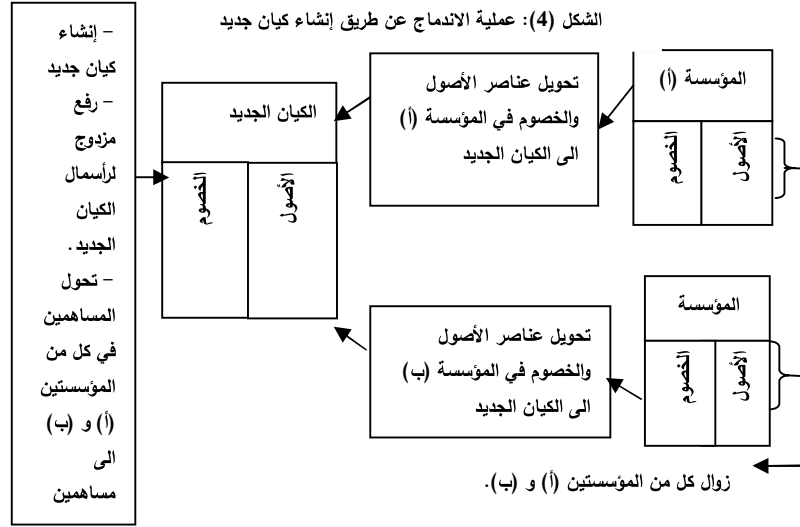
4 - الاندماج عن طريق إنشاء مؤسسة جديدة:

- حسب هذه الطريقتين تقوم مؤسستين مستقلتين أو أكثر بضم (دمج) الأصول والخصوم لكل منهما (منهم) لتكوين كيان جديد مستقل (مؤسسة ثالثة جديدة). وينتج عن هذه العملية ما يلي¹:
- زوال المؤسسات المندمجة وانحلالها في الكيان الجديد
 - يصبح المساهمون في المؤسسات المندمجة مساهمين في الكيان الجديد

¹ ضيف روفية، مرجع سبق ذكره، ص 95.

- رفع مزدوج لرأس المال الكيان الجديد

يمكن تمثيل عملية الاندماج بين مؤسستين عن طريق إنشاء كيان جديد في الشكل التالي:



وكتعليق بسيط عن أشكال الاندماج السابقة الذكر، فإنه يظهر توافر أركان الهندسة المالية في ذلك مثل: تغيير شكل المؤسسات المندمجة بحيث أصبحت أكبر وأقوى وهو ما يزيد من فرص نموها ونجاحها، وكذلك تحقق الأهداف المالية لكل طرف وذلك بتحقيق مكاسب مالية، حيث أن الاطراف التي قبلت ببيع أسهمها لم تفعل ذلك إلا بعد أن ضمنت الحصول على عوائد أكثر من عوائد الأسهم الحالية¹.

ثالثاً - دوافع عمليات الاندماج والاستحواذ:

من بين الدواعي الكثيرة التي تدفع المؤسسات إلى اللجوء إلى عمليات الاندماج أو الاستحواذ كخيار إستراتيجي لتحقيق أهداف إستراتيجية التمويل

¹ محمد فتحي البدوي، « استخدام الهندسة المالية في إعادة هندسة المشروعات »، كراسات علمية، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2011، ص 21.

سواء بالنسبة للمؤسسات المستحوذة أو المؤسسات المستهدفة، وبصفة عامة يمكن ذكر أهم تلك الدوافع في النقاط التالية¹:

1 - العوامل (العرضية)

حسب رأي أنصار النظرية العرضية وجهة فإن دواعي الاندماج تعود إلى عوامل خارجية محضة مثل: ارتفاع حدة المنافسة في الأسواق المحلية، التغيرات التكنولوجية، التغيير في بنية المؤسسة، بالإضافة إلى ظهور أسواق جديدة واعدة.

إن اقتصار هذه النظرية في بحثها عن دواعي ظاهرة الاندماج والاستحواذ بين المؤسسات على العوامل الخارجية فقط جعلها تتعرض لمختلف الانتقادات، مثل إهمالها لرغبة ودور متخذي القرارات في إنجاز مثل هذه العمليات كجزء من عملهم في إعداد وتنفيذ إستراتيجيات مؤسساتهم.

2 - العوامل النفسية:

حسب هذه النظرية فإن تفسير دواعي اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ يعود إلى عوامل نفسية محضة؛ أي مرتبطة بمراكز اتخاذ القرار في المؤسسات؛ أي مرتبطة بمدراء المؤسسات.

فحسب رأي هذا الطرح فإن مسيري المؤسسة يفضلون إبقاء التدفقات النقدية تحت مراقبتهم بدلا من توزيعها على المساهمين، وعليه فعملية الاندماج أو الاستحواذ تمثل فرصة كبيرة لهم لاستغلال تلك التدفقات النقدية وهو ما يعزز من دائرة سطوتهم على المؤسسة.

ويمكن تفسير هذا الاتجاه بسببين:

السبب الأول: رغبة مدراء المؤسسة في تعزيز مركز قوتهم ونفوذهم في المؤسسة وذلك بالعمل على زيادة حجم المؤسسة بغض النظر عن القيمة التي سيحصل عليها المساهمون من صفقات الاستحواذ أو الاندماج؛ فمدراء

¹ Florian FRENCH, *The social Side of Mergers and Acquisitions*, Gabler Edition Wissenschaft, Berlin, 2007, pp 29-33.

المؤسسات الكبيرة يحتلون موقع مهم ولديهم سلطة لا تقارن مع نظرائهم في المؤسسات الاقل حجماً¹.

السبب الثاني: رغبة مدراء المؤسسات في الابقاء على التدفقات النقدية داخل المؤسسة لمباشرة عمليات الاندماج والاستحواذ لاعتقادهم بأنها ستولد لهم عوائد أكبر مقارنة مع عمليات أخرى.

يمكننا إلى حد بعيد التسليم بصحة هذه الدواعي، الا أن الواقع أثبت أن فشل الكثير من محاولات الاندماج والاستحواذ باءت بالفشل نتيجة لرغبة المدراء (عوامل نفسية) في ذلك على حساب عوامل أخرى ذات طبيعة موضوعية.

3 - البحث عن القيمة:

يعتبر البحث عن القيمة أو إيجاد قيمة دافع قوي لإتمام عمليات الاندماج أو الاستحواذ، حيث تلجأ مؤسسة إلى الاتحاد مع مؤسسات أخرى اقتناعاً بأن ما ستحققه هاتين المؤسستين وهما مجتمعتين معا أكبر من مجموع ما تحققه كل واحدة على حدة؛ أي وكأن: $(1 + 1 < 2)$.

رابعاً - العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تقييم جدوى عمليات الاندماج والاستحواذ:

هناك عوامل كثيرة يجب أخذها بعين الاعتبار عند التفكير في عمليات الاندماج أو الاستحواذ يمكن ذكرها باختصار كما يلي²:

- التحديد الدقيق للعوائد والمكاسب التي سيحصل عليها المساهمون والملاك في المؤسسة المستحوذة والمؤسسة الهدف،

- التقدير الدقيق للموارد التي سيتم توفيرها من وراء عمليات الاندماج

¹ ضيف روفية، مرجع سبق ذكره، ص 59.

² عبد السلام أبو قحف، أساسيات الإدارة الإستراتيجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005/2004، ص ص 291، 292.

والاستحواذ،

- إيجاد جو من الثقة المتبادلة بين العمال وعبر كل المستويات التنظيمية للمؤسستين لضمان التعاون فيما بعد،
 - مراعاة مدى تحقق مصالح مختلف الأطراف من عمليات الاندماج حتى نصل إلى قاعدة: رابح - رابح،
 ونعتقد بدورنا بأن القيام مسبقا بشرح جدوى اللجوء إلى مثل هذا النوع من الخيارات الاستراتيجية وما يعود من منافع للجميع، ضروري جدا لتهيئة النفوس وضمان تعاون الجميع.

ويمكن الإشارة إلى نقطة مهمة تتعلق بضرورة مراعاة مدى وجود أو إمكانية تحقق نوع من التقارب أو بين الثقافات التنظيمية للمؤسسات المندمجة؛ لأن ثقافة المؤسسات المشتركة تعتبر بمثابة اللغة المشتركة لهاته المؤسسات، وبالتالي لا يمكن التفاوض كثيرا بنجاح عمليات الاندماج في ظل وجود بون ثقافي كبير.

وتجدر بنا الإشارة في هذه النقطة إلى دور الهندسة المالية في تقييم جدوى عمليات الاندماج والاستحواذ، فالمهندس المالي يمكن أن يكلف من طرف إدارة المؤسسات التي تتوافر على سيولة وترغب في شراء مؤسسات أخرى في البحث عن المؤسسات المستهدفة، وما إذا كانت ترغب في الاندماج، أو أن حملة الأسهم فيها لهم اتجاه نحو بيع أسهمهم نتيجة عدم رضائهم على أداء الإدارة الحالية¹.

خامسا - الآثار (الانعكاسات) الايجابية لعمليات الاندماج والاستحواذ على المساهمين:

قبل توضيح كيفية مساهمة عمليات الاندماج والاستحواذ على اكتساب ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين، نود الإشارة إلى الآثار الايجابية

¹ محمد فتحي البدوي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

لعمليات الاندماج والاستحواذ بصفة عامة والتي يمكن اختصارها في النقاط التالية¹:

- تحقيق السرعة في التصرف؛ بمعنى سرعة الظهور في الأسواق الجديدة، أو الظهور بمنتجات جديدة،
- إمكانية التخلص من عوائق الدخل بالنسبة لقطاعات النشاط الجديدة، بالرغم من وجود منافسين في ذلك القطاع*،
- الاستفادة من تجربة ومهارة وبراءات الاختراع من المؤسسات المستهدفة والتي سبق وأنها تشغل في الميدان،
- تحقيق وفورات الحجم**،
- استخدام الرافعة المالية***

¹ Jean- Pierre HELFER, Michel KALIKA, Jaques ORSONI, **Mangement: stratégie et organisation**, 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, 2000, p p 203, 204.

* إضافة إلى اقتصاديات الحجم التي نقصد بها: الدخل بأحجام كبيرة والا البيع بتكلفة أكبر من تلك التي يبيع بها المنافسون، نجد عوائق أخرى للدخول مثل: التميز، حيث أنه في بعض الأحيان نجد أن خصائص المنتج عامل مهم لتحديد سلوك الشراء، وبما أن محاولة تمييز منتج تكون مكلفة جدا، فإن الداخلون الجدد يتحاشون دخول السوق. وكذلك قنوات التوزيع؛ حيث أن صعوبة الاندماج في الجهاز التوزيعي في منطقة ما يثبط عزيمة الدخل للمنافسين والعكس صحيح. دون نسيان أن بعض الاستثمارات تتطلب مبالغ كبيرة جدا لشراء المعدات أو للقيام بالأبحاث وهو ما لا يشجع المنافسين الجدد على الدخل إلى ذلك القطاع مثل القطاع الصيدلاني.

** تتحقق وفورات الحجم عندما يؤدي توسع إحدى المؤسسات أو إحدى الصناعات في إنتاجها إلى تزايد تكاليف الإنتاج بمعدل أقل من معدل تزايد الإنتاج، وبذلك تتجه التكلفة المتوسطة في الأجل الطويل إلى الانخفاض.

*** نعلم جيدا أن الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين تستخدم في تمويل مجموع الاستخدامات أي الأصول الاقتصادية، وهذه الاستخدامات تولد بدورها نتائج سنوزع على التكاليف المالية (مكافأة القروض) والنتيجة قبل الضريبة التي تعود إلى المساهمين. ومن المفروض تكون النتيجة الاقتصادية أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض مالية تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، هذا الفائض يعود إلى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة. انظر أكثر في: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، عمان، 2011، ص ص 284-286.

علما أن: معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية، و المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة) = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.

1 . إيجاد ميزة تنافسية:

يعرف (Grosse & Kujawa) الميزة التنافسية على أنها تعني مهارة المؤسسة، أو قدرتها على امتلاك ما يمكنها من التغلب على المنافسين في موقف معين¹

ويوضح تعريف (لين هادي): أن الميزة التنافسية للمؤسسة، تمكن مالكيها من إعطاء إضافة، أو قيمة مضافة، أو شيء ما، لا يقدمه المنافسون، قد يكون علامة، أو أداء جيد، أو سعر منخفض، أو عرضاً جيداً، أو خليطاً من هذه البدائل²

من خلال التعريفين السابقين يتضح لنا أن الميزة التنافسية تتحدد بمدى تمكن المؤسسة من تقديم أي شيء في السوق، ما لا يقدمه المنافسون أو يختلف عنهم. والذي من شأنه جعل المؤسسة متميزة عن باقي المنافسين.

نلاحظ بأن عمليات الاندماج تجعل المؤسسات تستفيد من المزايا التنافسية للمؤسسات المندمجة معها، أو تعزز ميزة ما موجودة ولكنها تحتاج إلى تدعيم أكثر في أي نشاط، يمكن أن يكون النشاط التمويلي واحد منها، وهو ما يبرر الاندماج في شكله المالي الذي اخترناه كموضوع لهذا البحث.

2 - إيجاد القيمة:

يمكن التحدث عن كيفية مساهمة عمليات الاندماج والاستحواذ في زيادة القيمة للمساهمين، أو إيجاد القيمة بصفة عامة للمؤسسة من عدة زوايا نختصرها كما يلي:

- **المنظور الأول:** تتحدد القيمة حسب هذا المنظور بفعل اتحاد مؤسستين معاً، وكما تم الإشارة إليه سابقاً بفعل توحيد الجهود، حيث أن القيمة المحققة

¹ جابر محمد محمد، « محددات الميزة التنافسية للصادرات الصناعية المصرية »، رسالة ماجستير غم، جامعة حلوان، كلية التجارة وإدارة الأعمال، مصر، 1990، ص 23.

² المرجع نفسه، ص ص 23، 24.

من المؤسستين معا أكبر من مجموع القيمتين اللتين تحققهما كل مؤسسة على حدة. ويمكن الاستعانة في هذا الشأن بالمردودية الاقتصادية والمردودية المالية اللتين تمت الاشارة اليهما أعلاه.

- **المنظور الثاني:** يمكن للمؤسسات التي تتوافر على فوائض مالية أكثر من احتياجاتها أن تكون هي المؤسسة المبادرة أو المستحوذة، حيث يمكن أن تقوم باستثمار تلك الأموال وإيجاد قيمة ونقلها إلى المؤسسة المستهدفة وذلك عبر ثلاث طرق هي¹:

* **الاستحواذ وإعادة الهيكلة:** ينطلق خيار الاستحواذ أو الاندماج من فرضية أن المؤسسات التي تدار بفعالية وكفاءة يمكن أن تنشئ قيمة من خلال الاستحواذ على مؤسسة ضعيفة إداريا وتحسين كفاءتها.

* **نقل وتحويل الكفاءات والقدرات:** تعتقد بعض المؤسسات أنه يمكن نقل وتحويل القيمة من مؤسسة إلى أخرى، وذلك بالارتباط بمؤسسات تتوافر على مهارات منشأة للقيمة، حيث تكون هذه المهارات متعلقة بالوظائف التقليدية مثل البحث والتطوير والتسويق والإنتاج... الخ وتجدر الاشارة إلى أن هذه الوظائف يجب أن تكون ذات أهمية بالغة تمكن من الحصول على ميزة تنافسية.

* **تحقيق الحجم الاقتصادي:** والذي يحدث بفعل التكامل بين مختلف الموارد والوظائف، وهو ما من شأنه أن يسمح لكل مؤسسة باستثمار أقل في تلك الوظائف المشتركة، وتحويل الفائض في الطاقة من ذلك النشاط إلى نشاط آخر يعوز تلك الموارد.

سادسا - **الاسباب المحتملة لفشل عمليات الاندماج والاستحواذ:**

بالرغم من المزايا المحققة من وراء عمليات الاندماج على المؤسسات

¹ شارلز هل، جاريت جونز، (ترجمة: رفاعي محمد رفاعي، محمد سيد أحمد عبد العال)، الإدارة الإستراتيجية: مدخل متكامل، دار المريخ، الرياض، 1998، ص ص 492 - 495.

المستحوذة أو المؤسسة الهدف، إلا أن الكثير من تلك العمليات باءت بالفشل، ومرد ذلك جملة من الاسباب نذكر منها ما يلي¹:

- المغالاة في تقدير المؤسسة الهدف وبالتالي دفع قيمة أكبر من قيمتها الحقيقية في السوق، مما يصعب مهمة استرجاع تلك الأموال المستثمرة على الاقل في الاجل القصير،

- افتراض أن المنتجات ستستمر في أدائها بنفس مستوى الجودة، ونعتقد أن ذلك يوعز إلى سرعة وصول المنتج إلى مرحلة النضج بفعل البحث والتجديد المستمر،

- التعجل في إتمام إجراءات الاندماج بسرعة دون انتظار نتائج تقييم جدوى عمليات الاندماج،

- وجود تباين ثقافي منذ البداية بين المؤسستين، المؤسسة المستحوذة والمؤسسة الهدف،

- عدم التقدير الكافي لمشاكل وأعباء المؤسسة عند إتمام عمليات الاندماج والتي ستظهر تبعاتها فيما بعد.

بعد أن تطرقنا في هذه الورقة البحثية إلى مختلف النقاط التي من شأنها توضيح معنى وهدف عمليات الاندماج والاستحواذ ودور الهندسة المالية في ذلك، بقي في الاخير أن نشير إلى أن الهندسة المالية تساهم أيضا حتى في منع حدوث عمليات الاستحواذ، خاصة ذلك الشكل الذي ربما يحدث خارج رغبة إدارة المؤسسة المستهدفة، وعليه فنفهم من هذا أن الهندسة المالية مهنة هدفها الكسب و فقط، والا كيف نفسر أن تفعل الشيء وتفعل ضده، فهي التي تبتكر الحلول لإنجاح عمليات الاندماج وهي التي تبتكر حلول أخرى للوقوف

¹ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية لمواجهة تحديات القرن الواحد والعشرين، مجموعة النيل العربية، القاهرة، ط 1، 1999، ص 170.

في وجه عمليات الاندماج العدائية التي تتم خارج رغبة الإدارة¹.
ولا ضير أن نذكر على عجلة ببعض أدوات الدفاع المبتكرة من طرف المهندسين الماليين نذكر بعضها باختصار كما يلي²:

- **الاقراص المسمومة**: تتلخص هذه الآلية في منح الحق لحملة الأسهم الحاليين بشراء حصص إضافية من أسهم المؤسسة بقيمة أقل من قيمتها السوقية، فإذا قام مثلا مساهم ما من غير هؤلاء بالشراء الفعلي لعدد كبير من الأسهم بهدف الاستحواذ، فإنه بذلك يكون قد ابتلع تلك الاقراص المسمومة بحيث ستنتقل الثروة منه إلى بقية المساهمين؛ لأنه ليس من حقه شراء تلك الأسهم الاضافية بالسعر المعروف، ويزداد نزيه ثروته أكثر باتجاه حملة الأسهم خاصة إذا ما كان قد منح علاوة كبيرة لإغراء حملة الأسهم في تلك المؤسسة ببيعها له.

- **الفارس الابيض**: بمقتضى هذه الآلية تبحث المؤسسة المستهدفة عن مؤسسة أخرى تراها بأنها أكثر ملائمة لها لتندمج معها، قاطعة بذلك الطريق أمام المؤسسات الأخرى التي لا ترغب في الاندماج معها.

- **العرض المضاد**: ويسمى بدفاع " باك مان" (Pacman)، ومؤداها أن المؤسسة المستهدفة تقوم بتقديم عرض للاستحواذ على المؤسسة التي تقدمت بعرض مماثل في البداية؛ أي وكأنه هجوم معاكس، أو اعتبار أن الهجوم خير وسيلة للدفاع.

- **المظلات الذهبية**: وهي بنود في نص العقود يتم بموجبها تعويض مديري المؤسسة بمبالغ سخية إذا ما تعرضوا للتسريح نتيجة للاستحواذ على تلك

¹ محمد فتحي البدوي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² انظر كل من:

-Jonathan BERK, Peter DEMARZO, op - cit, p p 1025 – 1027.

- محمد فتحي البدوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 34 – 38.

المؤسسات التي يديرونها، وهو ما من شأنه أن يثبط عزيمة المستحوذ.

- **تعديلات في الهيكلة المالية:** ويكون هدفها الأساسي هو تعقيد مهمة المؤسسة المستحوذة، والتقليل من جاذبية المؤسسة المستهدفة، كالعامل على الحصول على قروض كبيرة تنقل المؤسسة أكثر بالديون، حيث يوزع جزء منه على المساهمين الخارجيين بينما يبقى الجزء الآخر داخل المؤسسة بحوزة المساهمين الداخليين في شكل أسهم إضافية مما يزيد من حقوق تصويتهم أكثر فأكثر في الجمعية العامة.

- **أدوات أخرى:** مثل الابتزاز المالي الذي يقوم على محاولة قيام المؤسسة بشراء أسهمها بعلاوة والتي سبق وأن اشترتها هؤلاء المستثمرون، اللجوء إلى العدالة من أجل كسب الوقت والتشهير بالمؤسسة الراغبة في الاستحواذ... الخ

خاتمة:

على ضوء عرض وتحليل أهم ما جاء في محاور البحث يمكن تلخيص أهم نتائج البحث كما يلي:

- عمليات الاندماج والاستحواذ تعد خيارات إستراتيجية لتنفيذ إستراتيجية أكبر وهي إستراتيجية التوسع أو النمو الخارجي، وتظهر نتائج تحقيق هذه العمليات على إعادة الهيكلة المالية للمؤسسة المعنية، ومن هنا يظهر دور الهندسة المالية في دراسة الجدوى المالية لتلك العمليات، وبذلك فهي تقدم السند العلمي لترشيد اتخاذ القرار، لما تزخر بها أدواتها من تقنيات كمية تمتاز بالدقة والموضوعية.

- تقوم الهندسة المالية بالدور والدور المضاد له، فهي في خدمة جميع الأطراف، تساعد من يرغب في الاندماج، وتساعد من لا يرغب في ذلك، وفي كلتا الحالتين الابتكار هو شأنها.

- باللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ تتوزع مقدرات المؤسسات، فيتكامل بعضها مع بعض، وبذلك يزداد مركزها التنافسي، وتتعرز ميزتها

التنافسية، كما يمكن أن تكتسب ميزات لم تكن تتوفر عليها، وهو ما من شأنه أن يزيد من تحويل القيمة من مؤسسات إلى أخرى، ليستفيد منه المساهمون في كلتا المؤسستين المستحوذة والمستحوذ عليها.

- تطوير تطبيق الهندسة المالية وعمليات الاندماج والاستحواذ يتطلب اقتصاد حيوي وسوق مالي نشط ومنظومة قوانين مرنة تسمح باستيعاب وتأطير العدد الكبير من الآليات الجديدة؛ لأن الهندسة المالية تقوم على الحلول المبتكرة لحالات وظروف جديدة قد تكون موقفية لا تتكرر.

على ضوء نتائج البحث أعلاه يمكن تقديم التوصيات التالية:

- إقحام عنصر الهندسة المالية وعمليات الاندماج والاستحواذ في المقررات التعليمية لمادة الإدارة المالية، ولو أنها موجودة في أماكن أخرى،
- وضع برامج تدريبية في اليات الهندسة المالية على غرار ما هو موجود في كثير من الدول، خاصة تلك التي تجمع بين الجانب التقني والجانب الفقهي، وهو ما نعني به الهندسة المالية الإسلامية.

قائمة المراجع:

أولا - باللغة العربية:

- الكتب:

1 - شارلز هل، جاريث جونز، (ترجمة: رفاعي محمد رفاعي، محمد سيد أحمد عبد العال)، الإدارة الاستراتيجية: مدخل متكامل، دار المريخ، الرياض، 1998.

2 - طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الاستراتيجية: منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر، عمان، 2007.

3 - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية لمواجهة تحديات القرن الواحد والعشرين، مجموعة النيل العربية، القاهرة، ط 1، 1999.

4 - عبد السلام أبو قحف، أساسيات الإدارة الاستراتيجية، الدار الجامعية،

الاسكندرية، 2005/2004،

5 - محمد بشير عليّة، الموسوعة الاقتصادية الحديثة، مركز النشر الجامعي؛ دار سحر للنشر، تونس، 2013.

- المجالات:

⁶- أرشد عبد الامير جاسم، جليل كاظم مدلول العارضي، « إستراتيجية اندماج المصارف»، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 17، 2010.

7 - محمد فتحي البدوي، « استخدام الهندسة المالية في إعادة هندسة المشروعات»، كراسات علمية، المكتبة الاكاديمية، القاهرة، 2011.

- الرسائل الجامعية:

⁸ - جابر محمد محمد، « محددات الميزة التنافسية للصادرات الصناعية المصرية»، رسالة ماجستير، غم، جامعة حلوان، كلية التجارة وإدارة الأعمال، مصر، 1990.

9 - ضيف روفية، « إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الاندماج»، رسالة ماجستير، غم، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005/2004.

- التشريعات:

10- الأمر رقم 75 - 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، الذي يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، (الجريدة الرسمية)، ع 101، الصادرة بتاريخ 19 ديسمبر 1975.

ثانيا - باللغة الأجنبية:

1 - Les ouvrages:

¹ - Elie COHEN, Dictionnaire de la gestion, Casbah Edition, Alger 1988.

² - Florian FRENCH, The social Side of Mergers and Acquisitions, Gabler Edition Wissenschaft, Berlin, 2007.

³ - Jean- Pierre HELFER, Michel KALIKA, Jaques ORSONI, **Mangement : stratégie et organisation**, 3^{eme} édition, Vuibert, Paris, 2000.

⁴ - Jonathan BERK, Peter DEMARZO, **Finance d'entreprise**, 2^{eme} édition, Nouveaux Horizons, Paris, 2011.

5-Olivier MEILER, Guillaume SCHHIER, **Fusions Acquisitions : stratégie. Finance. Management**, 3^{eme} édition, DUNOD, paris, 2009.

2 - Les thèses universitaires :

6 - LARBES Melha, « **les restructurations bancaires: cas des fusion-acquisitions en Europe** », mémoire de magister, Université Mouloud MAMMERI de Tizi- ousou, 2011.