

دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات

أ/ موسى بن منصور

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المركز الجامعي برج بوعرييج - الجزائر

RESUME :

Parmi les sujets modernes où l'art financier joue un rôle crucial figure celui de la fusion des firmes quelques soit sa forme. Ceci car la fusion est une opération qui nécessite l'évaluation des firmes ; comme elle vise à maximiser la valeur de la firme ou des firmes entrants dans l'affaire ; ceci nécessite le recours aux talents de l'art financier, en particulier ceux de l'analyse financière.

Notre contribution vient donc mettre en exergue le rôle que joue l'analyse financière dans la prise de décision d'une fusion de firmes. Ceci en explicitant la manière avec laquelle elle contribue dans l'évaluation de la valeur des firmes entrants en fusion ainsi que la manière d'évaluer la valeur de l'affaire.

Les Mots clés: analyse financière, fusion, firmes évaluation...

الملخص

من القضايا المعاصرة التي يلعب فيها الفن المالي دوراً ريادياً قضية الاندماج بين الشركات مهما كان الشكل المتبع فيها، وهذا كون أن الاندماج عملية تستلزم تقييم الشركات كما تهدف إلى تعظيم قيمة الشركة أو الشركات الداخلة في الصفقة، وهذا ما يتطلب الاستعانة بمهارات الفن المالي لاسيما التحليل المالي.

وتأتي هذه الورقة البحثية لإبراز الدور الذي يلعبه التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات، من خلال توضيح كيفية مساهمته في تقدير قيمة الشركات الداخلة في الاندماج وكيفية تسوية قيمة الصفقة.

الكلمات المفتاحية: التحليل المالي، الاندماج، الشركات، التقييم...

مقدمة

لقد اتجه العالم خلال العشرينيتين الأخيرتين إلى ظاهرة الاندماج والتكتل بين الشركات لتحقيق مزايا النمو السريع واقتصاديات الحجم، فضلاً عن تعظيم القيمة السوقية لها، إلا أن تحقيق تلك المزايا ليس بالأمر السهل، إذ أن قراراً استراتيجياً مثل قرار الاندماج بين الشركات ليس من السهل اتخاذه بشكل عفوي أو ارتجالي على مستوى أي من إدارة الشركات التي تمثل طرفاً في العملية، بل يحتاج إلى قدر وافر من الحيلة والحذر والتأني والمعلومات ليس عن الحاضر فقط بل وعن المستقبل بعد الاندماج كذلك.

وهنا تظهر أهمية التحليل المالي، ليس بوصفه أداة لتقييم أداء المشروعات والحكم على فعالية التخطيط فيها فحسب، ولكن بوصفه كذلك وسيلة فعالة للحكم على كفاءة وفعالية مختلف السياسات المطبقة داخل الشركة، سواء كانت مالية أو إنتاجية أو بيعية أو تسويقية أو غير ذلك من السياسات، ويأتي هذا من خلال التوظيف السليم لمجموعة النسب والمؤشرات المالية وتفسيرها تفسيراً جيداً، وفهمها فهماً معمقاً، مما يجعلها بمثابة أضواء كاشفة تعكس نقاط القوة ونقاط الضعف داخل الشركة محل الدراسة¹.

إشكالية البحث

في ظل التحديات الجديدة التي يفرضها المحيط الاقتصادي المعاصر، سواءً فيما يخص تحرير التجارة الخارجية وانفتاح الأسواق واتساع نطاق الاستثمار، أو فيما يتعلق بتسارع وتيرة العولمة ومتطلباتها، وجدت غالبية الشركات نفسها عاجزة عن تحقيق النمو والتوسع الكافي لمواكبة تطورات العصر، ومواجهة تحديات المحيط الذي تتواجد فيه بطاقتها الفردية، فالتجتهت نحو عمليات التكتل والانضمام فيما بينها بمختلف الأشكال والصيغ، وعلى رأسها عمليات الاندماج، بغية تجميع طاقاتها وتقوية مركزها في عالم لا يعترف إلا بالأقوى، إلا أن الكثير منها تفشل في تحقيق أهدافها نتيجة المخاطرة الكبيرة التي ترافق أية عملية اندماج، وبذلك تزايد الاهتمام بكيفيات وأساليب ترشيد القرارات المرتبطة بهذه العمليات. ومن هنا تنبثق إشكالية هذا البحث في السؤال التالي: **ما هو الدور الأساسي للتحليل المالي، باعتباره إحدى أهم أدوات التسيير والإدارة المالية، في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات؟**

فرضيات البحث

تتمحور فرضيات هذا البحث حول نقطتين أساسيتين هما:

- إن مسايرة ومواكبة التطورات التي تعرفها الشركات على مستوى مختلف الأصعدة تتطلب التوجه نحو تحقيق النمو والتوسع مهما كلف ذلك، وهنا قد يكون للتحليل المالي دوراً ثانوياً؛
- إن النمو والتوسع سواءً كان داخلياً أو خارجياً ما هو إلا قراراً استثمارياً يتوقف اتخاذه على مدى الربحية التي يمكن أن يحققها، وهنا يكون للتحليل المالي دوراً ريادياً.

أهداف البحث وأهميته

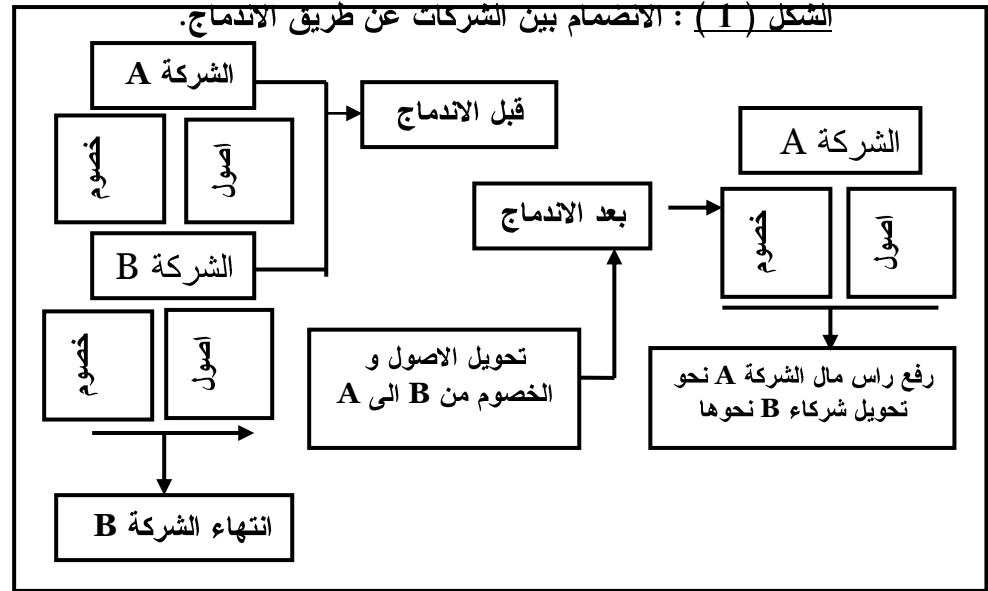
تهدف هذه الورقة البحثية إلى إظهار مساهمة التحليل المالي -باعتباره وسيلة فعالة للحكم على كفاءة وفعالية مختلف السياسات المطبقة داخل الشركة، سواء كانت مالية أو إنتاجية أو بيعية أو تسويقية، أو غير ذلك من السياسات- في ترشيد إحدى أهم وأصعب القرارات التي قد تتخذها الشركة في إطار سياساتها الهادفة إلى تحقيق النمو والتوسع في نشاطها وحصتها السوقية، وهو **قرار الاندماج**، إذ يُتاح أمام الشركة لتحقيق هذا الهدف طريقتين لا ثالث لهما، وهما إما التوسع الداخلي من خلال توسيع خطوط الإنتاج و/أو إضافة خطوط إنتاج جديدة و/أو فتح أسواق جديدة أو تخصيص موارد كافية للبحث والتطوير، وإما التوسع الخارجي الذي يتم عن طريق عمليات الاندماج والاستحواذ، وعادة ما يتطلب التوسع الداخلي جهوداً كبيرة ووقتاً طويلاً يمتد إلى عدة سنوات، في حين يسمح التوسع الخارجي بتحقيق هدف النمو بشكل سريع من خلال الحصول على وحدات اقتصادية قائمة وناجحة، وفي وقت قصير جداً، إلا أن تحقيق النجاح ليس نتيجة حتمية بل قد تكون النتائج وخيمة، وبذلك فإن الشركة مطالبة بدراسة وتحري الدقة واحتمالات النجاح والفشل قبل اتخاذ القرار، من خلال التوظيف الجيد لمؤشرات ومخرجات التحليل المالي.

أولاً : مفهوم الاندماج بين الشركات

يعتبر الاندماج أحد أهم أشكال الانضمام بين الشركات، وأحد الأساليب الأساسية لتحقيق النمو الخارجي، نظراً لما يحققه من مزايا للشركات المعنية، وسنحاول في هذه النقطة التركيز على تعريف الاندماج بين الشركات وأهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها.

1- تعريف الاندماج بين الشركات

يقصد بالاندماج* (Merger) قيام أكثر من شركة بالاتفاق على بقاء واستمرار شركة واحدة فقط، مع انتهاء باقي الشركات الأخرى المندمجة، وذوبانها في شخصية الشركة الباقية²، من خلال نقل صافي أصولها وخصومها إليها، وعادة تسمى الشركة الباقية الشركة الدامجة (Combiner company)، وتسمى الشركة أو الشركات الفانية، الشركة المندمجة (Combine company). وتعمل هذه الأخيرة بعد الاندماج كأقسام أو فروع أو وحدات تابعة تماماً للشركة الباقية أو الدامجة. تؤدي عملية الاندماج إلى إلغاء أسهم الشركات المندمجة، واستبدالها بأسهم جديدة عادية أو ممتازة تصدرها الشركة الدامجة، أو مقابل سداد القيمة نقداً أو التعهد لهم بسداد القيمة بموجب سندات اذنية³، وبذلك تصبح الشركة الدامجة خلفاً عاماً للشركة أو الشركات المندمجة، وتحل محلها حلولاً قانونياً فيما لها وما عليها، في حدود ما اتفق عليه في عقد الاندماج⁴. ويمكن تلخيص عملية الاندماج بين شركتين (A) و (B) في الشكل التالي:



Source : Olivier Meier et Guillaume schier, Fusions Acquisitions – stratégie finance management, Dunod, paris, 2003, p . 72 ..

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن عملية الاندماج بين شركتين تتضمن أربع تغيرات رئيسية هي:

- رفع رأس مال الشركة الدامجة ؛
 - نقل صافي أصول الشركة المندمجة إلى الشركة الدامجة ؛
 - تحول مساهمي الشركة المندمجة إلى مساهمين في الشركة الدامجة ؛
 - زوال الصفة القانونية للشركة المندمجة كشخصية اعتبارية مستقلة.
- كما أن هذه العملية تطرح مجموعة من القضايا التي تستدعي التفاوض والاتفاق في شأنها قبل الشروع في تنفيذها وهي:
- تغير نصيب المساهمين ودرجة سيطرتهم على الشركة بعد الاندماج ؛
 - توزيع مهام التسيير والإدارة بين المسيرين القدامى قبل الاندماج للشركة الدامجة والمسيرين الجدد القادمين من الشركة المندمجة ؛
 - تغير عدد العمال والمستخدمين وشروط العمل والمستحقات وغيرها من القضايا المرتبطة بالعمل.

2- أهداف الاندماج بين الشركات

توفر عملية الاندماج جملة من الأهداف الإستراتيجية للشركات والأفراد على حد سواء، وقد تعرض العديد من الكتاب والباحثين لوصف هذه الأهداف وتحديدها اعتماداً على تجارب العديد من الشركات والدول في هذا الإطار، نذكر منها ما يلي:

حدد " **Brealey and Myers** " دوافع الانضمام بين الشركات في تحقيق وفورات الحجم، ووفورات التكامل الرأسي والتكامل الأفقي، واستخدام الأموال الفائضة كاستثمار بديل، فضلاً عن التخلص من نقاط الضعف في عمليات المنشأة⁵.

ويرى " **Samuels and Wilkes** " أن العوامل التي تقود الشركة للانضمام تشمل تأثير التعاون الإيجابي والطاقت البشرية، التي تؤدي إلى عدم توازن المهارات الإدارية والتنافس الفني في الصناعة، فضلاً عن اكتساب التكنولوجيا والمعلومات التي تدفع إلى زيادة حجم المنشآت، وكذا الاستفادة من انخفاض قيمة الشركات المستهدفة. ويضيف هذان الكاتبان أنه رغم وجود هذه الأسباب المتعددة للانضمام، إلا أن الشركات تواجه صعوبة في التحديد الواضح لدافع الشركة للتملك⁶.

من جهة أخرى قام كل من " **Levy** " و " **Sarnat** " بتحديد دوافع الاندماج في أربعة أقسام رئيسية هي⁷:

- **تحقيق الكفاءة** : وتشمل الكفاءة تأثير التعاون الإيجابي الذي يتضمن تحقيق وفورات الحجم واكتساب تكنولوجيا جديدة وتقليل مستوى المخاطرة وتحسين حالة السيولة، كما تشمل كذلك التعاون الإيجابي المالي، وذلك عن طريق تخفيض تكلفة الديون المتوقعة وزيادة طاقة المديونية للوحدة الجديدة، وتشمل الكفاءة أيضاً زيادة القوة السوقية لكل من الشركات الدامجة والشركات المستهدفة.
- **تحسين الإدارة** : من خلال استخدام أو تملك الإدارة ذات الكفاءة، وإحلالها محل الإدارة غير الكفاءة، بغية التعاون وتوزيع وتقاسم المخاطر الإدارية ؛

- الاستفادة من القيم المنخفضة للشركات المستهدفة ؛
 - تحقيق وفورات ضريبية مثل الوفورات الضريبية الناتجة عن التملك.
- بينما يرى كل من " Kerensky " و " Thornton " أن هناك عدد من الافتراضات عن مصادر المكاسب من الاندماج بين الشركات، كل فرض منها يقوم على تقديم إجابة للتساؤل الآتي:

لماذا تتوقع المنشأة بعد الانضمام أن تحقق تدفقات نقدية تزيد عن تلك التي تحققها قبل الاندماج ؟

- وتتلخص هذه الافتراضات في ما يلي:
- قوة سوق المنتج : ومن أمثلة المكاسب التي تترتب على هذا الفرض زيادة السعر؛
 - التعاون الإيجابي الذي يقدم مكاسب مثل وفورات الحجم والتكامل الرأسي وتطوير تكنولوجيا الإنتاج والتنظيم وتخفيض تكاليف الوكالة ؛
 - الدوافع المالية مثل الاستفادة من المزايا الضريبية وتخفيض تكاليف الإفلاس المتوقعة، وزيادة القدرة على الاقتراض وتحسين استغلال التدفقات النقدية الداخلة ووفورات الحجم في تكاليف الإصدار ؛

ثانياً : أهمية التحليل المالي في تحقيق أهداف الاندماج

- تكمن أهمية التحليل المالي لأغراض ترشيد قرار الاندماج وتحقيق الأهداف المرجوة منه، في الإجابة عن الأسئلة التالية:
- هل تخلق عملية الاندماج قيمة إضافية لمساهمي الشركات المعنية بالعملية ؟
 - ما مدى احتمال تحقق النجاح في تحقيق الأهداف المسطرة من وراء هذه العملية ؟
 - هل العرض المقدم من الشركة الراغبة في الشراء عرض معقول بالنسبة لمساهميها ؟
 - هل الموقف الضريبي للشركات المعنية له آثار إيجابية أم سلبية على قيمة الشركة بعد الاندماج ؟
 - كيف تؤثر العروض المنافسة على القيمة أو السعر الذي يجب دفعه للشركة المستهدفة ؟
- وُتُستمد الإجابة الصريحة لمختلف هذه الأسئلة من إجراءات أساسيين يقوم بهما المحلل المالي وهما:
- تقدير قيمة الشركات المعنية بعملية الاندماج ؛

■ تحديد طريقة التسديد المناسبة لإتمام صفقة الاندماج.

1. تقدير قيمة الشركات المعنية بعملية الاندماج

إن عملية تقدير القيمة تعد من المراحل الحاسمة في أية عملية موضوعها نقل ملكية الشركة أو إعادة هيكلتها، فهي تتسم بالتحدي لعدم كفاية وشمولية الأساليب المعتمدة وتباين مقوماتها بين الاقتصاديين والمحاسبين والماليين والقانونيين، وتكون أكثر صعوبة وأهمية في نفس الوقت إذا تعلق الأمر بعمليات الاندماج بين الشركات، التي تتميز بدورها بالمخاطرة الكبيرة واحتمالات الفشل والإخفاق، خاصة وأن القوانين والتشريعات التي تحكم سير هذه العمليات على مستوى كل الممارسات الدولية لم تنص على طريقة معينة لتقييم الشركات يجب إتباعها دون سواها، إنما تركت حرية اختيار الطريقة المناسبة تبعاً لطبيعة الشركات المعنية ومدى تجانسها في تركيبة أصولها وخصومها والقواعد المحاسبية التي تتبعها، شريطة أن تضمن الطرق المختارة سلامة الاقتصاد وحقوق المساهمين وعدم الإضرار بالدائنين، من خلال تحديد القيمة الحقيقية والعادلة التي تحقق أكبر قدر من الدقة لتجنب دفع علاوة مرتفعة بشكل ينعكس في انخفاض العوائد المستقبلية، إذ غالباً ما يتميز تحديد قيمة الشركة بهامش من عدم اليقين بسبب إما تحديد قيمة مبالغ فيها، مما يؤدي إلى إبعاد المستثمرين، أو تحديد قيمة أقل من الواجب فتكون غير موضوعية ومحل انتقاد⁸، وقد أشار في هذا الصدد كل من "Variya" و "Ferris" في دراسة على 96 عملية اندماج بين شركات تنتمي لمختلف القطاعات الاقتصادية خلال الفترة (1974 – 1985) أن الشركات التي غالت في تقدير قيمة الشركات المستهدفة حققت عائداً سلبياً خلال الفترة من 20 إلى 100 يوم عقب الإعلان عن الصفقة⁹.

وعليه يتعين عند تقييم الشركة حصر مجموعة المتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في تحديد القيمة تحديداً دقيقاً، وهنا يبرز دور التحليل المالي من خلال تقييم أداء الشركات مقارنة بأهدافها واستراتيجياتها المحددة، انطلاقاً من تحديد وتحليل المتغيرات والعلاقات فيما بينها، وفي هذا الصدد أشار كل من "Tzoannos" و "Samuels"¹⁰ إلى أنه قبل سنة 1972 أعطت غالبية الدراسات في مجال الاندماج بين الشركات الأهمية لمتغير واحد وهو الربحية، إلا أن الدراسات فيما بعد أكدت بأن قراراً مثل قرار الاندماج يتأثر بعدد كبير من المتغيرات، إلا أنها لم تتفق على متغيرات معينة يرجع إليها صنّاع القرار عند اتخاذ قرار الاندماج، وبناءً على ذلك يكون من الملائم التعرف على المتغيرات المستخدمة في تلك الدراسات لهذا الغرض واستنتاج المتغيرات الأكثر استخداماً وتكراراً فيها ليتم اختيار المتغيرات الأكثر تأثيراً على قرارات الاندماج بين الشركات من المنظور المالي.

والجدول التالي يوضح المتغيرات المستخدمة في سبع (7) دراسات سابقة وعدد مرات تكرارها، وقد كان العدد الإجمالي لهذه المتغيرات (82) متغيراً موزعة على النحو التالي:

الجدول : المتغيرات المالية المستخدمة في دراسات تحليل قرار الانضمام بين الشركات

عدد مرات تكرارها	المتغيرات المالية
7	نسبة سعر السهم إلى ربح السهم (P/E)
7	نسبة الأرباح الموزعة على الأرباح الكلية (D/E)
7	نسبة المبيعات إلى الأصول (S/A)
6	نسبة رأس المال العامل إلى الأصول
6	نسبة الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة
4	نسبة العائد الموزع إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية
4	نسبة الأصول السريعة أو السائلة إلى الالتزامات المتداولة
4	نسبة الالتزامات أو الديون طويلة الأجل إلى الأصول
4	معدل النمو السنوي في المبيعات
4	قيمة المبيعات
3	نسبة الربح قبل الفوائد والضرائب على المبيعات
3	نسبة مجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول
3	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية
2	نسبة رأس المال العامل إلى المبيعات
2	نسبة الربح قبل الفوائد والضرائب إلى الأصول
2	نسبة تكلفة البضاعة المباعة إلى المخزون
2	نسبة النقدية إلى الالتزامات المتداولة
2	نسبة النقدية إلى الأصول
2	نسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الأصول
2	نسبة تكاليف البحث والتطوير إلى المبيعات
2	نسبة الربح قبل الفوائد والضرائب إلى الفوائد
2	نسبة التكاليف الرأسمالية إلى مجموع الأصول
2	نسبة الالتزامات أو الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية
2	القيمة السوقية لحقوق الملكية
1	متغيرات أخرى (وعددها 57 متغيراً) *

المصدر: أحمد سباعي عبد الحميد، ترشيده قرارات دمج المنشآت الهادفة للربح من منظور محاسبي باستخدام التحليل والتصنيف الإحصائي متعدد المتغيرات، رسالة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، كلية التجارة - جامعة القاهرة، 1996، ص: 166.

يتضح من خلال هذا الجدول أن الدراسات السابقة ضمت مجموعة كبيرة من المتغيرات، منها ما هو متعلق بالسيولة ومنها ما يقيس الربحية، ومنها ما هو مرتبط بحجم الشركة سواء حجم الأصول أو حجم المبيعات أو حجم الأموال الخاصة، ومنها ما يتعلق بالرافعة المالية، بالإضافة إلى متغيرات أخرى وهمية وأخرى متنوعة. وقد استندت تلك الدراسات إلى وسائل مختلفة لاختيار المتغيرات التي اعتمدت عليها، واعتبرتها الأكثر أهمية وتأثيراً على قرار الاندماج بين الشركات، فمنها من استندت إلى الربط بين المتغيرات ومجالات معينة في الشركة مثل النمو والربحية والحجم وسياسة توزيع العائد والسيولة والمديونية والنشاط، بينما استندت دراسات أخرى إلى المتغيرات الأكثر شيوعاً في الفكر المحاسبي والمالي، في حين استعانت بعض الدراسات بأساليب إحصائية مثل التحليل العاملي في اختيار المتغيرات .

هذا ونلاحظ من خلال الجدول أنه من بين (82) متغيراً معتمداً كان هناك (25) متغيراً فقط تكرر أكثر من مرة، أي نحو (30 %) من مجموع هذه المتغيرات، بينما بلغ عدد المتغيرات التي لم تتكرر (57) متغيراً، أي نحو (70 %) من هذا المجموع، وكانت المتغيرات الأكثر تكراراً هي التي اعتمدت في كل تلك الدراسات وهي:

- نسبة سعر السهم إلى ربح السهم ؛
 - نسبة الأرباح الموزعة إلى الأرباح الكلية ؛
 - نسبة المبيعات إلى مجموع الأصول .
- وبناءً على هذه الدراسات يمكن أن نستنتج أن مؤشرات التحليل المالي تعتبر من الاهتمامات الأولى للباحثين وصناع القرار فيما يخص قضايا الاندماج بين الشركات، وأن أهمية هذه المتغيرات في الإجابة عن الأسئلة السابقة تكمن في:
- معرفة الدوافع الكامنة وراء عملية الانضمام وأية منافع تتوقع الشركة المشتريّة أو البائعة أن تحصل عليها من خلال الإفصاحات العامة ؛
 - مقارنة صناعات الشركات المشتريّة والشركات البائعة من حيث طبيعة ارتباط نشاطاتها أفقياً وعمودياً ومدى قوة ذلك الارتباط، وبالتالي معرفة مدى مساهمة هذه العملية في تحقيق إستراتيجية أعمالها؛
 - مدى توفر السيولة النقدية لدى الشركة الراغبة في الشراء ومديونيتها، وذلك للتعرف على مدى إمكانياتها في تسوية صفقة الانضمام، والتصدي للعروض المنافسة؛
 - مدى استعداد الشركة المشتريّة وقدرتها في إجراء توزيعات الأرباح ؛
 - مقارنة أداء الشركات المعنية قبل الانضمام على مستوى العائد على حقوق المساهمين والهوامش الإجمالية ونسب إدارة رأس المال العامل وغيرها؛
 - تقييم نواحي التشغيل بالنسبة للشركتين البائعة والمشتريّة والنقاط التكاملية بينهما ؟
 - معرفة الخسائر والأرباح لدى الشركة المستهدفة والأثر الضريبي المرافق لذلك ؛

- تقدير المخاطر المالية المتوقعة، من خلال مقاييس المخاطرة المالية كنسبة الدين إلى حقوق الملكية، ومعدلات تغطية الفوائد وكذا توقعات التدفقات النقدية المتاحة للوفاء بسداد الديون، وذلك طبعاً مقارنة بنفس المقاييس في الشركات المماثلة ؛
- تحديد وتحليل التدفقات النقدية المتوقعة بعد الانضمام ؛
- تحليل هيكل الأصول في الشركة المستهدفة وتحديد نسبة الأصول غير الملموسة فيها؛
- معرفة مجال السعر أو القيمة التي يمكن دفعها كحد أقصى لتحقيق عملية الانضمام.

هذا ويتم الاستغلال والتوظيف الأمثل لهذه المتغيرات عند تحديد قيمة الشركات المعنية، باستخدام مداخل التقييم المختلفة، وذلك تبعاً لطبيعة كل شركة، ومن أهم مداخل تقييم الشركات لهذه الأغراض نذكر ما يلي:

- مدخل القيمة المحاسبية أو الدفترية ؛
- مدخل رأس المال الاقتصادي ؛
- مدخل التدفقات النقدية ؛
- مدخل المردودية ؛
- مدخل القيمة السوقية ؛

كل هذه المداخل على اختلاف تقنياتها والمتغيرات التي تركز عليها، تنطلق من النتائج التي يوفرها التحليل المالي، السابق الإشارة إليها. ولا يسعنا في هذه الورقة التفصيل في هذه الأساليب والمداخل وكيفية استغلالها لنتائج التحليل المالي.

2. تحديد طريقة التسديد المناسبة لإتمام صفقة الاندماج

بعد تقدير قيمة الشركة أو الشركات المعنية بعملية الاندماج، يتعين على المحلل المالي اختيار الطريقة التي من خلالها يتم تسوية قيمة الصفقة، بما يضمن تعظيم المكاسب وتدنية التكاليف، وهي كذلك تعد خطوة أساسية لترشيح قرار الاندماج، وعموماً تتاح أمامه مجموعة من الطرق الأساسية التي يمكن أن تحقق له هدفه وهي:

- طريقة التسديد نقداً ؛
- طريقة التسديد بمبادلة الأسهم ؛
- طريقة التسديد المختلط بين النقد ومبادلة الأسهم.

1.2. طريقة التسديد نقداً

تُعرف هذه الطريقة كذلك بطريقة الشراء النقدي، أو العروض النقدية، وهي توافق عموماً تمويل عمليات الاندماج والسيطرة الودية، إذ يتم من خلالها تسديد قيمة الصفقة نقداً لملاك الشركة المستهدفة، ويتحول بذلك صافي أصول هذه الأخيرة إلى الشركة المشترية. كما قد يتم شراء أسهم الشركة المستهدفة أو رأسمالها الاجتماعي بشكل مباشر حيث يتم تحويل ملكية الأسهم من ملاك هذه الشركة إلى مساهمي الشركة المشترية، وهذا إذا كانت الشركة غير مدرجة في البورصة، بينما إذا كانت مدرجة في

البورصة، وهي الحالة الغالبة، فإن العملية حينها تستلزم تتبع إجراءات أخرى ذات أهمية بالغة لتغطية وإتمام الصفقة، وتقع هذه الإجراءات تحت إطارها التنظيمي المعروف باسم العروض العامة للشراء (OPA)، حيث يتم بموجبها قيام المستثمر عن طريق تكليف أحد البنوك أو المؤسسات المالية بالاتصال المباشر بمساهمي الشركة المستهدفة، ومحاولة إقناعهم بالتنازل عن الأسهم التي يحوزونها في شركتهم، بعرض سعر عادة ما يفوق السعر السائد في سوق رأس المال، وذلك خلال فترة محددة، وقد يكون ذلك برضا إدارة الشركة المعنية (انضمام ودي) أو بعدم رضاها (انضمام عدائي)، وتختلف إجراءات تنفيذ العروض العامة للشراء باختلاف مركز المستثمر أو الشركة الراغبة في تحقيق الانضمام، ومدى ملكيته للشركة المستهدفة، فإذا كان يملك ثلثي رأس المال أو أكثر، فإنه سيلتزم بشراء كافة الأسهم التي تُعرض عليه نتيجة تقديمه للعرض حتى وإن كانت تمثل الثلث الباقي بالسعر المحدد مسبقاً، أما إذا كان لا يملك تلك النسبة فإنه سيتبع الإجراء العادي الذي يشترط أن يشمل العرض (10 %) على الأقل من رأس مال الشركة المستهدفة.

وفي كلا الحالتين فإن العرض الذي تم تقديمه سيتم دراسته من قبل سلطات البورصة بغية التأكد من نوايا وأهداف المستثمر من عرضه، وكذا إمكانياته المادية لاحتواء كافة الأسهم المعروضة وصحة المعلومات المقدمة، وإعلام المساهمين وإعطائهم فترة كافية لاتخاذ قراراتهم وتمكينهم من بيع أسهمهم في أحسن الظروف، وبعد التأكد من إتمام كافة الإجراءات تعطى الموافقة على تنفيذه من قبل السلطات المالية، وبمجرد إعطاء الموافقة تقوم سلطات البورصة بتوقيف التعامل في الأسهم التي صدر بشأنها العرض العام للشراء لمدة معينة ثم تبدأ بتنفيذ العرض، حيث تجمع الأسهم التي قدمها أصحابها للمستثمر، وبعد إتمام العرض تُنشر نتائجه في القائمة الرسمية للبورصة لإعلام كل من الجمهور والمساهمين والمستثمر، وقد يتنافس العديد من المستثمرين على عرض شراء نفس الشركة في نفس الفترة وتسمى بالعروض المنافسة (OPC)¹¹، ويشترط في قبول هذه العروض أن تكون الأسعار المقترحة للشراء أعلى من أسعار العرض الأول بنسبة لا تقل عن (2 %) كما حدده مجلس الأسواق المالية الفرنسي (CMF)، وأن يقدم إلى سلطات البورصة قبل خمسة أيام على الأقل من تاريخ بداية تنفيذ العرض، كما تعطى فرصة للمستثمر صاحب العرض الأول لتعديل سعره وإلا سيتم تنفيذ العرض المتضمن لأعلى سعر¹².

ومن أشهر عروض الشراء العامة المعلنة العرض الذي تقدمت به شركة (BSN) الفرنسية سنة 1966 للإستلاء على الشركة العملاقة (Saint-Gobain) الفرنسية كذلك، وكذا العرض الذي تقدمت به شركة (Suez) لاحتواء شركة (Compagnie Industrielle) وهما كذلك شركتين فرنسيتين وكان ذلك سنة 1989¹³.

2.2. طريقة التسديد بمبادلة الأسهم

تتم عملية الاندماج من خلال مبادلة الأسهم، عن طريق استبدال الأسهم القديمة للمساهمين في الشركة المستهدفة بأسهم جديدة في الشركة الدامجة، وهو ما يعني تحويل المساهمين من الشركة المستهدفة إلى الشركة الدامجة أو الشركة الجديدة، حيث يحصل كل مساهم على عدد من الأسهم تتناسب مع معدل التبادل المعلن أو المنفق عليه، حيث أن عملية الاندماج تقضي بزوال شخصية الشركة المندمجة في الشركة الدامجة، من خلال انتقال المساهمين بقدر حصصهم من الشركة الأولى إلى الشركة الثانية، أو من خلال عمليات الاتحاد أين يتم استبدال أسهم شركتين منتهيتين بأسهم أخرى في شركة جديدة تجمع الشركتين المنتهيتين. هذا وقد تكون عملية الاستبدال تشمل أوراق أخرى كالأسهم الممتازة أو السندات **، أو السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

وتأخذ هذه الطريقة مكنائز مغاير إذا كانت الشركات المعنية مدرجة في البورصة، إذ تندرج حينها تحت إطار قانوني يدعى العرض العام للتبادل (OPE ***) وهو شبيه من حيث الشكل والإجراءات والشروط بالأسلوب السابق (OPA)، إلا أنه يختلف عنه من حيث المضمون، فهو يتضمن قيام مساهمي إحدى الشركات بتقديم عرض لمساهمي شركة أخرى، لتبادل الأسهم التي بحوزتهم مقابل أسهم شركتهم بدلا من نقود ****، على أن يكون السعر المقترح جذابا ويفوق السعر السائد في البورصة، وذلك من خلال تحديد معدل للتبادل فيما بينهما، أي تحديد عدد الأسهم التي يقدمونها مقابل كل سهم يحصلون عليه، ويكون ذلك بعد ضبط القيمة السوقية للشركتين وتحديد الفارق بينهما. ومن الأمثلة على هذه الطريقة اندماج الشركتين الأمريكيتين (AT and T) و (McCaw Cellular Communications) سنة 1993 ***** من خلال مبادلة كل سهم من شركة (AT and T) بسهم واحد من شركة (McCaw Cellular).

- تحديد معدل الاستبدال ؛
- تكييف معدل الاستبدال تبعاً لقيمة الأسهم محل المبادلة ؛
- تحديد نصاب استبدال الأسهم.

1-2-2. تحديد معدل استبدال الأسهم

إن نجاح طريقة التسديد من خلال مبادلة الأسهم، تتوقف على مدى دقة وموضوعية معدل استبدال الأسهم المحدد، أي عدد الأسهم التي تصدرها الشركة الدامجة أو المشترية، مقابل كل سهم من أسهم الشركة المستهدفة أو المشترية، وعادة ما يكون هذا المعدل موضوع تفاوض بين الشركتين محل الاندماج، ويكون معدل التبادل في صالح مساهمي الشركة المستهدفة، كلما كان الناتج المتوقع من عملية الاندماج إيجابياً ومرتفعاً، وكذلك كلما كان السعر المعروف من قبل الشركة الدامجة في حالة الاندماج العدائي مرتفعاً¹⁴، وعلى الرغم من أن معدل استبدال الأسهم قابل للتفاوض فإن الجزء الأكبر منه يتحدد بالأسعار النسبية لأسهم الشركة الدامجة أو الراغبة في الاندماج إلى

الشركة المستهدفة ، ومن واقع الآثار التجميعية التشغيلية والمالية المتوقعة من عملية الاندماج، وفقاً للعلاقة التالية¹⁵:

$$E_R = \frac{V_{M(R)}}{V_{M(T)}}$$

حيث : E_R يمثل معدل استبدال الأسهم ؛

$V_{M(R)}$ يمثل القيمة السوقية لأسهم الشركة الدامجة ؛

$V_{M(T)}$ القيمة السوقية لأسهم الشركة المستهدفة.

ولما كان الهدف الأساسي من عملية الاندماج هو تحقيق تدفق نقدي أكبر مما تحققه كل شركة على حدة، والذي ينعكس في زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة الجديدة بعد الاندماج عن مجموع القيم السوقية للشركتين منفصلتين، فإن معدل التبادل سيتحدد في مجال بين انتقال كل الزيادة في قيمة الشركة الجديدة إلى مساهمي الشركة المستهدفة، وانتقالها بالكامل كذلك للشركة الدامجة، أي قيمة هذا المعدل ستتراوح بين حد أقصى وحد أدنى، حيث يتحدد كل من الحد الأقصى والحد الأدنى كما يلي¹⁶:

$$E_{R(MAX)} = \frac{N_{A(R)} \times [V_{M(C)} - V_{M(R)}]}{N_{A(T)} \times V_{M(R)}}$$

$$E_{R(Min)} = \frac{N_{A(R)} \times V_{M(T)}}{N_{A(T)} \times [V_{M(C)} - V_{M(T)}]}$$

حيث : $E_{R(MAX)}$ يمثل الحد الأقصى لمعدل التبادل ؛

$N_{A(R)}$ عدد أسهم الشركة الدامجة ؛

$V_{M(C)}$ القيمة الجديدة بعد الاندماج ؛

$N_{A(T)}$ عدد أسهم الشركة المستهدفة ؛

$E_{R(Min)}$ الحد الأقصى لمعدل التبادل.

وعادة يقع المعدل الفعلي للتبادل بين الحد الأقصى والحد الأدنى، ويكون أكثر اقتراباً من أحدهما تبعاً للقوة التفاوضية للشركتين محل الاندماج. وتجدر الإشارة هنا إلى ضرورة التفرقة بين معدل استبدال الأسهم ومعدل استبدال الأصول، فبينما يشير معدل استبدال الأسهم إلى العلاقة بين القيمة السوقية لأسهم الشركة الدامجة والقيمة السوقية لأسهم الشركة المستهدفة، فإن معدل استبدال الأصول يشير إلى العلاقة بين صافي أصول الشركتين محل الاندماج (الدامجة والمستهدفة أو المندمجة)، فالأول يركز على تحديد القيمة الحقيقية أو القيمة السوقية للسهم من خلال تحديد صافي أصول الشركة المعنية وقسمتها على عدد الأسهم، والثاني يتحدد مباشرة بقسمة صافي أصول الشركة الأولى إلى الشركة الثانية.

2-2-2. تكيف معدل الاستبدال تبعاً لطبيعة الأسهم محل المبادلة

في الحقيقة يُندر أن يتحقق في الواقع العملي حاصل العلاقة بين القيمة الحقيقية لسهم الشركة الدامجة والقيمة الحقيقية لسهم الشركة المستهدفة كعدد صحيح، لذا تثار صعوبات في شأن توزيع الأسهم، لأن المساهمين في الشركة المستهدفة سيحصلون على كسور من أسهم الشركة الدامجة، وهنا يقترح (Retail)¹⁷ حلاً لهذه المشكلة وذلك من خلال تكيف معدل الاستبدال من خلال اختيار أنسب عدد من أسهم الشركة الدامجة، الذي يعادل من حيث القيمة عدداً صحيحاً من أسهم الشركة المستهدفة، أو أنسب عدد من أسهمها يمكن تقريبه إلى عدد صحيح، على أن يكون تقريب كسور الأسهم في أقل حدود ممكنة، ولا يمثل سوى تجاوز يسير، وعلى هذا الأساس يمكن الوصول إلى معدل استبدال يخلو من كسور الأسهم. ولأن هذا الإجراء يترتب عليه إثراء مساهمي إحدى الشركتين على حساب مساهمي الشركة الأخرى، فإنه يجب تعويض المساهمين عن قيمة كسور الأسهم التي يتم التجاوز عنها بصورة أو بأخرى، والاتفاق على ذلك خلال المرحلة التمهيدية، ومن أهم تلك الصور التي يتخذها التعويض ما يلي¹⁸ :

- تحديد تاريخ الانتفاع بالأسهم الجديدة : أي تحديد التاريخ الذي يبدأ اعتباراً منه حساب أرباح الأسهم الجديدة، والأصل أن السهم يستحق أرباحاً في الشركة من تاريخ إصداره، غير أنه من الجائز الاتفاق على ما يخالف ذلك لتعويض المساهمين عن قيمة كسور الأسهم التي تم التجاوز عنها؛
- توزيع نسبة من الأرباح التي تحققت قبل الاندماج على المساهمين الذين يلحقهم ضرر: وذلك بهدف تعويض المساهمين المتضررين في إحدى الشركتين بعد الاندماج، وتحقيق التوازن بين مركزي المساهمين في كلتا الشركتين؛
- تعويض المساهمين نقداً : أي يتم توزيع مبلغاً من المال على المساهمين المتضررين، بحيث يصبح نصيب هؤلاء المساهمين، إذا كانوا تابعين للشركة المستهدفة، يتمثل في عدد من أسهم الشركة الدامجة بالإضافة إلى المبلغ الذي يُصرف لهم مقابل جبر كسور الأسهم.

2-2-3. تحديد نصاب استبدال الأسهم

تُطرح هذه المشكلة إذا كان الحد الأدنى لعدد أسهم الشركة المستهدفة، الذي يجب أن يكون بحوزة المساهم حتى يمكنه الحصول على عدد صحيح من أسهم الشركة الدامجة أكثر من سهم، فإذا تقرر استبدال كل خمسة أسهم من الشركة الدامجة مقابل ثلاثة أسهم من الشركة المستهدفة مثلاً، فإن المساهم الذي يملك أقل من ثلاثة أسهم يجب عليه أن يتبع أحد الحلين التاليين: إما أن يبيع ما يحوزه من أسهم ويفقد صفته كمساهم، وإما أن يشتري ما يكمل به نصاب الثلاثة أسهم، حتى وإن تطلب ذلك إجبار المساهم على أحد هذين الحلين.

3-2. طريقة التسديد المختلط

تمثل طريقة التسديد المختلط مزيجاً بين الطريقتين السابقتين، حيث يتم تسديد جزء من قيمة الصفقة نقداً والجزء الآخر من خلال مبادلة الأسهم، ويُلجأ إلى هذه الطريقة عندما لا يتوفر لدى المستثمر النقد الكافي لتسديد قيمة الصفقة ولا يرغب في الاقتراض أو الإصدار الجديد.

وتظهر أهمية هذه الطريقة في حالات الاندماج أو السيطرة، أين يتم شراء عدد من أسهم الشركة المستهدفة نقداً من المساهمين على مستوى الأسواق المالية، والجزء الآخر عن طريق مبادلة أسهم مساهمي الشركة المستهدفة أو المندمجة بأسهم الشركة الراغبة في السيطرة أو الدامجة. ومثال ذلك إعلان شركة الاتصالات الأمريكية (Viacom International) عام 1994 عن صفقة ودية لشراء الشركة الأمريكية للإرسال (Paramount Communications)، وقد تضمن العرض مزيجاً من طرق التسديد السابقة لكل سهم من (Paramount) كما يلي¹⁹:

- مبلغ 09.10 دولار نقداً ؛
- 0.1 من الأسهم درجة (أ) في شركة (Viacom)؛
- 0.9 من الأسهم درجة (ب) في شركة (Viacom).

4.2. طريقة التسديد عن طريق الخيارات

هناك طريقة أخرى في تسوية صفقات الاندماج بين الشركات تعتمد على خيارات الشراء وخيارات البيع، وهي تقوم على مبدأ احتفاظ بائعي الشركة بعدد من الأسهم فيها، أي عدم بيع جميع الأسهم وإنما يتكون عملية البيع جزئية، حيث يستحوذ المشتري على نسبة من الملكية التي تضمن له السيطرة عليها، في حين يتحول البائع إلى أقلية المساهمين، ويُحتمل أن يحافظوا على العضوية في مجلس إدارة الشركة المُباعة، كما تتضمن اتفاقية الشراء إصدار خيارات شراء إلى المشتري وخيارات بيع إلى البائع كما يلي:

- تُخول خيارات الشراء للمشتري الحق، دون إلزامه بذلك، لشراء أسهم الأقلية نقداً في تاريخ معين، أو بعد تاريخ معين ؛

- تخول خيارات البيع الحق للمساهمين الأقلية، ولكن دون إلزامهم بذلك، لبيع أسهمهم نقداً إلى غالبية المساهمين بتاريخ معين، أو بعد تاريخ معين يتم الاتفاق عليه في صلب اتفاقية الاندماج ؛
- ويتم تحديد سعر الشراء وسعر البيع في غالب الحالات إلى الأرباح المحققة بعد إتمام عملية الاندماج.

وخير مثال على ذلك، الاتفاقية التي تمت سنة 1993 بين شركة (Lex Service) البريطانية، المتخصصة في إيجار وتوزيع السيارات، ومجموعة (Group IM)، التي تتمتع بحقوق احتكار استيراد سيارات (Hyundai) إلى بريطانيا، حيث استحوذت شركة (Lex Service) على نسبة (50.1 %) من أسهم شركة (Group IM)، كما تضمنت الاتفاقية كذلك إصدار خيارات شراء وخيارات بيع لأسهم (Group IM) في الشركة الجديدة المسماة (Hyundai Car UK)، قابلة للتنفيذ في نهاية 1997 بسقف 22 مليون دولار لكل دفعة، وعلى ذلك فإن (Group IM) قد تطلب (إذا اختارت ذلك) بيع أسهمها لمساهمي (Lex Service) المشترية، وتكون هذه الأخيرة حينها مُجبرة على الشراء بسعر يستند إلى المعادلة المتفق عليها سابقاً، على أن لا يتجاوز سقف 22 دولار. أو أن تطلب شركة (Lex Service) (إذا اختارت ذلك) من مساهمي شركة (Group IM) البائعة شراء أسهمها بالسعر المتفق عليه، وتكون هذه الأخيرة مُجبرة على البيع.

بعد التعرف على مختلف الطرق المتاحة للتسديد، يظهر دور التحليل المالي في اختيار الطريقة الأنسب التي تُعظم المكاسب من وراء عملية الاندماج، وذلك من خلال تحليل مجموعة من العوامل، أهمها ما يلي²⁰:

■ قيمة الصفقة

كلما كانت قيمة الصفقة كبيرة كلما تعذر تسديدها نقداً، وبالتالي يكون من المناسب إتباع طريقة مبادلة الأسهم أو طريقة التسديد المختلط، ويتم التعرف على حجم وقيمة الصفقة من خلال نتائج التحليل المالي في تقييم الشركة المستهدفة أو المندمجة، كما سبق الإشارة إلى ذلك ؛

■ الرغبة في السيطرة

كلما كانت رغبة ملاك الشركة الحاليين في السيطرة على رأس مال شركتهم وإدارتها كبيرة، كلما كانت طريقة مبادلة الأسهم أقل جاذبية، إذ أن مبادلة الأسهم تعني إدخال مساهمين جدد وبالتالي إضعاف مركز المساهمين القدامى، وهنا يظهر دور التحليل المالي كذلك من خلال معرفة هيكل رأس المال ونسب الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية في الشركة، ومدى أثر ذلك على المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة؛

■ أسعار الأسهم وقت العملية

أي مقارنة أسعار أسهم الشركة المستهدفة أو المندمجة بأسعار أسهم الشركة الدامجة وقت إبرام الصفقة، فكلما كانت أسعار أسهم الشركة الثانية مرتفعة مقارنة بأسعار أسهم الشركة

الأولى، كانت مبادلة الأسهم أكثر جاذبية، بينما تكون طريقة السداد نقداً أفضل في الحالة المعاكسة، ويتم المقارنة كذلك باستخدام نتائج التحليل المالي في تقييم الشركتين الداخلتين في العملية ؛

■ النقدية المتاحة

إذا توافرت للشركة المشتريّة النقدية الكافية لإتمام الصفقة، تكون طريقة السداد نقداً أكثر نجاعة، إذ تُمكن من تنفيذ الصفقة بسرعة أكبر وبتكلفة أقل، وهنا يظهر كذلك دور التحليل المالي من خلال تحليل مقاييس السيولة، كنسبة النقدية إلى الالتزامات المتداولة ونسبة النقدية إلى الأصول ؛

■ علاوة الحيازة

تمثل علاوة الحيازة الفرق بين السعر المعروض والسعر السوقي، وبالتالي كلما كان السعر المعروض أكبر، أي أن علاوة الحيازة مرتفعة، كلما كان ذلك تحفيزاً وإغراءً للمساهمين في الشركة المستهدفة أو المندمجة، مهما كانت الطريقة المعتمدة في التسديد، أي أن المستثمر هو الذي يحدد الطريقة الملائمة لظروفه، وتتحدد علاوة الحيازة بنتائج التحليل المالي في التقييم ؛

■ سيولة الأسهم

إذا كانت أسهم الشركة الدامجة تتمتع بسيولة عالية، فإن مساهمي الشركة المستهدفة يكونون أكثر ميولاً نحو طريقة مبادلة الأسهم، عكس ما لو كانت أقل سيولة أو غير مدرجة في البورصة، وذلك من خلال التحليل المالي لمؤشرات السيولة الخاصة بالشركة ؛

■ السرعة و الكتمان

كلما كانت الشركة تطمح إلى تحقيق الاندماج بسرعة وبسرية، كلما كان الدفع النقدي أفضل، لكونه يخلو من أية تعقيدات أو ترتيبات أو مضايقات من المساهمين، وهنا يمكن أن يساعد التحليل المالي في اختصار وقت التفاوض حول تحديد سعر التنفيذ، من خلال النتائج الأولية التي يمنحها عن قيمة الشركتين محل الانضمام ؛

■ الأثر الضريبي

يلعب الأثر الضريبي دوراً هاماً في اختيار الطريقة التي يتم بها سداد صفقة الاندماج، وذلك حسب حجم الوفر الضريبي الممكن تحقيقه عند اتباع أي طريقة من الطرق السابقة، ويتحدد هذا الوفر تبعاً للمبادئ والقواعد المحاسبية والمالية المتعارف عليها وأهمها²¹:

- إذا تم تسديد ثمن الصفقة بأسهم عادية أو أسهم ممتازة لها حق التصويت فإن أية مكاسب تتحقق تكون معفاة من الضريبة، لأنه لا يتم الاعتراف بها إلا عند بيع الأسهم الجديدة ؛

- إذا تم تسديد ثمن الصفقة نقداً أو بأوراق مالية ليس لها حق التصويت مثل السندات أو الأسهم الممتازة التي لا تملك حق التصويت، فإن أية مكاسب يحققها هؤلاء المساهمين بسبب الانضمام تخضع للضريبة بمجرد إتمام عملية الاندماج.

الخاتمة

يعد قرار الاندماج بين الشركات قراراً استثمارياً، إذ أن شراء شركة لشركة ما أو الاتحاد معها أو السيطرة عليها يعني استثماراً بالنسبة للشركة الباقية، وتنفيذه يتطلب تطبيق نفس المبادئ الأساسية لأي قرار استثماري خاصة فيما يتعلق بالربحية والعائد والتكلفة. إلا أن قرار شراء شركة أكثر صعوبة من قرار شراء آلة جديدة مثلاً، كما أن إدخال شركة جديدة في هيكل الشركة وأعمالها أكثر تعقيداً من إدخال آلة جديدة إلى ورشات العمل، فضلاً على أن شراء شركة جديدة يعني الأخذ بعين الاعتبار قرار الشركة المشترية ونتيجة قرارها هي الأخرى. وعلى هذا الأساس فإن اتخاذ قرار الاندماج يتطلب تحري الدقة والحيلة والحذر، وهنا يظهر الدور الريادي للتحليل المالي، حيث يعمل على ترشيح اتخاذ قرار الاندماج من خلال المساهمة في أصعب خطوة في وهي عملية التقييم، فضلاً عن تحديد الطريقة الأكثر ملائمة في تسديد قيمة الصفقة.

الهوامش

- ¹ . أحمد غنيم ، دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيح قرارات الاستثمار والائتمان ، الدار الجامعية ، الإسكندرية - مصر ، ط2 ، ص ص : 47 - 48 .
- ² . أحمد ماهر ، دليل المدير في الخصخصة ، الدار الجامعية ، مصر ، بدون سنة نشر ، ص : 290 .
- ³ . أحمد ماهر ، المرجع السابق ، ص . 290 .
- ⁴ . عبد الحميد الشواربي ، موسوعة الشركات التجارية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية - مصر ، 2003 ، ص : 550 .
- ⁵ . Brealey , R. A., and S. C. Myers , Principles of Corporate Finance , McGraw-Hill Book Company , N. Y., 1981 , PP. 659-662 .
- ⁶ . Samuels , J. M., and F. M. Wilkes, Management of Company Finance, 2nd. Ed., Nelso , 1975, PP. 414 - 417.
- ⁷ . Levy. H., and M. Sarnat , Capital Investment and Financial Decisions , Prentice Hall , New York , 1990 , P. 617.
- ⁸ . سعيد النجار ، التخصيصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، ديسمبر 1988 ، ص ص : 222 - 223 .
- ⁹ . كارلين لاوري ميلر ، سقوط العولمة الاقتصادية ، في الموقع : [scandel3.html](http://www.scandel3.html) .
<http://www.mostakbaliat.com/>
- ¹⁰ . أحمد سباعي عبد الحميد ، ترشيح قرارات دمج المنشآت الهادفة للربح من منظور محاسبي باستخدام التحليل والتصنيف الإحصائي متعدد المتغيرات ، رسالة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة ، كلية التجارة - جامعة القاهرة ، 1996 ، ص : 166 .
- ^{*} نذكر من بين هذه المتغيرات ما يلي :
 - (نسبة الربح بعد الضريبة + الإهلاك + الضرائب المؤجلة) إلى الإنفاق الرأسمالي ؛
 - (نسبة الربح بعد الضريبة + الإهلاك) إلى الإنفاق الرأسمالي ؛
 - العائد على رأس المال المستخدم ؛
 - معدل نمو الأرباح ؛
 - نسبة توزيعات الأرباح على الأسهم العادية إلى التدفقات النقدية للتشغيل ؛
 - نسبة التوزيعات النقدية إلى الربح بعد الضرائب والفوائد .
- ¹¹ . جبار محفوظ ، سلسلة التعريف بالبورصة - الجزء 3 - تنظيم وإدارة البورصة ، دار هومة ، الجزائر ، ط1 ، 2002 ، ص : 5- 10 .
- ¹³ . Olivier Meier et Guillaume schier, Fusions Acquisitions – stratégie finance .management, Dunod, paris, 2003. pp.63,64.
- ¹³ . جبار محفوظ ، المرجع السابق ، ص . 10 .
- ^{**} يعني تمويل الصفقة بإصدار السندات مقابل أسهم الشركة المشتراة على شكل مبادلة هو بمثابة قيام المساهمين في الشركة المشتراة بتمويل شراء الغير لشراء شركتهم ، كما أن قبول البائع لشهادات المدونية المعروضة من قبل المشتري يعني تمتعه بالجداراة الائتمانية لسداد التزاماته ومن الأمثلة على ذلك قيام الشركة البريطانية (Green alls Group) المتخصصة

في الخدمات الفندقية سنة 1993 بالاستحواذ على شركة (JPO Brien) المتخصصة في بيع المشروبات بالجملة مقابل مبلغ 3.5 مليون جنيه إسترليني وقد تم تقديم 650 سهم من شركة (Green alls Group) قدرت قيمتها 2.5 مليون جنيه و 700 ألف جنيه على شكل شهادات مديونية والباقي نقداً.

Offre public d'échange

**** تعرف هذه الصيغة في اللغة الإنجليزية ب: Share –per-

Share Swaps (SPSS)

***** وقد نصت الاتفاقية على شروط عرض مختلفة إذا ما انخفض سعر سهم (AT &T) بشكل كبير، حيث بلغ سعر هذا السهم يوم الإعلان 62 دولار، وفي المقابل بلغ سعر سهم (McCaw) 51 دولار، ومن بين هذه الشروط ما يلي:

إذا ارتفع سعر سهم (AT&T) فوق 71.73 دولار فإن مساهمي (McCaw) سوف يستلمون 0.909 سهماً في (AT&T) مقابل سهم واحد من (McCaw).

إذا انخفض سعر سهم (AT&T) دون 35 دولار فإن مساهمي (McCaw) سوف يستلمون 1.11 سهماً في (AT&T) مقابل سهم واحد من (McCaw).

¹⁴ . كمال الدين مصطفى الطهراوي ، مدخل معاصر في المحاسبة المالية المتقدمة، الدار الجامعية، مصر، 2004/2003، ص: 15 - 16.

¹⁵ . محمود صبح ، القرارات المالية الإستراتيجية ، كلية التجارة- عين شمس، القاهرة، 1996 ، ص: 53.

¹⁶ . أحمد بسيوني شحاته ، كمال الدين الدهراوي ، المحاسبة المتقدمة، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 11 - 12.

¹⁷ . حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات ، دار الثقافة ، القاهرة - مصر، ط1، 1987، ص: 207 - 208.

¹⁸ . المرجع نفسه ، ص : 208.

¹⁹ . خليل الشماع، الاندماجات و الحيازات، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، الأردن، 2000، ص : 58.

²⁰ . المرجع نفسه، ص : 57 - 60.

²¹ . محمد مطر، التحليل المالي والائتماني- الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر، عمان- الأردن، ط1، 2000، ص: 323.

المراجع

1 . أحمد بسيوني شحاته، كمال الدين الدهراوي، المحاسبة المتقدمة، الدار الجامعية، مصر، 2000.

2 . أحمد سباعي عبد الحميد، ترشيده قرارات دمج المنشآت الهادفة للربح من منظور محاسبي باستخدام التحليل والتصنيف الإحصائي متعدد المتغيرات، رسالة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، كلية التجارة - جامعة القاهرة، 1996.

3 . أحمد غنيم، دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيده قرارات الاستثمار والائتمان ، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، ط2 ، 1996.

4. أحمد ماهر، دليل المدير في التخصصة، الدار الجامعية، مصر، بدون سنة نشر.
5. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة - الجزء 3 - تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002.
6. حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، دار الثقافة، القاهرة - مصر، ط1، 1987.
7. خليل الشماغ، الاندماجات والحيازات، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، الأردن، 2000.
8. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 2003.
9. كمال الدين مصطفى الطهراوي، مدخل معاصر في المحاسبة المالية المتقدمة، الدار الجامعية، مصر، 2004/2003.
10. محمد مطر، التحليل المالي والائتماني - الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر، عمان - الأردن، ط1، 2000.
11. محمود صبح، القرارات المالية الإستراتيجية، كلية التجارة - عين شمس، القاهرة، 1996.
12. سعيد النجار، التخصيصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية، صندوق النقد العربي، أبو ضبي، ديسمبر 1988.
11. Ingo WALTER, Mergers and Acquisition in Banking and Finance: what works, what fails and why, Oxford university Press, Inc, New York, 2004
12. Olivier Meier et Guillaume schier, Fusions Acquisitions - stratégie finance .management, Dunod, paris, 2003.
13. Brealey, R. A., and S. C. Myers, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Book Company, N. Y., 1981.
14. Samuels, J. M., and F. M. Wilkes, Management of Company Finance, 2nd. Ed., Nelso, 1975, PP. 414 - 417. . Levy. H., and M. Sarnat, Capital Investment and Financial Decisions, Prentice Hall, New York, 1990..
15. Olivier Meier et Guillaume schier, Fusions Acquisitions - stratégie finance .management, Dunod, paris, 2003.
16. كارلين لاوري ميلر، سقوط العولمة الاقتصادية، في الموقع:
<http://www.mostakbaliat.com/scandel3.html>