

كولبيرج جرافيس روبرتس أند كومباني وشراء أسهم الشركات باستعمال أموال مقترضة

لمدة طويلة من القرن العشرين كان مديرو الشركات ينظرون إلى الدين بحذر، وكان الدين يشكل جزءاً ضرورياً من ميزانية أي شركة تقريباً تتمتع بوضع صحي، ولكن الحكمة التقليدية كانت (الدَّين الكثير أمر خطر)، غير أن كبار المديرين أخذوا في أواخر السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين ينظرون إلى الدين نظرة مختلفة؛ قد تكون الشركة غارقة في الدين، ولكنها تواظب على الازدهار؛ كما أن كبار المديرين قد يزدهرون أيضاً.

أصبح الدين (قوة مؤثرة) -وسيلة لتحريك جسم أكبر، وفي هذه الحالة الشركة أو التحكم فيه، تبعاً للإستراتيجية المالية التي روج لها الشركاء المؤسسون لشركة كولبيرج كرافيس روبرتس أند كومباني، والذين دعاهم الصحفي جورج أندرز بجدارة (تجار الدَّين)، أصبح من الممكن استعمال الدين للاستحواذ على شركات كبيرة وناجحة بدفع قليل من النقود في بداية الأمر.

كانت كيه. كيه. آر (وهو الاسم الذي كان يطلق على الشركة) تعتمد في نشاطها التجاري على صفقة عالية المخاطر تسمى (شراء أسهم الشركات باستعمال الدين الخارجي)، وفي نطاق صفقة نموذجية من هذا القبيل، تشتري مجموعة من كبار المديرين والمستثمرين والخبراء الماليين الأسهم من المسهمين في المؤسسة، بأسعار تكون عادة أعلى بكثير من القيم السائدة في

السوق، ومن أجل جمع النقود لتغطية هذه الصفقة، يقترض المشترون من المؤسسات أو يبيعون سندات ذات عوائد عالية مقابل تدفقات الإيرادات المستقبلية من الشركة التي يُستحوذ عليها.

لقد أُسست شركة كيه. كيه. آر في عام (1976م) من قبل ثلاثة اختصاصيين في مالية الشركات، وهم جيروم كولبيرج، وهنري كرافيس وجورج روبرتس برأسمال مقداره (120,000) دولار، ركزت كيه. كيه. آر في البداية على الشركات الصغيرة، وفي وقت لاحق ركز الشركاء على أهداف استحواذ ممكنة على شركات يحدوهم الأمل في اجتذاب مديرين كبار للتعاون معهم في إتمام عملية الشراء بالفاعلية المالية (أل. بي. أو.)، وفي سنتها الثالثة، اشترت الشركة ثلاث مؤسسات، وأنفقت في تلك العمليات (407) ملايين دولار، وأخذت كيه. كيه. آر تعرف بتنفيذ صفقاتها بالتعاون مع الإدارة، وفي نهاية المطاف أضفى هذا النجاح على كيه. كيه. آر القوة لاختيار أهدافها، وتنفيذ عمليات الشراء المدعم بالأموال المقترضة بمعزل عن رغبات الشركات المستهدفة، ونتيجة لإتمام الخبراء الماليين الثلاثة مزيداً من الصفقات المؤثرة، فقد طبق آخرون النمط الذي تستعمله، وعمدوا إلى عمليات شراء الشركات بتوظيف الفاعلية المالية لبناء إمبراطوريات بين ليلة وضحاها؛ لقد أدخل الشركاء المؤسسون لشركة كيه. كيه. آر ابتكارات مهمة إلى مالية الشركات، وهي ضرب من عقلية الرهن التي سمحت لرجال الأعمال بالتعايش مع ديون ضخمة بالسهولة نفسها التي يتعايش معها مالكو المنازل، وعندما أصبح هذا الميدان مزدحماً، وأصبح الوصول إلى النقود محفوظاً بمزيد من الأخطار، وجدت كيه. كيه. آر شريكاً ثالثاً يتمتع بالقوة الفائقة، وهو مايكل آر. ميلكين من شركة دريكسيل بيرنهام لامبرت، وكان من شأن الجرأة التي يتمتع بها ميلكين في جمع مبالغ ضخمة من النقود من خلال بيع السندات عالية العائد (ذات التصنيف المنخفض) أن مُنحت كيه. كيه. آر أداة اقتراض استثنائية تطوي على قوة مالية ضخمة في الظروف الصحيحة.

لقد كانت سنوات الثمانينيات من القرن العشرين ظروفًا مواتية لشركة كيه. كيه. آر، وفي عام (1989م) كانت تمثل الشريك العام في مجموعات مالكين تسيطر على شركات أمريكية معروفة مثل آر. جيه. آر نايسكو، سيفوي ستورز، أوينز-إيلينوي، دوراسيل انترناشيونال، ومع ذلك كانت كيه. كيه. آر تدير محفظتها الضخمة ببضع عشرات من الموظفين، وفي الوقت الذي كانت فيه الشركة -مع مختلف المستثمرين- تمتلك حصصاً مهيمنة في هذه الشركات، لم تكن

مهمة بإدارة العمليات اليومية فيها، وكانت كيه. كيه. آر قانعة بترك المسؤولين فيها التصرف بالشؤون الداخلية، وتبنت أسلوباً إدارياً شاملاً يسمح (بل إنه يُصرّ على ذلك) لكبار المديرين في الشركات المشتراة بالإسهام في الملكية، ونتيجة لذلك واستعمالاً لأحد الأقوال المأثورة عن جيروم كولبيرغ، كانوا جميعاً «في الناحية نفسها من الطاولة».

لقد أصبح الشركاء في كيه. كيه. آر من المليارديرات تقريباً عن طريق تطبيق نظرهم المبدئية: الدين يفرض نوعاً فريداً في نوعه من النظام على المديرين والمالكين؛ إن فلسفة كيه. كيه. آر في استعمال المستويات العالية من الدين لزيادة القيمة قد جرى تبنيها من قبل مديري مئات الشركات التي يمتلكها الجمهور.

مهندسو وول ستريت

وصل جيروم كولبيرج إلى وول ستريت في عام (1955م)، وبعد التخرج في كلية الحقوق في جامعة هارفارد انضم إلى شركة بير ستيرنز التي كانت تعرف حينئذ بأنها مركز تجاري نشط، وبما أنه كان يتمتع بمسلك الإنسان المتأمل الذي يعكس شخصية أستاذ جامعي أكثر منه وسيط صفقات في وول ستريت، فقد مكث كولبيرج بعيداً عن التجاذبات التجارية المحمومة، مفضلاً بدلاً من ذلك العمل في دائرة مالية الشركات، وكان ينصح العملاء ويرتب التمويل لمؤسسات تقوم بالاندماج أو التوسع أو إعادة التمويل أو بيع الأسهم.

كان العمل هادئاً في دائرة مالية الشركات، وفي الستينيات من القرن العشرين، باع عدد من الشركات الأسهم إلى الجمهور تحت تأثير الثروات التي تحققت نتيجة لصعود السوق على مدى حقبة طويلة، إضافة إلى أن شركات أخرى قد استحوذ عليها من قبل شركات أكبر منها تحولت إلى تكتلات، وفي كلتا الحالتين كان المديرون يفقدون الاستقلالية في الشركات التي عملوا بجد لإدارتها، وبوصفه رد فعل لهذه المشكلة نصح كولبيرج مالكي الشركات باتباع إستراتيجية يستطيعون من خلالها استغلال أسهم الشركات التي أنشؤوها من دون فقدان السيطرة عليها، وجادل في أن مجموعات المستثمرين بقيادة الإدارات العليا تستطيع تحقيق السيطرة على

شركاتهم باستعمال عدد قليل من الأسهم وقدر كبير من الدين، ومن شأن هذا أن يفضي إلى تركيز الملكية في أيدي عدد قليل من المستثمرين، ومنهم المديرون وعبر السنين يستطيع المالكون الجدد تسديد القرض من خلال الأرباح التي تدرها عليهم العمليات التشغيلية.

وجد كولبيرج ضالته في إتش. جي. شتيرن، وهو رجل سبعيني يملك شركة لمعالجة الذهب وتنقيته تسمى (شتيرن ميتالز)، أراد شتيرن أن يحقق أرباحاً من الشركة التي بناها من دون أن يتخلى عن السيطرة عليها؛ قال كولبيرج لاحقاً: «لقد أوحيت إليه أن باستطاعته امتلاك الكعكة وأكلها أيضاً».

في صيف عام (1965م) شكل كولبيرج مجموعة استثمارية اشترت الشركة بأموال مقترضة، وتركت إدارة شركة شتيرن ميتالز وكمية كبيرة من أسهم الشركة لعائلة شتيرن، وتمكن الخبير المالي من الحصول على مبلغ (1,5) مليون دولار نقداً من عائلة شتيرن ومن بير ستيرنز ومن مستثمرين أفراد، اقترض كولبيرج أيضاً (8) ملايين دولار من المصارف، وكانت أهمية الصفقة بالنسبة إلى العائلة تكمن في حصولها على ملايين الدولارات لقاء بيع الشركة من دون التخلي عن قيادتها، يُضاف إلى ذلك أن أهمية الصفقة بالنسبة إلى كولبيرج كانت تكمن في أن وجود الدين اضطر المهتمين بالصفقة جميعهم، سواء المستثمرين الخارجيين أم عائلة شتيرن، لتشغيل الشركة بكفاءة، وكانت الثمرة التي جناها المهتمون بالصفقة كلهم تتمثل في معدل عائد مرتفع: حيث ارتفعت قيمة السهم ثمانية أضعاف في غضون أربع سنوات.

فيما تابع كولبيرج عمليات بيع الشركات عن طريق الاقتراض، كان يتلقى العون من شابين هما جورج روبرتس وهنري كرافيس اللذان كان كل منهما ابن عم الآخر؛ نشأ روبرتس في هيوستن، بينما ترعرع كرافيس في أوكلاهوما، حيث كان ابناً لرجل يعمل في صناعة النفط ويتمتع بعلاقات متشعبة في وول ستريت، وقد أمضيا وقتاً طويلاً معاً حين كانا طفلين، وكلاهما درس في كلية كليرمونت في كاليفورنيا؛ حيث درس روبرتس الحقوق فيما حصل كرافيس على درجة الماجستير في إدارة الأعمال من جامعة كولومبيا، وكان لافتاً للنظر أنه لم يتأثر باضطرابات الحرم الجامعي في الستينيات من القرن العشرين؛ وقد قال لاحقاً: «لقد تركت الأمر لأصدقائي ليقعوا رهن الاعتقال، وكان تركيزي على الدراسة». كان روبرتس أول من بدأ

العمل في بنك بير ستيرنز؛ وبعد أن عمل هناك خلال فصول الصيف، عينه كولبيرج بدوام كامل في عام (1969م)، وبما أن روبرتس كان محافظاً أكثر من ابن عمه المنفتح، فلم يرق له جو نيويورك الصاخب، وعندما وافق كولبيرج على أن يمارس روبرتس عمله من مكتب بير ستيرن في سان فرانسيسكو في عام (1970م)، أوصى روبرتس بأن يعين ابن عمه (هنري) بدلاً منه في نيويورك، وخلال عقد من الزمن أحدث الرجال الثلاثة تحولاً في الطريقة التي تفكر بها الشركات حيال الدين، وأعادوا صياغة العلاقة بين الملكية والإدارة.

من أجل ترويج ما يقومان به من عمل، حلَّ كرافيس وروبرتس تقارير آلاف الشركات، وأجريا اتصالات بالمديرين، وانخرطوا في رحلات مكثفة من أجل مقابلة كبار المديرين، ولأنهما نصَّبا نفسيهما صديقين للإدارات، فقد بحثا عن شركات أو مديرين يمكن لهما أن يستفيدوا فعلياً من نمط الاستحواذ على الشركات الذي كانا يتخصصان فيه، وعلى وجه العموم قوبل الرجلان بالشكوك، غير أن هذا الصد أعطاهما الفرصة لكي يلمعا كلامهما المنمق إلى درجة الصقل.

وعدَّ معظم المديرين غريزياً الديون العميقة من النوع الذي وصفه صانعو الصفقات الثلاثة القادمون من بنك بير ستيرنز خطراً يمكن أن يدفع بالشركة إلى الإفلاس الكلي في نطاق انهيار مالي، وطمأن كرافيس وروبرتس المديرين إلى أن بير ستيرنز قد قام بواجبه ولن يوصي بشراء شركة من خلال الاقتراض من دون توافر مؤهلات قوية لذلك، طلب كرافيس وروبرتس أساساً من المديرين أن يعدوا أنفسهم كما لو كانوا مالكيين لبيوت، وبالرغم من ذلك لم يحجم الناس عن الاقتراض إلى حد (90) بالمئة من أسعار شراء بيوتهم، وفي حقيقة الأمر فقد شجع قانون الضرائب الاقتراض بالرهن؛ وذلك بالسماح للناس باستقطاع الفائدة المدفوعة على رهن البيوت من الدخل الخاضع للضريبة، ناهيك عن أن الحكومة كانت تسمح للمؤسسات باقتطاع الفائدة المدفوعة على القرض من دخلها الخاضع للضريبة، وكان يقصد بالحسومات الضريبية للشركات تشجيع هذه الشركات على الاستثمار في مصانع وآلات ومعدات جديدة وفي أعمال البحث؛ وهي الاستعمالات العادية للأموال المقترضة، وقد رأى كولبيرج وزملاؤه فائدة إضافية من هذه الحسومات الضريبية؛ إذ يمكن للشركات التي يجري شراؤها بأموال مقترضة كبيرة استقطاع دفعات الفائدة على قروضها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض كبير في

الضرائب المترتبة عليها، فضلاً على ذلك فإن الشركة - كما العائلة الملتزمة برهن كبير جداً - يمكن لها أن تغير في نمط حياتها، وأن تتحمل بعض التضحيات من أجل العثور على النقود كل شهر لتسديد مدفوعاتها.

لم تكن عمليات بنك بير سبيرنز جميعها في شراء الشركات عن طريق الاقتراض ناجحة، وفي عام (1971م)، قام كولبيرج ورفاقه بترتيب شراء شركة كوبرلز مقابل (20) مليون دولار، ولسوء الطالع، فإن الشركة صانعة الأحذية لم تكن قوية بما فيه الكفاية لمقاومة ضغوط القيام بالعمل في ظل عبء دين كبير، وبعد إبرام الصفقة بقليل، أقدم رئيس الشركة على الانتحار، إضافة إلى أن كوبرلز أفلس؛ وعليه فقد المستثمرون في أسهم الشركة استثماراتهم جميعها، واصطف الدائنون لاسترجاع ما يمكن استرجاعه.

لم تكن هذه الانتكاسة كولبيرج عن المضي قدماً؛ إذ استمر القسم الخاص به في مصرف بير ستيرنز في تطوير تخصصه في إعادة تنظيم البنى المالية، وكذلك بنى القوة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وكان ينبغي عليهم التزاحم دائماً في غمرة البحث عن شركات مرشحة للشراء من خلال الاقتراض وعن مصادر رأسمالية.

كان شراء الشركات باستعمال القروض الخارجية يتطلب نوعين مختلفين من التمويل؛ النوع الأول كان القرض، أو القروض التي تشكل غالبية ثمن الشراء، ووجد الثالث الناشئ من فناني شراء الشركات عن طريق الاقتراض شركات التأمين تبحث عن العائد العالي الذي تنطوي عليه عمليات الشراء عن طريق القروض، وأجروا اتصالات مع جون هانكوك، وامت لايف برودناشيونال وشركات أخرى، أما النوع الثاني من التمويل اللازم في عمليات شراء الشركات عن طريق الاقتراض فهو ما يدفع مقدماً أو الدفعة الأولى، والذين كانوا يقومون بهذه الدفعات أصبحوا مالكين لا دائنين. كان من بين المشاركين في ملكية الشركات بير ستيرنز نفسه، والمستثمرون الخاصون والممثلون للمؤسسات وللإدارات الممثلة للشركات المستهدفة، وعلى نحو متزايد كان الرجال الثلاثة يرون وجود فرص في تتبع بعض التكتلات؛ ففي عام (1972م) مؤل كولبيرج صفقة - (4,4) ملايين دولار من بنك بير ستيرنز و (33,5) مليون دولار على هيئة قروض - للاستحواذ على مؤسسة فيبر، وهي قسم من شركة سنغر التي كانت

تصنع الصمامات والمضخات ومكونات أنظمة النقل الجماعي، وشعر المديرون أن في وسعهم تحقيق مزيد من التقدم في فيبر إذا ما أصبحت مستقلة عن الشركة الكبيرة؛ ولذلك فقد أصبحوا شركاء مع بير سبيرنز، واشتروا حريتهم من سنغر.

كانت الصفقات تنطوي على إغراءات عائدات استثنائية، غير أن أسهمها أخذت تعاني حالة جمود كبير؛ يقول كولبيرج في هذا الشأن: «عليكم أن تتوقعوا مضاعفة نقودكم ست أو سبع مرات على الأقل، في حقبة تمتد من خمس إلى عشر سنوات؛ وذلك لأن الأشياء الجيدة ستعوض الأشياء الرديئة». لم يتمكن المستثمرون في صفقة فيبر من الحصول على أموالهم كاملة حتى سنة (1978م)، عندما دفعت مؤسسة برونزويك (33) دولاراً لكل سهم من الشركة، ولأن المستثمرين الأصليين دفعوا (2,80) دولارين وثمانين سنتاً فقط للسهم الواحد، فقد كان العائد يناهز (1,178) بالمئة.

كان الصبر ضرورياً، وذلك لأن الإدارة احتاجت إلى الوقت لتحسين عمليات الشركة التشغيلية، وطالما أن أداء الشركة كان جيداً، فقد كانت كيه. كيه. آر قانعة في البقاء في الكواليس، وكان كولبيرج يقول: «نحن لا ندير أشخاصاً؛ نحن نمح الفرصة للإدارة للشراء بالأسعار نفسها التي يشتري بها الآخرون، وهذا ينطبق علينا وعلى المؤسسات... وتبعاً لذلك فإننا نجلس على الناحية نفسها من الطاولة، ونحن جميعاً نعمل للوصول إلى الأشياء نفسها».

كولبيرج، وكرافيس، وروبرتس يتصرفون بطريقتهم الخاصة

بحلول منتصف السبعينيات، أدرك كولبيرج وفريقه أن شراء الشركات باستعمال القروض الخارجية كان مجدياً على نحو واقعي، وذلك على المدى القصير وعلى المدى الطويل، وبالرغم من النجاح الذي حققه، إلا أن الخلافات نشبت بين كولبيرج وزملائه في بيرسبيرنز، وأراد كولبيرج أن ينشئ وحدة داخلية تكون مهمتها التركيز حصرياً على شراء الشركات بالفاعلية المالية، غير أن الشركة التي كانت تعاني كبقية الشركات المنخرطة في الصناعة الائتمانية في سنوات منتصف السبعينيات العجاف، كانت مترددة في تعويض المتخصصين وتمويلهم

في عمليات الشراء باستعمال القروض الخارجية، وقرر كولبيرج المغادرة، وأخذ معه كلاً من كرافيس وروبرتس، وحول ذلك كتبت مجلة فوريس تقول: «وعندما ازدهرت الأعمال، وجه الثلاثة إلى أنفسهم سؤالاً منطقيًا: من الذي يحتاج إلى بير سبيرنرز؟».

عام (1976م) أسس الثلاثة شركة كولبيرج، كرافيس، روبرتس أند كومباني، وأسهم كولبيرج بمبلغ (100,000) دولار فيما قدم كل من الشريكين الآخرين (10,000) دولار، ولم يوظف كامل المبلغ في تمويل أي صفقات، لكنه استعمل في تمويل رحلات كرافيس وروبرتس في بحثهما عن الصفقات، وتبين مستقبلاً أن مبلغ الـ (120,000) دولار هذا شكل القاعدة للمليارات الدولارات من عمليات الاستحواذ على الشركات في السنوات العشرين اللاحقة.

من خلال العمل من مكاتب متواضعة ومؤقتة في فيفت أفنيو، سعت شركة كولبيرج كرافيس وروبرتس للعمل عن كثب مع إدارات الشركات المرشحة للشراء من دون فرض الصفقات عليها، ومن خلال الأساليب التي تُجمع فيها النقود من كل صفقة، كانت الشركة الجديدة تمثل مصرفاً استثمارياً ومصرفاً تجارياً في الوقت نفسه، وبوصفه مصرفاً استثمارياً، كان يتلقى الرسوم من الشركة التي تلقت الاستشارة، لكن كيه. كيه. آر قدمت حينئذ خدمات استشارية للمجموعة الاستثمارية التي اشترت الشركة؛ من أجل هذا، فقد كانت تتلقى (20) بالمئة من أي أرباح تحققت ورسوم إدارة بنسبة (1) بالمئة إلى (1,5) بالمئة عن النقود التي تم استثمارها، وأخيراً وبوصفها مصرفاً تجارياً، وظفت كيه. كيه. آر باستثمارات نقدية، وحصلت على أسهم الشركات التي اشترتها، وأبلغ كرافيس إحدى المجلات: «لم تكن لدينا أي فكرة إذا ما كان ذلك سينجح».

خلال السنة الأولى، سمع عدد كبير من الشركات عن الترويج الذي كانت تمارسه كيه. كيه. آر، لكن قليلة جداً هي الشركات التي عدت عمليات شراء الشركات باستعمال الفاعلية المالية فكرة حسيمة، واستمر الشركاء في تحليل الاحتمالات؛ كانوا في البداية يركزون اهتمامهم حصرياً تقريباً على التكتلات الصغيرة أو الشركات الصناعية في الصناعات غير المنظمة التي تنعم بتدفقات نقدية وأعباء ديون منخفضة، وبالرغم من الجراءة التي كانت تتطوي عليها أساساً عمليات شراء الشركات، إلا أنه كان ينبغي هيكلتها على نحو متحفظ، وكما قال كولبيرج

في مقابلة مع مجلة فوربس عام (1978م): «نحن ننظر إلى الشركة، ونسأل أنفسنا في نطاق عملية التمويل: ماذا يحدث لو أن الأرباح لم تتغير؛ أو إذا تراجعت إلى المستويات التي كانت عليها قبل ثلاث سنوات من شراء الشركة؟ هل التمويل هو من الضخامة بحيث يبرر امتلاك الشركة إبان حقبة سيئة؟ إن لم يكن كذلك، فإن التمويل مغلوط فيه».

لقد أصبح المقياس المبدئي لجاذبية الشركة هو التدفق النقدي، أو كمية النقود التي تولدها الشركة إضافة إلى تكاليف تشغيلها؛ لأن ذلك يقرر مقدار الدين الذي ستخدمه الشركة على نحو حقيقي.

عثرت كيه. كيه. آر على أول صفقاتها في كاليفورنيا، من خلال اتصالات قام بها جورج روبرتس؛ هذه الشركة كانت إيه. جيه. إندستريز، وهي مؤسسة كانت على تخوم صناعات الدفاع والطيران، إذ كانت تنتج خزانات الوقود المعدنية وأسطوانات الفرامل، وبما أن كيه. كيه. آر كانت على علم بأن أسهم هذه المؤسسة قد انخفضت انخفاضاً حاداً في السنوات الأخيرة، فقد تقدمت إلى مجلس إدارتها وعرضت شراءها على أساس (5) دولارات لكل سهم، وذلك في أبريل/ نيسان من عام (1977م)، أو (26) مليون دولار، بما في ذلك (1,7) مليون دولار فقط ثمناً للأسهم؛ لقد كانت صفقة جيدة؛ ذلك لأنه لما قامت المجموعة الاستثمارية ببيعها بعد ذلك بثماني سنوات، كانت قيمتها قد زادت بنسبة (58) بالمئة سنوياً.

كانت عمليات شراء الشركات عن طريق الاقتراض تتطلب قدرًا كبيراً من المتابعة وبعد النظر والصبر؛ يقول كولبيرج: «عندما تقرر الدخول في صفقة، فإن ذلك يتطلب كثيراً من الوقت والمراقبة، وكثيراً من العمل والإبداع والمعاناة». لقد أمضى الشركاء في كيه. كيه. آر ساعات طويلة في مغازلة المديرين والمشاركة في المفاوضات المالية وتطوير شبكة من الدعم؛ أصدقاء في المكان المناسب، وكان كرافيس وروبرتس غالباً ما يقومان بأعمال التنقل المبدئية، فيما كان كولبيرج يتدخل على نحو يحاكي أسلوب رجال السياسة كبار السن وباردي الأعصاب عندما كانت المحادثات تدخل مرحلة أكثر خطورة.

كان معظم الأموال التي تستعمل في دعم الشركات في الصفقات الباكرا تأتي من المستثمرين الأفراد، إضافة إلى أنها كانت تجمع بحسب الحاجة، وفي عام (1978م) وعلى خلفية ثلاث صفقات ناجحة لشراء شركات بأموال مقترضة، أسست كيه. كيه. آر صندوقاً نُظّم على أساس الشراكة المحدودة، حيث كانت كيه. كيه. آر الشريك الرئيس والجانب الذي يصنع القرارات الاستثمارية، وكان إجمالي مبلغ الصندوق (30) مليون دولار.

في السنة نفسها، حدّد الشركاء مؤسسة في فلوريدا تدعى هوديل إندستريز هدفاً لاستحواذ محتمل؛ لقد كانت سمكة كبيرة تبرر اقتناء أثرها: حيث كانت إحدى أكبر خمس مئة شركة في البلاد، بالإضافة إلى أنها كانت مدرجة في بورصة نيويورك؛ اتصلوا بالرئيس التنفيذي؛ جيرالد سالتاريلي، وهو رجل أعمال محافظ جداً عرف بتردده في بحث عملية الشراء التي ستضع كثيراً من الديون على كاهل الشركة.

لقد كانت هوديل مثلاً ممتازاً لشركة ترتفع قيمتها بالتقسيم أكثر من بقائها موحدة، ومن خلال العمل مع كبار المديرين في هوديل استجابت كيه. كيه. آر لطابع سالتاريلي المحافظ من خلال إيجاد طريقة لدفع الديون المترتبة على الشراء بسرعة، وذلك بمجرد عزل الشركات التابعة، وعلى هذا الأساس استطاعت المجموعة الاستثمارية التابعة لشركة كيه. كيه. آر التي كانت تضم كبار المديرين، تقديم عرض جذاب إلى مجلس الإدارة، حيث وافقت الأطراف على سعر (355) مليون دولار، وقال كرافيس في عام (1983م): «عندما أعلننا أن الصفقة ستُنفَّذ، لم يصدق أحد في وول ستريت أن باستطاعتنا الحصول على هذا التمويل كاملاً».

تمكنت كيه. كيه. آر من جمع (48,1) مليون دولار من بيع الأسهم و (306,5) مليون دولار قروضاً، كثير منها جاء قروضاً من كونتيننتال إيلينوي بنك وشركات تأمين مثل برودانشيال وتيتشرز، وفي المقابل حصلت كيه. كيه. آر ومجموعتها الاستثمارية على (25) بالمئة من أسهم هوديل العادية كلها لقاء (46) مليون دولار، في حين حصلت الإدارة وموظفو هوديل على (8) بالمئة من هذه الأسهم بقيمة (2,1) مليون دولار؛ لقد كان حجم الصفقة والطريقة الودية التي قبل بها مختلف الأطراف الصفقة لافتاً للانتباه؛ ولم تعد كيه. كيه. آر شركة مغمورة (لتجارة الملابس). أوضحت صفقة هوديل أن إستراتيجية كولبيرج قد تنجح على نطاق واسع؛ وحتى

إن الأمر سيكون أفضل بالنسبة إلى شركة كيه. كيه. آر؛ لأن الصفقات الضخمة حقيقة لا تزال قادمة.

كيه. كيه. آر تُدرج خطط التقاعد العامة لجمع أموال أكبر لشراء الشركات

كانت كيه. كيه. آر بحاجة إلى مقادير أكبر من رؤوس الأموال؛ ذلك لأن الممارسات المبدئية لجمع الأموال من الأفراد لم تعد كافية؛ فصفقة هوديل - على سبيل المثال - تطلبت من أسهم الشركة خمسة عشر ضعفاً لما كانت كيه. كيه. آر تحتاجه في صفقة إيه. جيه. إنديستريز، ومحافظ النقود؛ مثل شركات التأمين، تخضع لمتطلبات استثمار صارمة، ما شكل عائقاً أمام نمو كيه. كيه. آر، ومن حسن الطالع أن الشركاء وجدوا مجموعة جديدة من الحلفاء؛ ففي سان فرانسيسكو تعرف جورج روبرتز إلى روجر ماير؛ رئيس مجلس الاستثمار في أوريغون، وهو المجلس الذي كان يشرف على نظام تقاعد الموظفين العاملين في أوريغون (أو. بي. اي. آر. أس)، وكان هذا النظام - كغيره من صناديق التقاعد العامة - يدير الأموال التي كانت حكومة الولاية قد وضعتها جانباً لدفع رواتب التقاعد لموظفيها، وبالرغم من إدارتها المتحفظة، فإنه كان يسمح لصناديق التقاعد العامة باستثمار مبالغ متزايدة من أموالها في أسهم تتسم بمخاطرة أكثر من ذي قبل.

طرقت كيه. كيه. آر باب هذا التجمع الرأسمالي الضخم لأول مرة في عام (1981م)، وجيري كولبيرج الذي عمل كاتباً لدى أحد القضاة في بورتلاند، أوريغون، تكونت لديه معطيات عن فريد ماير، وهي سلسلة تضم (120) متجرًا من متاجر البقالة تتخذ من بورتلاند مقراً لها، وفي أعقاب وفاة مؤسسها فقدت الشركة هويتها، وأصبحت ملكيتها في مهب الريح، ما جعلها هدفاً ناضجاً لعملية استحواذ قسرية، وبدلاً من ذلك قاد كولبيرج نفسه خطة لشركة كيه. كيه. آر لشرائها.

كان تداول سهم الشركة يجري بمبلغ (18,50) دولاراً، غير أن كيه. كيه. آر وافقت على دفع (55) دولاراً للسهم، أو (420) مليون دولار للصفقة، ومن أصل مبلغ (420) مليون دولار، قدم

نظام تقاعد الموظفين العاملين في أوريغون للشركة قرصًا بمبلغ (178) مليون دولار، وأصدرت إدارة كيه. كيه. آر الصلبة مناشدة إلى مديري صناديق التقاعد، الذين كانوا راغبين جدًا في أن يكونوا شركاء صامتين في مجموعة استثمارية، وبعد هذه الصفقة وضع مديرو التقاعد من مونتانا، ويسكونسن، واشنطن وولايات أخرى أيضًا أجزاء صغيرة من مدخرات صناديقهم في عهدة كيه. كيه. آر، وقال جورج روبرتس في هذا الشأن: «صناديق الولايات الكبيرة، هي المكان الذي تتوافر فيه أموال هذا البلد في حقيقة الأمر، ومن المؤكد أنها ستكون المكان الذي توجد فيه نقود هذا البلد في المستقبل».

تم إغراء مديري أموال التقاعد ليس فقط بسبب الجاذبية المهنية التي يتمتع بها كولبيرج وكرافيس وروبرتس، ولكن أيضًا بسبب وعود العوائد المرتفعة، وفي عام (1993م) ادعت كيه. كيه. آر أن معدل العائد السنوي على استثماراتها بلغ (62,7) بالمئة، وعلى سبيل المقارنة بلغ معدل العائد على استثمارات الأسهم (9) بالمئة سنويًا، فيما بلغ العائد على سندات الحكومة الآمنة (12) بالمئة، وفي عام (1982م) حيث اصطفت صناديق الاقتراع بحماس، أسست كيه. كيه. آر صندوقًا بمبلغ (316) مليون دولار، وهو ما يعادل عشرة أضعاف الصندوق الذي أنشئ عام (1978م).

في أوائل الثمانينيات، تمكنت كيه. كيه. آر بمفردها من تحويل شراء الشركات بتوظيف الأموال المقترضة من عمليات غير مهمة إلى صناعة واسعة، وحاول آخرون تقليد مقاربة كيه. كيه. آر- ونجاحها، وارتفع عدد الشركات التي تم شراؤها بهذه الفاعلية المالية من (75)، بقيمة (1,3) مليار دولار في عام (1979م)، إلى (175) بقيمة (16,6) مليار دولار في عام (1983م)؛ لقد كان السيد المعترف به في هذا الميدان هو كيه. كيه. آر، وفي عام (1984م) أكملت كيه. كيه. آر أول صفقاتها بقيمة مليار دولار؛ لقد اشترت ووميتكو إنتربرايز، وهي شركة إذاعة وخدمة اشتراك (3) في قنوات تلفزيونية.

فيما كانت مبالغ النقود التي تنطوي عليها هذه العمليات تنمو بسرعة، أخذت شركة كيه. كيه. آر نفسها تنمو بوتيرة أبطأ، ونقلت الشركة مكاتبها إلى عنوان مرموق؛ (9) شارع ويست فيفتي- سيفينث، وهي بناية جميلة تقع مقابل فيث أفنيو مباشرة، قاب قوسين أو أدنى من

تيفاني أند كومباني، ولقد عرضت الشركة نفسها جيداً؛ كانت المكاتب تشغل جناحاً فخماً في دور عالٍ ذي إطلالة أخاذة على سنترال بارك، حيث كانت الجدران مزينة بالفضن الأصيل، واجتذبت شركة كولبيرج كرافيس روبرتس عدداً قليلاً من الشركاء، غير أنها وبصورة لافتة لم تكن بحاجة إلى عدد كبير من الموظفين، وبحسب الصيغة التي تعمل بموجبها كيه. كيه. آر، فإنه من الأفضل ترك القرارات التشغيلية لمديري الشركات ذات العلاقة.

لقد كان لدى أولئك المديرين حوافز ذات معنى للقيام بعمل جيد للشركة، وفي نطاق أي صفقة عادية يستطيع كبار المديرين استثمار نقود في المجموعة الاستثمارية لشركة كيه. كيه. آر، والحصول على حصص كبيرة في أسهم الشركة، وكانت عمليات شراء الشركات عن طريق الاقتراض تشكل فرصة نادرة لكبار المديرين، وكان في وسع الرؤساء التنفيذيين في الشركات العامة الرئيسية امتلاك كتل كبيرة من الأسهم، غير أنه عموماً لم يكونوا يمتلكون حصصاً مهيمنة. إن المفهوم السائد بشأن قضية الملكية والسيطرة نشأ جزئياً من المفاضلة بين الملكية والإدارة، وهو ما يرجع فضل الريادة فيه إلى جون دي. روكفلر ومبدأ الديموقراطية في امتلاك الأسهم الذي نادى به تشارلز ميريل، وبموجب نظام كيه. كيه. آر، فإن كبار المديرين ربطوا مصيرهم (أو مصيرهن) المالي بنجاح الشركات عن طريق سداد الديون وزيادة قيمة ما يمتلكون من أسهم، وكما أن عمليات شراء كيه. كيه. آر الشركات بأموال مقترضة كان يمثل إعادة هيكلة ملكية وإدارة الشركات على نحو يصبح فيه كبار المديرين جزءاً من المجموعة التي تمتلك فعلاً الحصة المهيمنة في الشركة، جعلت كيه. كيه. آر من الشخص الذي يشغل الجناح التنفيذي صاحب المكان، والمسؤول عن تسديد الديون المترتبة على الرهن، والتأكد من أن الأملاك لا تزال عالية الثمن.

وحيث إن حصة المجموعة الاستثمارية من الأسهم تواجه خطر الاختفاء تماماً إذا تعرضت الشركة للإفلاس، كانت كيه. كيه. آر تتصرف بسرعة عندما تنهوى الشركات التي تُباع بالفاصلة المالية، وفي عام (1981م) استعملت عملية شراء الشركة بأموال مقترضة لفصل ليلي-توليب، وهي شركة صانعة للأكواب الورقية، عن أوينز-إيلينوي، وعندما أساءت الإدارة الأداء خلال عام (1983م) قامت كيه. كيه. آر بطرد الإدارة، ونصبت بدلاً منها ألبرت دنلاب، وهو مدير سابق في مانفيل كوربوريشن، وبما أنه كان خبيراً في العمليات الاستدراكية في

الشركات، فقد تحرك دنلاب سريعاً حيث باع الموجودات العقارية للشركة، وخفض التكلفة بصورة مباشرة، وزاد الأرباح التشغيلية بنسبة (91) بالمئة في عام (1983م) وبنسبة (31) بالمئة في عام (1984م).

السندات ذات التصنيفات المنخفضة تفتح الطريق أمام صفقات أكبر وأسرع

فيما كانت تتصاعد أعداد الشركات التي يجري شراؤها باستعمال الأموال المقترضة وتزداد حجومها، ظهرت أداة مالية جديدة على المشهد المالي (السندات ذات التصنيف المنخفض)، وكانت سندات منخفضة التصنيف أو غير مصنفة ولكنها تحمل أسعار فائدة عالية لاجتذاب المستثمرين، أما الوكيل الرئيس لهذه السندات فهو شركة دريكسيل بيرنهام لامبرت، وكان العقل المدبر وراءها هو أحد مديري دريكسيل؛ مايكل ميلكين.

في أواخر السبعينيات، عندما كانت أسواق السندات تعاني ضعفاً، عرض ميلكين للشركات الكيفية التي يمكن بها جمع الأموال من الأسواق العامة من خلال إصدار السندات ذات التصنيف المنخفض؛ لقد ابتكر صناعة جديدة كلية، حيث ارتفعت قيمة إصدارات هذا النوع من السندات من (5) مليارات دولار في عام (1981م) إلى (40) مليار دولار في عام (1986م)، واكتسب ميلكين شهرته في عام (1984م) عندما استطاع -في ليلة واحدة تقريباً- جمع (1,5) مليار دولار في نطاق المحاولة من قبل تي. بون بيكينز للاستحواذ القسري على جلف.

وحيث إنها تعد وسيلة لجمع مقادير كبيرة من النقود عن طريق الاقتراض، فقد جاءت السندات ذات التصنيف المنخفض مفصلة على قياس عمليات شراء الشركات بالفاعلية المالية، ويمكن شطب سعر الفائدة العالي مقابل الضرائب وبيعها بمقادير كبيرة، حيث يستطيع صانعو الصفقات العمل من دون الاعتماد على المصارف بصورة كاملة، وفي منتصف الثمانينيات كانت كيه. كيه. آر تستهدف مؤسسات ضخمة؛ كانت تحتاج إلى قرع باب تلك المحفظة من النقود التي بدا أن مايكل ميلكين يتحكم في أدوات فتحها، وعن طريق إصدار السندات منخفضة التصنيف، بالإضافة إلى الاقتراض من المصارف، كان باستطاعة كيه.

كيه. آر تنفيذ صفقات أكبر؛ وقال جورج روبرتس في عام (1985م) عندما دخل الحلبة عدد متزايد من المختصين في عمليات الاستحواذ: «كثير من الشركات تستطيع القيام بصفقات أصغر، ولكن فوق المليار دولار، لا يوجد منافس لنا».

في نطاق استهداف السوق التي تعمل بها كيه. كيه. آر، أسست مصارف (مثل فيرست بوسطن، وبرودناشيونال باتش، وميريل لينش، ومورغان ستانلي، وشيرسون ليهمان وبرذرز التابعة لشركة أمريكيان اكسبرس) وحدات لشراء الشركات عن طريق الاقتراض؛ بدأت قواعد اللعبة تتغير، وأخذ الخبراء الماليون الذين كانوا يرون أهدافاً معينة، يبذلون محاولات استحواذ قسرية، وبدلاً من إدخال الإدارة شريكاً في هذه العمليات، كما كانت تفعل كيه. كيه. آر عادة، طرد المشترون في نطاق عمليات الاستحواذ القسرية هذه الإدارة الموجودة، وفي بعض الأحيان كانت مجالس الإدارة والمديرون المهتمون بالحفاظ على وظائفهم يطلبون من كيه. كيه. آر الانخراط في مفاوضات مثل (الفارس الأبيض)؛ بهدف صياغة صفقة تبقى على الإدارة الحالية في مكانها.

سيطرة كيه. كيه. آر على سيفوي في شهر أغسطس / آب من عام (1986م) انطوت على كثير من المبادئ الناشئة في حلبة شراء الشركات عن طريق الاقتراض، وكانت سلسلة البقالات قد أنشئت من قبل تشارلز ميريل في العشرينيات والثلاثينيات من القرن العشرين، وتُدار الآن من قبل حفيده بيتر ميغوان الذي كان يمتلك قدرًا صغيراً من الأسهم، وكان يدير أعماله بطريقة فضفاضة، وجاء تدخل كيه. كيه. آر بعد أن بدأت مجموعة استثمارية، وهي عائلة هافت، بالحصول على أسهم توطئة لمحاولة الاستحواذ على الشركة، وبالتنسيق مع إدارة سيفوي، رتبت كيه. كيه. آر عملية استحواذ بقيمة (4,2) مليار دولار، تضمنت (2) مليار دولار بصورة سندات ذات تصنيف منخفض وأسهمًا بقيمة (130) مليون دولار، وبعد ذلك بدأ ميغوان بالتصرف بوصفه رئيسًا تنفيذيًا مختلفًا تمامًا، وبمساعدة أحد المستشارين الذي وظفته كيه. كيه. آر خفض عدد الموظفين كثيرًا في مقر الشركة، وعندما أدركت سيفوي أن عددًا قليلًا من فروع الشركة كانت مسؤولة عن جزء كبير من الأرباح، بدأت ببيع الوحدات الأقل ربحية، وبلغ حجم الاستثمارات هذه التي جرت تصفيتها (2,4) مليار دولار، الأمر الذي مكن

الشركة من تسديد الديون بسرعة؛ لقد زادت قيمة سيفوي ثمانية أضعاف في الوقت الذي طرحت فيه أسهمها فيه للاكتتاب العام في شهر أبريل/ نيسان من عام (1990م).

التنافس على الصفقات يدفع الأمور قريباً من الكارثة

في عام (1987م) وتبعاً لما كتبه برايان بوروجون هيليار؛ مؤلفاً كتاب البرابرة على الأبواب، إذا ما عُدَّت شركة صناعية، فإن الأنشطة التجارية التي كانت تهيمن عليها كولبيرج كرافيس، من بطاريات ديوراسيل حتى متاجر سيفوي، تضعها بين أكبر عشر مؤسسات في الولايات المتحدة.

تعرضت الشركة في منتصف الثمانينيات لتغيير كبير؛ مرض جيرى كولبيرج، وبعد إجراء عملية خطيرة له، احتاج إلى نقاهة امتدت أكثر من سنة، وُصِّق بعد عودته عندما رأى كيه. كيه. آر تتخلى بهدوء عن المبادئ التي قامت عليها؛ على سبيل المثال لم يكن شراء بيبترس كومباني في شهر أبريل/ نيسان من عام (1986م)، من خلال شراكة ودية مع الإدارة، بل كان استحواداً قسرياً، وفي عام (1987م) غادر كولبيرج الشركة ومعه (300) مليون دولار مع خيار بالمشاركة في المجموعات الاستثمارية المستقبلية، وأسَّس لاحقاً شركة لشراء الشركات.

فيما اقترب عقد الثمانينيات من نهايته، كان مزيد من الأموال قد دخل ميدان شراء الشركات، وتبعاً لذلك فإن احتدام المنافسة زاد على نحو مصطنع من كلفة إتمام الصفقات، وكتبت مجلة فوربس في عام (1989م) تقول: «فيما ارتفعت الأسعار وبدا الناس تواقين أكثر لعقد الصفقات، كانت المعايير تضمحل على نحو مستمر». لقد ارتفع نشاط شراء الشركات بالفاعلية المالية من (1,3) مليار دولار في عام (1979م) إلى (77) مليار دولار في عام (1988م)، وقالت فوربس في عام (1988م): «في هذه الأيام، النقود تبحث عن الصفقات، وليس العكس».

لقد دفعت هذه المنافسة وهذا التصعيد بشركة كيه. كيه. آر إلى الانهيار تقريباً؛ آر. جيه. آر نايسكو، (وهي شركة ضخمة لإنتاج الدخان والمواد الاستهلاكية، بعلامات تجارية تتراوح بين سجائر كاميل إلى بسكويت أوريو) عرضت للبيع في عام (1988م)، عندما قدم الرئيس التنفيذي اللامع إف. روس جونسون عرضاً لشرائها من خلال الاقتراض بسعر (75) دولاراً للسهم. اندفعت كيه. كيه. آر للانضمام إلى المزايدة عارضة سعر (90) دولاراً للسهم، واتخذت صفقة آر. جيه. آر نايسكو منحىً ملحماً عندما دخلت المنافسة مجموعة من صانعي الصفقات المحتملين، بما في ذلك الإدارة، وشركات الشراء بالفاعلية المالية المخضمة الأخرى، وشركات من وول ستريت تسعى إلى إشهار أسمائها، ما دفع بالأسعار أعلى فأعلى، وفي نهاية المطاف كسبت كيه. كيه. آر الصفقة، وذلك بعرض (109) دولارات ثمناً لسهم شركة كان يتداول في السوق بسعر (60) دولاراً قبل ذلك بأشهر.

كانت الصفقة التي بلغت قيمتها (30) مليار دولار هي أكبر صفقة شراء بأموال مقترضة يجري إتمامها حتى الآن، واشتملت عملية التمويل على أكثر من (12) مليار دولار ديوناً مصرفية، و(11) مليار دولار سندات ذات تصنيفات منخفضة، وأسهم بقيمة (1,5) مليار دولار وهو أمر مثير للدهشة؛ إذ إن هذا المبلغ فاق قيمة الأسهم التي انطوت عليها أي صفقة عقدتها كيه. كيه. آر سابقاً، وتلقت كيه. كيه. آر مبلغ (75) مليون دولار تقريباً رسوماً لمشاركتها في الصفقة، غير أن صفقة آر. جيه. آر نايسكو كانت بالنسبة إلى كثير من المراقبين تمثل هستيرياً في معترك المضاربة.

عام (1989م)، انهار سوق السندات منخفضة التصنيف، الأمر الذي شجع تدفق الأموال إلى سندات وأسهم أخرى، وأدى أيضاً إلى سلسلة من الإخفاقات المالية ذات الصلة بإصدارات رئيسة للسندات عالية العائد وفاقتة الأخطار، وفي عام (1989م) اعترف ميلكين بأنه مذنب في ست جنایات تتعلق بخروقات قانون الأوراق المالية؛ لقد جمع أكثر من (100) مليون دولار سنوياً من عام (1984م) إلى عام (1986م)، وفي عام (1987م) كسب (700) مليون دولار لقاء تعامله في السندات المنخفضة التصنيف، أما شركة دريكسيل بيرنهام لامبرت فأعلنت إفلاسها في شهر فبراير/ شباط من عام (1990م).

كانت كيه. كيه. آر ترعى شركة آر. جيه. آر نايسكو وديونها الضخمة من خلال أزمات داخل الشركة وخارجها، واختفت أرباح صناعة السجائر نتيجة للحرب التي اجتاحت أسعار الدخان، وفي الوقت نفسه كانت الفقاعة التي انفجرت في سوق السندات العالية الربح والفائة الأخطار قد تركت مخاوف من أن يعجز حاملو أسهم شركة آر. جيه. آر نايسكو عن الوفاء بالتزاماتهم المالية، وكما هو متوقع فإن شركة كيه. كيه. آر كانت ستتحمل من الخسائر ما تحمته أي جهة أخرى على الأقل، وكانت مرشحة للتصفية في حال أدرجت قضية شراء بحجم آر. جيه. آر على البند الحادي عشر، ولتجنب أي إخفاقات مالية تتعلق بسندات آر. جيه. آر نايسكو، وافقت كيه. كيه. آر وشركاؤها الاستثماريون على ضخ (1,7) مليار دولار من النقود الجديدة في الشركة، وهو مبلغ يتعدى حتى ما جرى استثماره في البداية، وفي عام (1991م) طرحت أسهم الشركة للاكتتاب العام، حيث جرى بيع أسهم الشركة في بورصة نيويورك، وذلك من أجل تخفيض الدين.

التأقلم مع الاخفاقات الاقتصادية الجديدة في التسعينيات

بين عامي (1980م) و(1989م)، تغيرت مواقف قطاع الأعمال الأمريكي بكامله في مواجهة (2,385) عملية شراء للشركات بالفاعلية المالية بلغت قيمتها الإجمالية (245) مليار دولار، ونجحت كيه. كيه. آر في تنفيذ (28) صفقة شراء شركات بأموال مقترضة بلغت قيمتها الإجمالية (63) مليار دولار؛ لقد أحدثت هذه الصفقات ثورة في أوضاع الشركات المالية، وفي إيجاد حوافز جديدة للإدارات التي تتمتع بالكفاءة، وكانت ملهمة على نطاق واسع في تحمل الأخطار.

غير أن صفقة آر. جيه. آر نايسكو بتجاوزاتها المالية كلها كانت تؤشر إلى نهاية حقبة اتمت بالمغالاة، على الأقل بالنسبة إلى شركة كيه. كيه. آر؛ فالشركة التي انطلقت في السبعينيات على هيئة شراكات مع إدارات الشركات التي كانت تشتريها، أصبحت أكثر استقلالية وأكثر توجهاً نحو الاستحواذ القسري عندما أخذت الفرص تقل في الثمانينيات، وفي مطلع التسعينيات كانت أكثر نشاطاً في بيع الأسهم وطرحتها للاكتتاب العام منها بوصفها صاحبة اختصاص في شراء

الشركات عن طريق الاقتراض، ومع ذلك فقد أخذ المناخ في التغير، وفي هذا الشأن قال جورج روبرتس في عام (1990م): «المشكلة تتمثل في أنه لم يعد هناك فرص جيدة كثيرة».

بعد أن شاهد مديرو الشركات ماذا فعلت كيه. كيه. آر من خلال فاعلية الدين، بدؤوا في إعادة النظر في البنى المالية، من حيث النواحي الدفاعية والهجومية كليهما، وأخذ المديرون الماليون في تقوية شركاتهم قبل الاستحواذ عليها، وزادوا أعباء الدين بغية جمع الأموال والاستفادة من التدفقات النقدية لجعل الشركة جاذبة للمضاربين، وأعاد المديرون التنفيذيون في تكتلات الشركات تقويم أنفسهم والأقسام الخاصة بهم، وذلك بتجريد الشركات من موجوداتها القيمة قبل أن يأتي مضارب غير مرحب به ويفعل الشيء نفسه؛ لقد التقط العالم المالي جزءاً كبيراً من رسالة كيه. كيه. آر، وهي أن الدين الذي يدار جيداً، بصرف النظر عن ضخامة حجمه، لا يضعف الملكية.

تاجر الخردة

غدا مايكل ميلكين مفتوناً بالقوة الخفية لما يسمى بـ (السندات منخفضة التصنيف) عندما كان طالباً في كلية وارتون في جامعة بنسلفانيا في أواخر الستينيات، وحاجج في رسالته التي منح على أساسها درجة الماجستير في إدارة الأعمال، بأن الدين ينبغي أن يدار ضمن المؤسسة لا بوصفه مورداً لرأس المال فحسب، ولكن بوصفه تحوطاً ضد الأوضاع الحالية في السوق، وفي الوقت الصحيح، وفي أي سوق، كانت السندات منخفضة التصنيف تتفوق على الأوراق المالية الأعلى منها عائداً، وإن كان معدل حالات إخفاقها أعلى من السندات ذات العائد الأعلى، وبعد تخرجه طبّق ميلكين نظريته على نحو نشط، وكما قالت مجلة فوربس في عام (1992م): «باستعمال نظريته الثاقبة، والعمل يوماً خمس عشرة ساعة، ومن خلال قوة تركيز لا تصدق، تمكن من بناء شركة سمسرة متوسطة

الحجم- أصبحت دريكسيل بيرنهام لامبرت- في خضم الجو المفرع لول ستريت».

قام بذلك عن طريق تطوير سوق للسندات مرتفعة العائد، ومنخفضة التصنيف، وأطلق عليها الآخرون اسم (الخردة)، لكن ميلكين لم يسمها بذلك؛ أبلغ مجلة فوربس: «إنه ليشر فني أن أدعوها بذلك؛ إنها أدوات دّين يجري تداولها على أساس أخطار الائتمان التي تنطوي عليها الشركة أو الصناعة أكثر منها على أساس تحركات أسعار الفائدة؛ لها الخصيصة القانونية التي للدين، ولكن إذا ساءت الأمور، فإنك على وجه العموم تصبح أول دائن تستحوذ على حقوق حامل الأسهم». لقد كان ناجحًا كثيرًا من ناحية العثور على العملاء، حتى إنه حول انتباهه إلى إيجاد مزيد من السندات ليبيعها وإلى العمل بوصفه ضامنًا لإصدارات السندات المنخفضة التصنيف للشركات الكبيرة والصغيرة، وبما أنها كانت تتعدى على دور المصارف بوصفها مصادر لتمويل الدين، أصبحت السندات المنخفضة التصنيف تشكل الأداة ذات العلاقة الأوثق بعمليات شراء الشركات عن طريق الاقتراض، والأسوأ سمعة لعلاقتها بعمليات الاستحواذ القسرية.

عندما بدأ ميلكين العمل في عام (1970م)، كان حجم سوق السندات المنخفضة التصنيف لا يتعدى (6) مليارات دولار؛ وفي الوقت الذي غادر فيه، بعد اعترافه بالذنب لارتكابه خروقات لقوانين الأوراق المالية في عام (1989م)، كانت هذه السوق قد بلغت (210) مليارات دولار، وأعادت بالفعل هيكلية النظام المالي الأمريكي، ولكن تبعًا لنظرية ميلكين الخاصة، فإن السندات ذات التصنيف المخفض تعدُّ استثمارًا جيدًا في بعض الأوقات، وفي ظل ظروف سائدة معينة- وليس في الأوقات كلها. وفي أواخر الثمانينيات نصح عملاءه باستبدال الدين بالأسهم ولكن قليلًا منهم أعطاه أذنًا صاغية.

استمرت سوق السندات منخفضة التصنيف بالاحتدام، وكان الإقبال عليها شديداً حتى عام (1988م)، حين تعرضت للاهتزاز بسبب بعض حالات الإخفاق المالي غير المعززة، وفي الوقت نفسه تعرضت مصداقية دريكسيل للانتكاسة بسبب إخفاقها في إنقاذ إصدار متعثر كانت قد ضمنتها، وباتهامات صدرت ضدها عن هيئة تبادل الأوراق المالية، ناهيك عن أن هيئات حكومية أخرى كانت تحكم قبضتها على تجارة السندات منخفضة التصنيف، فيما كسب نواب عامون قضايا إدانات واعتراف بالذنب رفعت ضد ميلكين وتجار آخرين، وفي نهاية المطاف أدلى الكونغرس بدلوه أيضاً، وكان عدد من النواب قد أعربوا بحدة عن عدم رضاهم عن حمى الاستحواذات التي كان مُؤمّل أساساً باستعمال السندات منخفضة التصنيف، والتي اجتاحت الشركات الأمريكية في نهاية الثمانينيات، وفي عام (1989م) أجاز الكونغرس قانون إصلاح المؤسسات المالية وإنعاشها وتطبيق اللوائح عليها (أف.آي.آر.آر.اي.ايه)، وهو ما أرغم مصارف التوفير على التخلص مما لديها من السندات المنخفضة التصنيف باستثناء جزء قليل منها، ونتيجة لذلك انهارت السوق، وتحملت مؤسسات التوفير والإقراض معظم العبء، وتوقف عدد منها عن العمل.

لم تذهب السندات المنخفضة التصنيف بعيداً بعد هذا الهبوط؛ لقد انتعشت في نهاية المطاف، وبقيت تمثل استثماراً حيويًا وضرراً من ضروب التمويل المحترم، وكما قال ميلكين عندما تحدث عن بداية عمله في هذا المضمار في أوائل السبعينيات: «إن الاستثمار في ديون قطاع الأعمال الأمريكي كان أفضل الاستثمار، لا أسوأه».