

الفصل الواحد والعشرون

الدمج، الإقتناء،
والشركة القابضة

**MERGERS,
ACQUISITIONS,
AND THE HOLDING
COMPANY**

21

الدمج والاقْتناء والشركة القابضة

**MERGERS, AQUISITIONS, AND THE
HOLDING COMPANY**

مقدمة

ذكر في فصل الموازنة الرأسمالية أن النمو هدف مرغوب به كثيراً في شركات الأعمال، وأنه لتحقيق هذا النمو تقوم الشركات بعمل انفاقات رأسمالية على مشاريع استثمارية سنوياً هدفها توسيع الطاقة الانتاجية، تحسين المنتجات وطرق الانتاج الحالية، وازضافة منتجات جديدة أو خلق طرق انتاجية جديدة. من الممكن تسمية ذلك بالنمو الداخلي Internal Growth. ومن الممكن للشركات أن تنمو خارجياً External Growth عن طريق الدمج أو الاقْتناء أو بتشكيل شركات قابضة، أو ما يسمى أيضاً بضميات الأعمال Business Combinations. يبحث هذا الفصل أشكال ضميات الأعمال الثلاثة المذكورة من حيث المفهوم والأسباب والآلية والميزات لكل منها.

الدمج واقتناء Mergers and Acquisitions

الدمج Merger واقتناء Acquisition هما شكلان من أشكال انضمام الشركات إلى بعضها للإستفادة من مقدرات تكاملية متوفرة لديها. والدمج هو عبارة عن عملية ضم لشركتين أو أكثر تحلُّ بموجبه الشركات الداخلة في العملية وتؤسس شركة جديدة. ويحدث هذا غالباً بين شركات متقاربة في الحجم بحيث تذوب كيانات الشركات القديمة كلياً ويتم تبديل أسهمها العادية بأسهم في الشركة الجديدة. أما الاقتناء فهو عملية ضم لشركتين أو أكثر تزول من الوجود قانونياً بموجبها كل الشركات الداخلة في العملية باستثناء واحدة تبقى عاملة باسمها وكيانها القانوني الأصلي. وتقوم الشركة الباقية في هذه الحالة باقتناء موجودات ومطلوبات الشركات الأخرى. تحدث عملية الاقتناء عادة عندما تقوم شركة كبيرة بشراء حصة ملكية في شركة أصغر منها تمكنها من السيطرة Control عليها. وتعتبر أدبيات علم التمويل أن الدمج هو المفهوم الأعم والأوسع، لذلك يشار إلى الاقتناء على أنه دمج مراراً في الكتابات حول الموضوع. وقد يحدث ذلك في الشرح الذي سيلبي مما استوجب التنبيه.

أسباب الدمج

هناك أسباب متعددة لاندماج الشركات. وهذه الأسباب ليست مستقلة تماماً عن بعضها البعض، بل يوجد ترابط فيما بينها. كذلك فإنه عندما تبدأ عملية دمج، فإن الحافز لها يكون عادة مجموعة من الأسباب وليس سبباً واحداً. وسيتم فيما يلي استعراض وبحث أهم الأسباب التي تدعو الشركات للدمج.

النمو

لعلَّ أهم الأسباب لاندماج الشركات هو الحصول على معدل نمو عالٍ. فالنمو هدف استراتيجي تسعى إليه معظم الشركات. وتستطيع الشركة أن تحقق النمو داخلياً من طريق عمل استثمارات رأسمالية جديدة وتنفيذ مشاريع رأسمالية كما بحثنا في فصل الموازنة الرأسمالية. كذلك تستطيع الشركة أن تحقق النمو المرغوب خارجياً وذلك من طريق الدمج. وقد يفضل النمو الخارجي على النمو الداخلي لأنه أرخص وأسرع وأسهل.

إن النمو الخارجي أرخص عادة لأنه في عالم التضخم الذي نعيش فيه يلاحظ أن أسعار الآلات والتجهيزات الرأسمالية ترتفع باستمرار وكذلك تكاليف البناء. ينتج عن ذلك أن تكلفة استبدال Replacement Cost الموجودات الرأسمالية Capital Assets تكون أعلى من قيمتها في السوق Market Value، أي أن نسبة القيمة السوقية إلى قيمة الاستبدال للموجودات تكون أقل من الواحد. هذا يعني أنه إذا أرادت شركة أن تقوم بتوسع كبير وأساسي في طاقتها الانتاجية، فإنه من الأرخص لها أن تشتري شركة أخرى تنتج السلعة المرغوبة عوضاً من أن تقوم بتنفيذ التوسعات المطلوبة في منشأتها.

بالإضافة إلى ذلك، إن اقتناء شركة أخرى جاهزة أسرع بكثير من انتظار انتهاء الأعمال الهندسية المدنية والكهربائية والميكانيكية وعمليات التجريب التي يتطلبها تنفيذ الاستثمارات الرأسمالية الجديدة في معامل الشركة. وقد تستغرق هذه الأعمال فترة زمنية طويلة تزداد الأسعار خلالها ما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف المشاريع الجديدة عما كان مقدراً لها. ولعلّه من الواضح أيضاً أن عملية شراء شركة جاهزة بتنظيمها وإدارتها وموظفيها وعمالها ومقدراتها الانتاجية والتسويقية والتمويلية أكثر سهولة وأقل مخاطرة من بناء الهياكل والمقدرات وتأهيل الطاقات البشرية من جديد.

اقتصاديات التشغيل واقتصاديات الحجم الواسع

ينتج عن الشركات في معظم الأحيان وفورات في عمليات التشغيل تدعى اقتصاديات التشغيل Operating Economies، ووفورات في عمليات الانتاج تدعى اقتصاديات الحجم الواسع Economies of Large Scale. بالتحديد عندما تندمج شركتان فإنه من الممكن تخفيض النفقات الإدارية بشكل هام من حيث تخفيض عدد المدراء الرئيسيين، دمج بعض الدوائر الإدارية مثل شؤون الموظفين، والمشتريات، والمحاسبة، والتمويل، والتسويق وتخفيض عدد العاملين فيها وإلغاء المنشآت المزدوجة المرتبطة بها. وتقدم عملية الدمج بين شركتين في كثير من الحالات فرصة قيمة لإعادة النظر في احتياجات الموظفين، الإبقاء على وترقية الموظفين والمديرين أصحاب الكفاءة والمقدرة، والتخلص من الموظفين والمديرين الذين يقومون بعملهم بأساليب بيروقراطية.

كذلك فإن دمج شركتين قد يؤدي إلى وفورات هامة ناتجة عن استغلال أحسن

للطاقات المتاحة في الإنتاج والصيانة والتوزيع والتخزين، وحتى في التمويل. تنتج هذه الوفورات من اقتصاديات الحجم الواسع. بالتحديد، لا بد لإنشاء ورشات صيانة متكاملة ووحدات توزيع وتخزين فعالة من حد أدنى من الطاقة الانتاجية أو الاستيعابية لكي تكون هذه الورشات والوحدات اقتصادية. ولكن هذه المنشآت قد لا تكون مستغلة بالكامل قبل الدمج مما يعني أن التكلفة الوسطية Average Cost لها مرتفعة. إن عملية الدمج وما ينتج عنها من زيادة معدلات الاستخدام لهذه المنشآت يؤدي إلى تخفيض تكلفتها الوسطية.

يستفاد من اقتصاديات التشغيل والحجم الواسع في عمليات الدمج الأفقي Horizontal Merger والدمج العمودي Vertical Merger. ويحدث الدمج الأفقي عندما تندمج شركتان تعملان في ذات فرع الصناعة. ويتم تحقيق وفورات في هذه الحالة من إلغاء الإنشآت المزدوجة والاستغلال الأحسن للطاقات المتاحة. ويحدث الدمج العمودي عندما يؤدي دمج شركتان إلى تكامل إلى الأمام Forward Integration أي باتجاه المستهلك النهائي، أو إلى تكامل إلى الخلف Backward Integration أي باتجاه المادة الأولية. ويوفر الدمج العمودي على أقل تقدير أرباح الشركة التي تكمل مراحل تصنيع المنتج وتوصيله إلى المستهلك النهائي (تكامل إلى الأمام)، أو يوفر أرباح الشركة المنتجة للمادة الأولية (تكامل إلى الخلف). هذا إذا لم نأخذ بعين الاعتبار عمولات الشركات الوسيطة. إن التكامل إلى الخلف هو العامل الرئيسي وراء عمليات الدمج بين شركات البترول حيث تعتمد شركة عندها قدرات كبيرة في الإنتاج والتكرير والتوزيع ولكنها محدودة في احتياطات البترول الخام باقتناء شركات تملك آباراً ذات احتياطات كبيرة من البترول الخام. كذلك فإن التكامل إلى الأمام يعتبر الحافز الأساسي وراء توجه شركة منتجة للبترول الخام للاندماج مع شركة تكرير (مصافي) بترول ومع شركة توزيع مشتقات نفطية إلى المستهلك النهائي.

يستنتج مما تقدم أن دمج شركتين يؤدي إلى وفورات هامة في التكاليف وزيادات مماثلة في الأرباح. وتدعى هذه النتيجة بتأثير الوفر Synergy Effect، وتعني بالتحديد أن قيمة الشركة الناتجة عن الدمج أكبر من حاصل جمع قيمة الشركتين عندما تكونان منفصلتين، أي أن $3 = 1 + 1$.

تنوع المنتجات

إن تنوع نشاطات العمل Diversification of Business Activity قد يكون أحد الأسباب التي تجعل الشركات تفكر بالدمج. فقد ترغب شركة بتخفيض خطر التقلب في أرباحها الناتج عن تغيرات الطلب والتكلفة، أي ما يسمى بخطر الأعمال، بالاندماج مع شركة أخرى بحيث يكون معامل ارتباط إيرادات الشركتين سلبياً إذا أمكن أو ارتباطاً إيجابياً ضئيلاً أقل من واحد، كما رأينا في الفصل (١١). بذلك تكون الشركة قد خفضت من التقلبات في أرباحها وجعلتها أكثر استقراراً. إن الهدف عادة من الدمج بين شركات في نشاطات غير متشابهة Conglomerate Merger هو توزيع مخاطر الأعمال. فإذا أصاب الركود أحد نشاطات العمل وأدى إلى انخفاض الإيرادات والأرباح منه، فإنه سيكون هناك نشاطات عمل أخرى غير متأثرة تعوض عن هذه الخسارة.

التمويل

هناك نوعان من العوامل التمويلية التي قد تكون حافزاً لدمج شركتين. أولاً: إذا كانت شركة تستعمل الدمج كاستراتيجية للنمو، فإنه يهملها أن تقتني شركات أخرى تتوفر عندها سيولة نقدية كبيرة و/أو لديها استطاعة على الاقتراض غير مستعملة Unused Borrowing Capacity. ذلك لأن الشركة المقتنية Acquiring Firm تستطيع أن تستعمل السيولة النقدية الموجودة عند الشركة المقتناة Acquired Firm وأن تستغل طاقة الأخيرة الاستيعابية على الاقتراض لإتمام برنامج توسعها واقتناء شركات أخرى. ثانياً: إن النمو عن طريق الدمج يوفر على الشركة استعمال سيولتها النقدية أو الاقتراض لتمويل استثمارات رأسمالية جديدة. ففي حالة الاقتناء تتم العملية بتبادل الأسهم Exchange of Stock بين الشركتين.

تكامل المقدرات

من الأسباب الأخرى للدمج وجود مقدرات معينة عند شركة لا تملكها شركة أخرى ولكنها ترغب بالحصول عليها. فمثلاً قد تقوم شركة باقتناء شركة أخرى سعياً وراء التنظيم، أو المقدرة التسويقية أو مختبرات البحث والتطوير للشركة الأخيرة لأن هذه المقدرات تكمل احتياجات الشركة الأولى. كذلك إذا كان هناك عدد من الشركات الضعيفة

في صناعة ما، فإن دمج بعض الشركات العاملة في هذه الصناعة بما يتناسب مع تكامل مقدراتها الانتاجية والفنية والتسويقية والتمويلية والإدارية... الخ قد يساعد على ظهور شركات أكثر فعالية في تلك الصناعة.

أسباب شخصية

في النهاية يجب عدم إغفال الأسباب الشخصية للدمج والتي يمكن تلخيصها بكلمة واحدة هي السيطرة Control على صناعة ما. فقد يرغب أحد الممولين الكبار بالسيطرة على صناعة الإعلام مثلاً في بلد ما، فيقوم باقتناء المؤسسات الصحفية ووكالات الإعلام العاملة في تلك الصناعة لإحكام سيطرته عليها. ولكنه يوجد في معظم البلاد قوانين لمواجهة التحكم والسيطرة على صناعة من قبل أحد الشركات أو الأفراد.

كيف تتم عملية الاقتناء عملياً؟

سنورد فيما يلي مثالين عمليين عن كيف تتم عملية الاقتناء لايضاح الاجراءات المتبعة في هذه الحالات.

مثال أول

كان سهم شركة المرطبات يباع في السوق في حدود ٢٨ إلى ٣٦ ديناراً في عام ١٩٩٢، وتحسن إلى مدى ٣٢ إلى ٥٤ ديناراً عام ١٩٩٣، ثم إلى مدى ٤٥ إلى ٧٧ ديناراً عام ١٩٩٤. في أيار ١٩٩٥ قامت شركة الأغذية العامة بتقديم عرض رضائي Tender Offer بـ ٦٩ ديناراً للحصول على ١,٥ مليون (١٥ بالمئة) من أسهم شركة المرطبات، لكن مجلس إدارة شركة المرطبات رفض العرض على اعتبار أن السعر المعروض للسهم العادي قليل. في حزيران ١٩٩٥ قامت شركة الشرق للمواد الغذائية بتقديم عرض آخر بسعر ٧٧ ديناراً للسهم بهدف اقتناء ٤٥ بالمئة من أسهم شركة المرطبات. لكن شركة المرطبات وجدت عرضاً مناسباً من شركة السمن والزيوت والمواد الغذائية في تموز ١٩٩٥ ووافقت عليه. يتضمن العرض أن تدفع شركة السمن والزيوت والمواد الغذائية مبلغ ٩١ ديناراً بالسهم لـ ٤٠ بالمئة من أسهم شركة المرطبات، وأن تبادل ١,٦ من أسهمها مقابل كل

سهم من الـ ٦٠ بالمئة المتبقية من أسهم شركة المرطبات، بحيث تصبح اجمالي قيمة العملية من نقد مدفوع وأسهم متبادلة ٧٣٠ مليون دينار.

مثال ثانٍ

صرح ناطق باسم شركة وسترن إيرلاينز أن مجلس إدارتها قد قبل بعرض رضائي من دلتا إيرلاينز بسعر ١٢,٥٠ دولاراً للسهم، أو ما قيمته ٨٦٠ مليون دولار للشركة ككل. وبحسب شروط الاتفاقية سيتلقى مساهمو وسترن ٦,٢٥ دولار نقداً زائداً جزء من السهم العادي لشركة دلتا قيمته ٦,٢٥ دولار لكل سهم من أسهم وسترن. وستتم عملية الدمج بعد موافقة مساهمي الشركتين والسلطات الوصائية Regulatory Authorities.

إن أهم عامل في عملية الدمج هو أن شبكة خطوط الشركتين تكمل بعضها بشكل مثالي. ذلك أن طائرات وسترن الـ ٨٩ تخدم الولايات الغربية وكندا والمكسيك. بينما تعمل طائرات دلتا الـ ٢٥٤ على خطوط تغطي أرجاء كافة الولايات المتحدة الأمريكية. وبسبب المنافسة الحادة بين شركات الطيران الناتجة عن رفع القيود Deregulation عن صناعة الطيران، أصبحت هناك اتجاهات قوية نحو الاندماج ما بين الشركات العاملة للسيطرة على السوق.

وقد كان سهم وسترن أكثر الأسهم نشاطاً في بورصة نيويورك للأسهم يوم الثلاثاء بحيث أغلق بسعر ١١,٦٢ دولاراً أي بزيادة ١,٥٠ دولار عن الإغلاق السابق. وبقي سعر سهم دلتا دون تغير عند ٤٢,١٢ دولاراً. وكانت وسترن قد خسرت ٤٠٠ مليون دولار من ١٩٨٠ حتى ١٩٨٤. لكنها استعادت عافيتها وربحت ٦٧,١ مليون دولار عام ١٩٨٥. أما دلتا فإنها ما زالت من أكثر الشركات ربحية في الصناعة. وفي شهر تموز نشرت وسترن نتائج أعمال الربع الثاني لعام ١٩٨٦ الذي أظهر عن خسارة قدرها ١٣ مليون دولار بالمقارنة مع ٣١,٧ مليون دولار ربح صافي للربع عينه من عام ١٩٨٥. ويعود السبب في الخسارة إلى حرب أسعار التذاكر بين شركات الطيران^(١).

يلاحظ مما تقدم أن أهم شروط الدمج هي السعر المعروف للسهم بالمقارنة مع سعر السهم في السوق، نسبة تبادل الأسهم، ومزيج الدفع النقدي وتبادل الأسهم في إجمالي عملية الاقتناء. وسيتم ايضاح شروط الدمج هذه وكيفية تأثيرها من خلال مثال رقمي فيما بعد.

العوامل الواجب تحليلها في تقييم عملية اقتناء

عندما تنضم شركتان إلى بعضهما يجب تحديد نسبة لتبادل الأسهم Stock Exchange Ratio تتم على أساسها عملية الاقتناء. ولتقييم جدوى عملية الاقتناء يجب تحليل تأثير نسبة التبادل على الأرباح بالسهم، الجارية والمستقبلية، وعلى سعر السهم في السوق. فالهدف دوماً هو تعظيم ثروة المساهمين بزيادة الأرباح بالسهم، وأهم من ذلك زيادة سعر السهم في السوق. وهناك عاملان آخران يجب أخذهما بعين الاعتبار في تقييم عملية الاقتناء وهما القيمة الدفترية للسهم، بالأخص عندما لا تكون هناك قيمة سوقية يمكن الاعتماد عليها، وصافي الموجودات المتداولة بالسهم كمقياس للسيولة التي يمكن الحصول عليها من عملية الاقتناء. وسنبحث كلاً من هذه العوامل بالتفصيل مع ايضاحات الأمثلة الرقمية اللازمة.

التأثير الفوري على الأرباح بالسهم

لعلّ أهم جوانب تقييم عملية اقتناء هو تحليل تأثيرها الفوري على الأرباح بالسهم EPS للشركة الباقية. والسبب في ذلك أن التأثير على الأرباح بالسهم يمكن تحديده بكل دقة، بينما يصعب التنبؤ بالتأثير على سعر السهم في السوق لكثرة العوامل التي تؤثر عليه. لذلك فإن مدراء الشركات والمساهمين يضعون أهمية خاصة على التأثير الفوري للدمج على الأرباح بالسهم. وسيتم شرح وإيضاح ذلك باستعمال مثال رقمي.

مثال رقمي

لنفترض أن الشركة (أ) تدرس امكانية اقتناء الشركة (ب) بطريقة تبادل الأسهم. فيما يلي بعض المعلومات المالية المنتقاة للشركتين قبل عملية الاقتناء:

الشركة (أ)	الشركة (ب)	
٢٠٠,٠٠٠ دينار	٥٠,٠٠٠ دينار	اجمالي الأرباح
٥٠,٠٠٠ سهم	٢٠,٠٠٠ سهم	عدد الأسهم العادية
٤ دينار	٢,٥٠ دينار	الأرباح بالسهم
٤٦ دينار	٢٠ دينار	سعر السهم في السوق
١١,٥ مرة	٨ مرة	نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم (PE)

لنفترض أن الشركة (أ) قدمت عرضاً لاقتناء كامل أسهم الشركة (ب) بسعر ٢٣ ديناراً للسهم، أي بزيادة قدرها ١٥ بالمئة عن سعر السوق. هذا يعني أن نسبة تبادل الأسهم قد حددت بـ $٢٣ \div ٤٦ = ٢$ ، أي سهم واحد من أسهم شركة (أ) لكل سهمين من أسهم شركة (ب). هذا يرتب على الشركة (أ) إصدار ١٠,٠٠٠ سهم جديد ($٢ \div ٢٠,٠٠٠$) لاقتناء الشركة (ب). بافتراض بقاء أرباح الشركتين بعد الدمج على حالهما، فإن تأثير الدمج الفوري على الأرباح بالسهم للشركة الباقية أي (أ) يمكن قياسه كالاتي:

الشركة الباقية (أ)

السعر المعروف لسهم (ب)	٢٣ دينار	٣٤ دينار
نسبة تبادل الأسهم	٢	١,٣٥٢٩
الأرباح	٢٥٠,٠٠٠ دينار	٢٥٠,٠٠٠ دينار
عدد الأسهم	٦٠,٠٠٠ سهم	٦٤,٧٨٣ سهم
الأرباح بالسهم	٤,١٧ دينار	٣,٨٦ دينار

يلاحظ أن هناك تحسناً فورياً Accretion قد طرأ على الأرباح بالسهم لمساهمي شركة (أ) بعد الدمج حيث ارتفعت الـ EPS من ٤ إلى ٤,١٧ دينار. لكن مساهمي شركة (ب) السابقين يصابون بانخفاض (انحلال) في الأرباح بالسهم. ففي حين كان كل سهمين من أسهم الشركة (ب) يكسبان ٥ دينار ($٢ \times ٢,٥٠$) أرباح بالسهم، فإن سهم الشركة (أ) الذي أصبحوا يحملونه الآن يكسب ٤,١٧ دينار، أي أقل بـ ٠,٨٣ دينار.

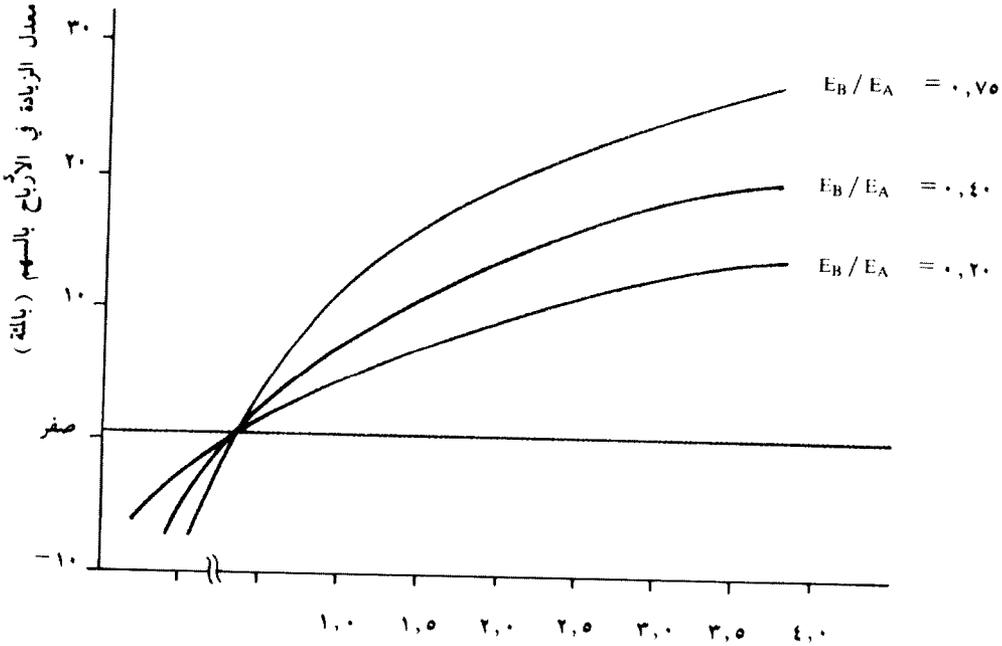
لنعد هذه الحسابات الآن باستعمال سعر أعلى لشراء سهم الشركة (ب) ولنفترض أن الشركة (أ) قدمت عرضاً بـ ٣٤ دينار للسهم لاقتناء أسهم الشركة (ب)، أي بزيادة قدرها ٧٠ بالمئة عن سعر السوق. إن نسبة تبادل الأسهم في هذه الحالة تساوي إلى ٤٦ ÷ ٣٤ = ١,٣٥٢٩، أي سهم من شركة (أ) لكل ١,٣٥٢٩ من أسهم شركة (ب). بالتالي فإن على الشركة (أ) أن تصدر ١٤,٧٨٣ سهماً جديداً (٢٠,٠٠٠ ÷ ١,٣٥٢٩). في هذه الحالة إذا بقيت أرباح الشركتين بدون تغيير، فإن عملية الاقتناء تؤدي إلى انحلال أولي Initial Dilution في الأرباح بالسهم التي ستخفض من ٤ إلى ٣,٨٦ دينار. ويحدث عادة انحلال في الأرباح بالسهم في أي وقت تكون فيه نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم PE المدفوعة للشركة المقتناة أكبر من الـ PE للشركة المقتنية. في مثالنا الـ PE المدفوعة للشركة المقتناة تساوي إلى ١٣,٦ = ٣٤ ÷ ٢,٥٠ أكبر من الـ ١١,٥ PE للشركة (أ). أما عندما كان السعر المعروض ٢٣ دينار للسهم، كانت الـ PE المدفوعة للشركة (ب) ٩,٢ أقل من ١١,٥ PE للشركة (أ) لذلك كان هناك زيادة في الأرباح بالسهم بعد الدمج. يتبين من هذا المثال مدى أهمية السعر المعروض لسهم الشركة المراد اقتناؤها وبالتالي نسبة تبادل الأسهم المعتمدة عليه في تحديد ما إذا كان سيحدث زيادة أو نقصان أولي في الأرباح بالسهم بعد الدمج. لذلك تبقى نسبة تبادل الأسهم من أهم العوامل الخاضعة للمفاوضات في عملية الدمج.

بصورة عامة، من الممكن حدوث زيادة أو نقصان فورية في الأرباح بالسهم إثر دمج شركتين. إن مقدار هذه الزيادة أو النقصان يعتمد على الفرق في نسبة سعر السهم على الأرباح بالسهم للشركتين PE Ratios وعلى حجم الشركتين مقاساً باجمالي الأرباح. بالتحديد كلما كانت نسبة السعر بالسهم إلى الأرباح بالسهم PE Ratio العائدة للشركة المقتنية أكبر بالمقارنة إلى تلك العائدة إلى الشركة المقتناة، وكلما كانت أرباح الشركة المقتناة أكبر بالمقارنة مع أرباح الشركة المقتنية، كانت نسبة الزيادة في الأرباح بالسهم للشركة المقتنية أكبر. إن هذه العلاقات يمكن ايضاحها بالشكل (٢١ - ١). يقيس الشكل على المحور الأفقي نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم للشركة المقتنية على نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم للشركة المقتناة أي $(PE)_A / (PE)_B$. ويقيس على المحور العامودي معدل الزيادة في الأرباح بالسهم للشركة الباقية. وتبين المنحنيات الثلاثة

المرسومة داخل الشكل أن معدل الزيادة في الأرباح بالسهم يكون أكبر كلما ازدادت نسبة $(PE)_A$ / $(PE)_B$ ولأي نسبة معطاة لأرباح الشركة المقتناة على أرباح الشركة المقتنية E_B / E_A . هذا إذا تحركنا على كل من المنحنيات الثلاثة بمفرده. ولكن يلاحظ أيضاً أن معدل الزيادة في الأرباح بالسهم لأي نسبة $(PE)_A / (PE)_B$ يكون أكبر إذا ازدادت نسبة أرباح الشركة المقتناة إلى أرباح الشركة المقتنية E_B / E_A .

الشكل (٢١ - ١)

العلاقة بين نسبي الأرباح بالسهم ونسبي الـ PE لشركتين مقتنية ومقتناة وتأثير ذلك على معدل التغير في الأرباح بالسهم



$$\frac{(PE)_A}{(PE)_B} = \frac{\text{نسبة سعر السهم إلى الأرباح للشركة المقتنية}}{\text{نسبة سعر السهم إلى الأرباح للشركة المقتناة}}$$

التأثير على الأرباح بالسهم المستقبلية

إن التحليل المقدم أعلاه قد يقود إلى الاستنتاج بأن عملية الاقتناء التي تؤدي إلى انحلال أولي في الأرباح بالسهم هي غير مجدية. إن مثل هذا الاستنتاج غير دقيق وقد يكون بعيداً عن الصحة لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار تأثير معدل نمو الأرباح المستقبلية الناتج عن عملية الدمج. فمثلاً إذا كان معدل نمو أرباح الشركة المقتناة (ب) أكبر من معدل نمو أرباح الشركة المقتنية (أ)، فإن عمليات الاقتناء قد تكون مجدية حتى ولو نتج عنها انحلال أولي في الأرباح بالسهم لمساهمي الشركة المقتنية (أ). ذلك لأن معدل النمو الأعلى لأرباح الشركة المقتناة (ب) قد يؤدي في النهاية، أي بعد بضع سنوات، إلى أرباح بالسهم أعلى لمساهمي الشركة المقتنية (أ). ومن الممكن الافتراض أن معدل النمو الجديد لأرباح الشركة المقتنية هو وسطي مثقل لمعدل نمو الشركتين، بحيث تؤخذ أرباح الشركتين قبل الدمج كأوزان.

في مثالنا لنفترض أن معدل نمو الأرباح المتوقع لشركة (أ) هو ٥ بالمئة وأن معدل نمو الأرباح المتوقع للشركة (ب) هو ١٥ بالمئة. أن معدل النمو الجديد للشركة (أ) بعد الدمج يساوي إلى ٧ بالمئة محسوباً كالتالي:

معدل النمو	الوزن	حاصل الضرب
٠,٠٥	× ٠,٨٠	= ٠,٠٤
٠,١٥	× ٠,٢٠	= ٠,٠٣
<hr/>		
معدل النمو المثقل = المجموع	=	٠,٠٧

وباستعمال معدل النمو الجديد من الممكن حساب الفترة الزمنية (عدد السنوات) اللازمة لارتفاع الأرباح بالسهم للشركة (أ) إلى مستواها ما قبل الدمج. بالتحديد، إن الأرباح بالسهم للشركة (أ) قبل الدمج كانت ٤ دينار، وكان متوقعاً أن تنمو بمعدل ٥

بالمئة. بعد الدمج أنخفضت الأرباح بالسهم إلى ٣,٨٦ دينار، لكن معدل النمو المتوقع ارتفع إلى ٧ بالمئة. ويتم الحصول على عدد السنوات اللازم لعودة الأرباح بالسهم إلى مستواها قبل الدمج بحل المساواة التالية لتحديد قيمة (n)، وذلك كما يلي:

$$E_0 (1 + g_0)^n = E_1 (1 + g_1)^n$$

بحيث أن:

$E_0 =$	الأرباح بالسهم قبل الدمج
$E_1 =$	الأرباح بالسهم بعد الدمج
$g_0 =$	معدل نمو الأرباح قبل الدمج
$g_1 =$	معدل نمو الأرباح بعد الدمج
$n =$	عدد سنوات التعادل

ويحل المعادلة يتبين أن عدد السنوات المطلوب للتغلب على الانحلال الأولي في الأرباح وعودة الأرباح بالسهم إلى مستواها قبل الدمج هو ستان، حسبت كما يلي:

$$^2(1,07) 3,86 = ^2(1,05) 4$$

بافتراض أن (n) تساوي إلى ٢ تؤخذ قيمة عامل الفائدة من جدول القيمة المركبة،

فينتج:

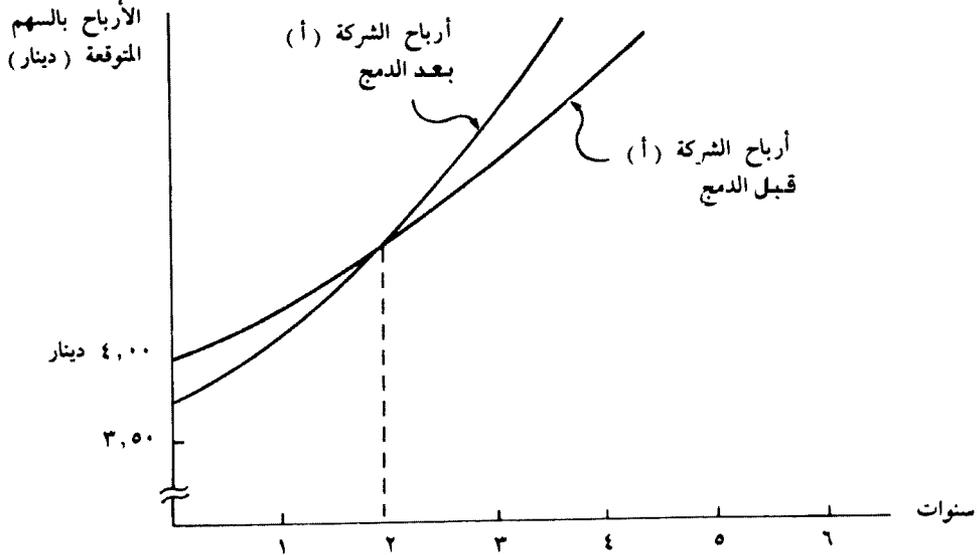
$$(1,1449) 3,86 = (1,1025) 4$$

$$4,42 = 4,41$$

كذلك من الممكن الحصول على عدد السنوات اللازم هندسياً برسم منحنى للأرباح بالسهم المستقبلية من دون دمج، ومنحنى آخر للأرباح بالسهم المستقبلية بعد الدمج. وبما أن الأرباح بالسهم الأولية (التقاطع) ومعدلي نمو الأرباح بالسهم مختلفة، فإن هذين المنحنيين

الشكل (٢١ - ٢)

تأثير اختلاف معدلات النمو على الأرباح بالسهم المستقبلية للشركة



سيتقاطعان بالضرورة كما هو مبين في الشكل (٢١ - ٢). إن عدد السنوات المقابل لنقطة التقاطع هو اللازم لعودة الأرباح بالسهم للشركة (أ) إلى مستواها الأصلي قبل الدمج، ويساوي إلى سنتين.

التأثير على القيمة السوقية للسهم

إن تأثير الدمج على القيمة السوقية لسهم الشركة الباقية (المقتنية) يعتمد على ما سيحدث للأرباح بالسهم ولنسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم PE بعد عملية الدمج. فإذا بقيت نسبة الـ PE للشركة المقتنية على حالها، فإن سعر السهم في السوق سيتحسن إذا كان هناك زيادة فورية في الأرباح بالسهم كنتيجة لعملية الدمج. في مثالنا إذا بقيت الـ PE مساوية لـ ١١,٥ وازدادت الأرباح بالسهم إلى ٤,١٧ دينار، فإن سعر السهم في السوق سيزداد من ٤٦ إلى ٤٨ ديناراً (٤,١٧ × ١١,٥). أما إذا حصل انحلال أولي في الأرباح

بالسهم، فإن سعر السهم سينخفض إذا بقيت الـ PE ثابتة. في مثالنا، إذا انخفضت الأرباح بالسهم إلى ٣,٨٦ ديناراً وبقيت الـ PE على حالها، فإن سعر السهم في السوق سينخفض إلى ٤٤,٤ ديناراً. لكنه من الممكن أن يرفع المستثمرون في السوق نسبة الـ PE لقناعتهم بالفوائد والوفورات الاقتصادية الناجمة عن عملية الدمج وتوقعهم أن تزداد أرباح الشركة في المستقبل. في هذه الحالة فإن سعر السهم في السوق سيتحسن حتى ولو حدث انحلال أولي في الأرباح بالسهم. في مثالنا إذا افترضنا أن نسبة الـ PE ارتفعت إلى ١٢,٥، فإن سعر السهم في السوق سيرتفع إلى ٤٨,٢٥ ديناراً، بالرغم من تدني الأرباح بالسهم إلى ٣,٨٦ دينار.

مرة أخرى تبرز أهمية السعر المعروض لسهم الشركة المراد اقتناؤها، لأن العلاوة التي تدفع على هذا السهم فوق سعره الجاري في السوق تحدد ما سيحدث للأرباح بالسهم للشركة المقتنية بعد الدمج كما رأينا فيما تقدم. لذلك فإن السعر المعروض للسهم هو من أهم العوامل في تحديد قيمة الدمج للشركة المقتنية. كذلك فإن العلاوة التي تقدم عادة تقع ما بين ١٠ - ٢٠ بالمئة فوق سعر السهم في السوق للشركة المراد اقتناؤها.

القيمة الدفترية للسهم

رأينا فيما تقدم أن سعر السوق لسهم الشركة المراد اقتناؤها عامل هام في عملية الدمج لأنه على أساسه يحدد السعر المعروض للسهم حيث يتراوح ما بين ١٠ - ٢٠ بالمئة فوق سعر السوق. ويعكس سعر السهم في السوق توقعات المستثمرين عن الأرباح المستقبلية المتوقعة، الأرباح الموزعة، خطر الأعمال، والخطر التمويلي للشركة. لذلك يعتبر سعر السهم في السوق مقياساً دقيقاً للأداء المتوقع للشركة، إذا كان السهم يتم تداوله في أسواق مالية كفوءة Efficient Financial Markets. ولكن إذا كانت الأسواق المالية التي يتم تداول السهم فيها غير كفوءة Inefficient. فإن هذا يعني أن سعر السهم في السوق لا يعكس قيمته الحقيقية وبالتالي لا يمكن اعتماده كأساس لتحديد السعر المعروض للسهم في عملية دمج.

في هذه الحالة، أو في حالة عدم وجود سوق أوراق مالية، أو في حالة كون القيمة

الدفترية للسهم أعلى بكثير من القيمة السوقية، يمكن اللجوء إلى تحليل القيمة الدفترية للسهم كخطوة أولى نحو تقدير القيمة الحقيقية للسهم. وتعتبر القيمة الدفترية للسهم عما قدمه المساهمون من رأسمال ملكية بشكل مباشر (أسهم عادية) أو غير مباشر (أرباح محتجزة واحتياطيات) لتمويل موجودات الشركة. كذلك يمكن اعتبار القيمة الدفترية كمقياس جزئي لقيمة الموجودات والمنشآت الرأسمالية التي تقدمها عملية الدمج. فإذا كانت إنتاجية هذه المنشآت منخفضة حالياً مما أدى إلى انخفاض سعر السهم في السوق، فإنه يؤمل أن تتحسن إنتاجية هذه الموجودات بسبب الوفورات الناتجة عن الدمج. لذلك فإن القيمة الدفترية للسهم تعتبر من العوامل التي يجب تحليلها في عملية الدمج.

صافي الموجودات المتداولة بالسهم

يقيس صافي الموجودات المتداولة بالسهم مقدار السيولة التي يمكن الحصول عليها من شركة ينظر بأمر اقتنائها. وكما ذكرنا سابقاً إن السعي وراء السيولة قد يكون أحد الأسباب الرئيسية وراء عملية الدمج. وتقوم الشركة المقتنية في هذه الحالة باستعمال السيولة المتوفرة لدى الشركة المقتناة لشراء شركات أخرى عوضاً عن الاقتراض أو تبادل الأسهم لتمويل عمليات الدمج.

معاملة الاقتناء كقرار موازنة رأسمالية

إن شراء شركة قائمة يمكن اعتباره مشابهاً تماماً لقرار الاستثمار في مشروع موازنة رأسمالية، وبالتالي يمكن تقييمه باستعمال طريقة خصم التدفقات النقدية. ويأخذ تقييم جدوى عملية الاقتناء بهذه الطريقة أهمية خاصة عندما لا توجد سوق أوراق مالية تتحدد من خلال عمليات التداول فيها قيمة سوقية للسهم، أو عندما تكون السوق المالية غير كفوءة ولا يمكن الوثوق بسعر السهم في السوق.

ويتم التحليل بتقدير التدفق النقدي الصافي (بعد الضريبة) المستقبلي الذي يتوقع أن تضيفه عملية الاقتناء، بعد طرح أي استثمارات جديدة. وتحسب القيمة الحالية لهذه التدفقات بخصمها بتكلفة الرأسمال للشركة المقتنية إذا كانت عملية الاقتناء لا تغير خطر أعمال الشركة. وبطرح ديون الشركة التي يدرس أمر اقتنائها (إن وجدت) من القيمة الحالية

للتدفقات النقدية الصافية تنتج القيمة الحقيقية لأسهم الشركة. وسيتم ايضاح ذلك باستعمال مثال رقمي.

مثال رقمي

لنفترض أن التدفقات النقدية الصافية المستقبلية والاستثمارات الضرورية قد قدرت للـ ٢٥ سنة القادمة كما يلي:

وسطي للسنوات (الف دينار)

٥-١ ٦-١٠ ١١-١٥ ١٦-٢٠ ٢١-٢٥

صافي التدفق النقدي ٢,٨٠٠ ٣,٠٠٠ ٢,٨٠٠ ١,٦٠٠ ٤٠٠

إذا كانت تكلفة الرأسمال ١٠ بالمئة، فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية تساوي ٢٣,٤٤٤,٥١٠ دينار. وعلى افتراض أن الشركة المرغوب اقتناؤها لا توجد لديها أية ديون، فإن القيمة الحالية المحسوبة تمثل السعر الأعظمي الذي يمكن أن تدفعه الشركة المقتنية إن كان بشكل نقدي أو بشكل تبادل أسهم لشراء الشركة المرغوب اقتناؤها.

لنجر الآن تحليلاً مقارناً لطريقتي التأثير على الأرباح بالسهم وخصم التدفقات النقدية لتقييم عملية اقتناء. تستهدف الطريقة الأولى معرفة ما إذا كانت عملية الاقتناء ستؤدي إلى زيادة في الأرباح بالسهم أو لا. أما الطريقة الثانية فتحدد السعر الأعلى الذي لا يجب تجاوزه لعملية الاقتناء. بصورة عامة إن طريقة التدفق النقدي تقيم عملية الاقتناء على المدى البعيد، بينما تركز طريقة الأرباح بالسهم على النتائج في المدى القصير. هذا يعني أن طريقة الأرباح بالسهم تظهر تحيزاً نحو عمليات الدمج التي ينتج عنها زيادة في الأرباح بالسهم في المدى القصير، وتستبعد عمليات الدمج التي تساهم في زيادة الأرباح بالسهم بعد عدة سنوات. يستنتج من ذلك أن الطريقتين مكملتان لبعضهما البعض ويقترح استعمالهما معاً في تقييم عمليات الاقتناء. وتعتبر طريقة التدفق النقدي ضرورية في حال عدم وجود سعر سوقي يمكن الوثوق به لسهم الشركة المرغوب اقتناؤها.

الشركة القابضة Holding Company

الشركة القابضة هي شركة تملك جزءاً من الأسهم التي لها حق التصويت تمكنها من السيطرة على شركة أخرى. وليس من الضروري أن يكون جزء الأسهم المطلوب ملكيته مساوياً لـ ٥١ بالمئة حتى تتم السيطرة Control. ففي الشركات التي تكون ملكيتها واسعة الانتشار (لا يوجد أي مساهمين كبار في الشركة)، يمكن السيطرة عليها بملكية ٢٠ بالمئة أو حتى ١٠ بالمئة من أسهمها القائمة. والسيطرة تعني هنا رسم السياسات التي تدير عليها الشركة الثانية وتوجيه إدراتها بما يتناسب مع مصالح الشركة القابضة. وتقدم الشركة القابضة بديلاً أرخص لاقتناء شركة أخرى. فعوضاً من اقتناء أسهم شركة أخرى بالكامل وبسعر للسهم أعلى من سعره في السوق بعلاوة، يمكن من طريق إنشاء شركة قابضة السيطرة على الشركة الأخرى بشراء جزء يسير من ملكيتها في بورصة الأسهم وبسعر السهم الجاري في السوق. أي أن حجم الاستثمار المطلوب للسيطرة على شركة أخرى في حالة الشركة القابضة أقل بكثير من الاستثمار المطلوب في حالة الاقتناء.

لعلّ أهم مميزات الشركة القابضة هو إمكانية خلق سلسلة هرمية Pyramiding من الشركات القابضة التي تمكن من الحصول على درجة كبيرة من رافعة التمويل. هذا يعني أن الشركة القابضة في قمة السلسلة الهرمية يمكنها أن تسيطر بحد أدنى من الاستثمار على أحجام كبيرة من الموجودات والأرباح على مستوى الشركات الانتاجية Operating Companies في قاعدة الهرم. ولإيضاح ذلك سيتم استعمال المثال الرقمي المقدم في الجدول (٢١ - ١).

مثال رقمي

يعرض المثال الميزانيات لثلاث شركات في سلسلة هرمية، هي شركة انتاجية في قاعدة السلسلة تليها شركة قابضة (أولى) في منتصف السلسلة ثم شركة قابضة (ثانية) في قمة الهرم. تملك الشركة الانتاجية موجودات بقيمة ٤ مليون دينار ممولة ٥٠ بالمئة بالدين، ٧،٥ بالمئة أسهم تفضيلية، ٣٢،٥ بالمئة أسهم عادية (فئة أ) لا يحق لها التصويت، و ١٠ بالمئة أسهم عادية (فئة ب) لها حق التصويت.

جدول (٢١ - ١)

الشركة القابضة ورافعة التمويل

شركة قابضة (ثانية)

(الف دينار)

٤	ديون	١٠	موجودات
٢	أسهم تفضيلية		
٢	أسهم عادية (فئة أ)		
٢	أسهم عادية (فئة ب)		
<u>١٠</u>	اجمالي المطالب والملكية	<u>١٠</u>	اجمالي الموجودات

شركة قابضة (أولى)

(ألف دينار)

١٠٠	ديون	٢٠٠	موجودات
٢٠	أسهم تفضيلية		
٦٠	أسهم عادية (فئة أ)		
٢٠	أسهم عادية (فئة ب)		
<u>٢٠٠</u>	اجمالي المطالب والملكية	<u>٢٠٠</u>	اجمالي الموجودات

شركة انتاجية

(الف دينار)

٢,٠٠٠	ديون	٤,٠٠٠	موجودات
٣٠٠	أسهم تفضيلية		
١,٣٠٠	أسهم عادية (فئة أ)		
<u>٤٠٠</u>	أسهم عادية (فئة ب)	<u>٤,٠٠٠</u>	اجمالي الموجودات
<u>٤,٠٠٠</u>	اجمالي المطالب والملكية	<u>٤,٠٠٠</u>	

أما الشركة القابضة الأولى، فهي كشركة استثمارية مالية، لا تملك إلا جزءاً من الأسهم العادية التي لها حق التصويت (فئة ب) في الشركة الانتاجية يساوي إلى ٥٠ بالمئة، أو ٢٠٠ ألف دينار. وتمثل هذه كافة موجودات الشركة الأولى التي تمولها بدورها بـ ٥٠ بالمئة دين، ١٠ بالمئة أسهم تفضيلية، ٣٠ بالمئة أسهم عادية (فئة أ)، و ١٠ بالمئة أسهم عادية (فئة ب). وتملك الشركة القابضة الثانية ٥٠ بالمئة أيضاً من الأسهم العادية (فئة ب) في الشركة القابضة الأولى، أو ما قيمته ١٠ آلاف دينار تمثل اجمالي موجوداتها. إن هذا الاستثمار ممول ٤٠ بالمئة دين، و ٢٠ بالمئة لكل من الأسهم التفضيلية والأسهم العادية (فئة أ) والأسهم العادية (فئة ب).

يلاحظ هنا أن الشركة القابضة (الثانية) الواقعة في قمة الهرم تسيطر باستثمار ملكية صغير قدره ٢,٠٠٠ دينار قيمة الأسهم العادية (فئة ب) على موجودات قيمتها ٤ مليون دينار على مستوى الشركة الانتاجية. إن هذا يعطي الشركة القابضة (الثانية) درجة عالية من رافعة التمويل. بالطبع يمكن الحصول على درجات أعلى من رافعة التمويل بتأسيس شركات قابضة أخرى في السلسلة. ولكن من المعروف أن رافعة التمويل سلاح ذو حدين. فالشركة القابضة (الثانية)، وكذلك (الأولى) تستطيع أن تعظم العائد على الملكية إذا كان أداء الشركة الانتاجية جيداً. أما إذا كان أداؤها سيئاً، فإن ذلك سيؤدي إلى تعظيم الخسارة للشركة القابضة (الثانية) (والأولى). ويتضح ذلك من المثال الرقمي المقدم في الجدول (٢١ - ٢).

جدول (٢١ - ٢)

تأثير رافعة التمويل في تعظيم ربح أو خسارة

الشركة القابضة (الف دينار)

عائد على الاستثمار		
٨ بالمئة	١٦ بالمئة	
		الشركة الانتاجية
٣٢٠	٦٤٠	الأرباح قبل الفائدة والضريبة
٨٠	٨٠	ناقص الفائدة على الدين (٤ بالمئة)
٢٤٠	٥٦٠	الأرباح قبل الضريبة
٩٦	٢٢٤	ناقص ضريبة الدخل (٤٠ بالمئة)
١٤٤	٣٣٦	الأرباح بعد الضريبة
١٥	١٥	ناقص أرباح الأسهم التفضيلية (٥ بالمئة)
١٠٤	١٠٤	ناقص أرباح الأسهم العادية (فئة أ) (٨ بالمئة)
٢٥	٢١٧	الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية (فئة ب)
٢٠	٢٠٠	الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية (فئة ب)
٥	١٧	المحول إلى الاحتياطي

عائد على الاستثمار		
٨ بالمئة	١٦ بالمئة	
		الشركة القابضة الأولى
١٠	١٠٠	الأرباح قبل الفائدة والضريبة (من الشركة الانتاجية)
٤	٤	ناقص الفائدة على الدين (٤ بالمئة)
٦	٩٦	الأرباح قبل الضريبة
٢,٤	٣٨,٤	ناقص ضريبة الدخل (٤٠ بالمئة)
٣,٦	٥٧,٦	الأرباح بعد الضريبة
١,٠	١,٠	ناقص أرباح الأسهم التفضيلية (٥ بالمئة)
٢,٦	٤,٨	ناقص أرباح الأسهم العادية (فئة أ) (٨ بالمئة)
صفر	٥١,٨	الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية (فئة ب)
صفر	٥٠,٠	الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية (فئة ب)
صفر	١,٨	المحول إلى الاحتياطي

عائد على الاستثمار		
٨ بالمئة	١٦ بالمئة	
صفر	٢٥,٠٠	الشركة القابضة الثانية
٠,١٦	٠,١٦	الأرباح قبل الفائدة والضريبة (من الشركة القابضة الأولى)
٠,١٦	٢٤,٨٤	ناقص الفائدة على الدين (٤ بالمئة)
-	٩,٩٤	الأرباح قبل الضريبة
٠,١٦	١٤,٩٠	ناقص ضريبة الدخل (٤٠ بالمئة)
صفر	٠,١٠	الأرباح بعد الضريبة
صفر	٠,١٦	ناقص أرباح الأسهم الممتازة (٥ بالمئة)
صفر	١٤,٦٤	ناقص أرباح الأسهم العادية (فئة أ) (٨ بالمئة)
صفر	١٤,٦٤	الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية (فئة ب)
٨ بالمئة	٧٣٢ بالمئة	العائد على الملكية (أسهم عادية فئة ب)

يقدم الجدول (٢١ - ٢) حساب الأرباح والخسائر وكيفية توزيع الأرباح للشركات الثلاث المبينة ميزانياتها في الجدول (٢١ - ١)، ولحالي أداء للشركة الانتاجية حيث يفترض أنها تحقق ١٦ بالمئة عائد على الاستثمار في الحالة الأولى و ٨ بالمئة في الحالة الثانية. ويبين الجدول تأثير أداء الشركة الانتاجية على العائد على الملكية في الشركة القابضة الثانية. يتضح من الجدول أنه في حالة الأداء الأولى تحقق الشركة الانتاجية ٦٤٠ ألف دينار (٤,٠٠٠ × ١٦,٠) أرباح قبل الفائدة الضريبة، ويتبقى ٢١٧ ألف دينار أرباح متاحة للتوزيع على مساهمي الفئة (ب)، تقرر الإدارة توزيع ٢٠٠ ألف دينار منها وتحويل ١٧ ألف دينار إلى الاحتياطي. ويذهب ١٠٠ ألف دينار من الأرباح الموزعة على مساهمي الفئة (ب) إلى الشركة القابضة (الأولى) التي تملك ٥٠ بالمئة من هذه الأسهم، وتمثل الأرباح قبل الفائدة والضريبة لهذه الشركة. بعد طرح الفائدة والضريبة وتوزيعات الأرباح على حملة الأسهم التفضيلية والأسهم العادية فئة (أ)، يبقى ٥١,٨ ألف دينار من الأرباح المتاحة للتوزيع على مساهمي الفئة (ب) تقرر الإدارة توزيع ٥٠ ألف دينار منها وتحويل ١,٨ ألف دينار إلى الاحتياطي. وبما أن الشركة القابضة (الثانية) تملك ٥٠ بالمئة من أسهم فئة (ب) في الشركة القابضة (الأولى) فإنها ستلقى ٢٥ ألف دينار من الأرباح

الموزعة، تمثل الأرباح قبل الفائدة والضريبة لهذه الشركة. يتبقى من هذا الإيراد بعد طرح الفائدة والضريبة وتوزيع الأرباح على حملة الأسهم التفضيلية والأسهم العادية فئة (أ) مبلغ ١٤,٦٤ ألف دينار كأرباح متاحة لحملة الأسهم العادية فئة (ب). إن هذا المبلغ يمثل عائد على الملكية يساوي إلى ٧٣٢ بالمئة وهو عائد مرتفع بشكل لا يتصوره عقل.

في حالة الأداء الثانية عندما ينخفض العائد على استثمارات الشركة الانتاجية إلى ٨ بالمئة، تحقق الشركة ٣٢٠ ألف دينار كأرباح قبل الفائدة والضريبة، يبقى منها بعد طرح الفائدة والضريبة والتوزيعات على حملة الأسهم التفضيلية والعادية فئة (أ) مبلغ ٢٥ ألف دينار متاحة لمساهمي الفئة (ب)، تقرر الإدارة توزيع ٢٠ ألف دينار منها واحتجاز الباقي. وتنال الشركة القابضة (الأولى) نصف هذه الأرباح الموزعة، أي ١٠ ألف دينار، تمثل الأرباح قبل الفائدة والضريبة لهذه الشركة. ولكن هذه الأرباح لا تكفي إلا لدفع الفائدة والضريبة وأرباح الأسهم التفضيلية وجزء من أرباح الأسهم العادية فئة (أ) يساوي إلى ٦,٢ ألف دينار عوضاً من الـ ٤,٨ ألف دينار، ولا تبقى أرباح للتوزيع على حملة الأسهم العادية فئة (ب). هذا يعني أن الشركة القابضة (الثانية) لن تتلقى أي إيراد من الشركة القابضة (الأولى)، ولكن عليها أن تدفع الفائدة على الديون ١٦,٠ ألف دينار، ما يعني أن العائد على الملكية سيكون ناقص ٨ بالمئة (-١٦,٠ ÷ ٢). الجدير بالملاحظة هنا كيف أن رافعة التمويل للشركة القابضة (الثانية) تعظم العائد على الملكية إلى ٧٣٢ بالمئة عندما تكسب الشركة الانتاجية ١٦ بالمئة عائد على الاستثمار، وكيف أن العائد على الملكية ينهار إلى ٨ بالمئة عندما ينخفض العائد على الاستثمار إلى ٨ بالمئة.

تطبيقات الدمج واقتناء والشركة القابضة على الحاسبات الشخصية

تساعد الحاسبات الشخصية بشكل كبير في تحليل الجدوى من اجراء عملية دمج أو اقتناء ما بين شركات. فحسابات التأثير الفوري على الأرباح بالسهم يمكن اجراؤها على الكمبيوتر بسرعة ودقة بالغتين. كما يمكن اجراء تحليل مقارنة لبيان تأثير عدة أسعار (عوضاً من سعر واحد) لسهم الشركة المرغوب اقتناؤها بغية تحديد سعر السهم الأنسب لعرضه على إدارة الشركة. كذلك يمكن دراسة تأثير الاختلاف في معدلات نمو الأرباح في الشركتين على جدوى عملية.

لنفس أسباب السرعة والدقة في الحصول على النتائج، تسهل الحاسبات الشخصية تحليل الجدوى من تأسيس شركة قابضة واحدة أو سلسلة من الشركات القابضة المالكة لشركات إنتاجية. في هذه الحالة يمكن دراسة تأثير التغير في العائد على الاستثمار في الشركة الانتاجية على العائد على حقوق المساهمين في الشركة (أو الشركات) القابضة.

ملخص

بحث هذا الفصل ضميات شركات الأعمال من أشكال الدمج واقتناء الشركة القابضة. وقد تم تعريف الدمج بزوال الكيان القانوني لكافة الشركات الداخلة في العملية ونشوء شركة جديدة يتم استبدال أسهم الشركات القديمة بأسهمها. أما الاقتناء فيؤدي إلى زوال الكيان القانوني لكافة الشركات الداخلة في العملية باستثناء الشركة المقتنية، التي تقوم بشراء كامل أسهم الشركات الأخرى مقابل نقد و/أو تبادل أسهم. وعن أسباب اندماج الشركات فقد تبين أن أهمها يعود إلى السعي وراء تحقيق معدلات نمو عالية بتكلفة رخيصة، الاستفادة من اقتصاديات الحجم الواسع، تخفيض خطر الأعمال بتنوع نشاطات العمل، استغلال مقدرات للتمويل متوفرة لدى الشركة المقتناة، والوصول إلى تكامل في المقدرات.

بالضرورة يجب تقييم الجدوى لأي عملية اقتناء مقترحة قبل التوصل إلى قرار نهائي. ويتم ذلك أساساً بتحليل التأثير الفوري لنسبة تبادل الأسهم على الأرباح بالسهم، وتأثيرها على الأرباح بالسهم المستقبلية. وتتألف نسبة تبادل الأسهم من سعر سهم الشركة المقتنية في السوق مقسماً على السعر المعروض لسهم الشركة المرغوب اقتناؤها (عادة ١٠ إلى ٢٠ بالمئة أعلى من سعر السهم في السوق). ويمثل الناتج عدد أسهم الشركة المقتناة التي يجب استبدالها بسهم واحد من أسهم الشركة المقتنية. وقد تبين أن التأثير الفوري على الأرباح بالسهم من حيث حدوث تحسن فوري أو انحلال أولي يعتمد على السعر المعروض لسهم الشركة المراد اقتناؤها، وبالتالي نسبة الـ PE Ratio للشركتين ونسبة الأرباح للشركتين. وبصورة عامة يحدث انحلال أولي في الأرباح بالسهم إذا كانت الـ PE المدفوعة للشركة المقتناة أكبر من PE الشركة المقتنية، وإذا كانت أرباح الشركة المقتناة

أصغر من أرباح الشركة المقتنية، وبالعكس.

أما التأثير على الأرباح المستقبلية فيعتمد على معدل نمو أرباح الشركة المقتناة وما إذا كان أكبر من معدل نمو أرباح الشركة المقتنية. في حالة عدم وجود أسعار سوقية للأسهم يمكن الاطمئنان لها أو الرجوع إليها، فإنه من الضروري تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركة المرغوب اقتناؤها بخصم التدفقات النقدية الصافية للشركة على المدى المنظور مطروحاً منها أي استثمارات ضرورية للمحافظة على مستوى هذه الإيرادات. ثم يطرح من الناتج قيمة مطلوبات الشركة المرغوب اقتناؤها للوصول إلى السعر الأعظمي الذي يمكن أن تدفعه الشركة المقتنية ثمن أسهم الشركة المرغوب اقتناؤها. إن التحليل بهذه الطريقة مماثل لتحليل الموازنة الرأس مالية.

وأخيراً تم تقديم الشركة القابضة كشركة استثمار تمتلك جزءاً من أسهم شركة أخرى تمكنها من السيطرة عليها. وتقدم الشركة القابضة بديلاً رخيصاً لعملية اقتناء شركة أخرى. لعلّ أهم سيزات الشركة القابضة هي إمكانية الحصول على درجة رافعة تمويل كبيرة يتم من خلالها تعظيم العائد على الملكية للمساهمين، لكنها قد تؤدي إلى تعظيم الخسارة للمساهمين في حالة كون أداء الشركة الانتاجية سيئاً.

مسائل تطبيقية على (الفصل ٢١): الدمج والشركة القابضة

٢١ - ١ - فيما يلي بعض المعلومات المالية للشركتين (أ) و (ب):

الشركة (ب)	الشركة (أ)	
٤	٢٠	الأرباح الصافية حالياً (مليون دينار)
١	١٠	عدد الأسهم العادية (مليون دينار)
١٠	١٨	نسبة سعر السهم / الأرباح بالسهم (PE)

المطلوب

أ - إذا كان للشركتين أن تندمجا بحسب نسبة تبادل أسهم واحد إلى واحد، ما هو التأثير الفوري على الأرباح بالسهم لكل من الشركتين؟ ما هي نسبة تبادل الأسهم على أساس أسعار الأسهم في السوق؟ هل هناك فرصة لإتمام الدمج؟

ب - إذا ارتفعت نسبة تبادل الأسهم إلى ٢ من أسهم الشركة (أ) إلى ١ من أسهم الشركة (ب)، كيف يؤثر ذلك على الطلب (أ) أعلاه؟

ج - إذا كانت نسبة تبادل الأسهم ١,٥ من أسهم الشركة (أ) إلى ١ من أسهم الشركة (ب)، ماذا يحدث للطلب (أ) أعلاه؟

د - ما هي أهمية نسبة تبادل الأسهم في عمليات الدمج؟

٢١ - ٢ - تدرس شركة تقطير العنب المحدودة موضوع اقتناء شركة خل آدم. إذا تمت العملية فإنه سيستج عنها تدفقات نقدية إضافية لشركة التقطير كالاتي:

وسطي للسنوات (القيمة مليون دينار)

١ - ٥	٦ - ١٠	١١ - ١٥	١٦ - ٢٠	
١٠	١٥	٢٠	١٥	الأرباح الصافية السنوية من خل آدم
٢	٥	١٠	١٠	استثمارات رأسمالية ضرورية
٨	١٠	١٠	٥	التدفق النقدي الصافي

المطلوب

ما هو أعلى سعر يمكن أن تدفعه شركة تقطير العنب لاقتناء شركة خل آدم بافتراض تكلفة رأسمال ٨ بالمئة؟

٢١ - ٣ - تدرس شركة الأنابيب والتركيبات المعدنية اقتناء شركة الخراطة الخفيفة بمبلغ ٧٥٠,٠٠٠ دينار. سينتج عن عملية الاقتناء زيادة في التدفقات النقدية قدرها ١٠٠,٠٠٠ دينار في السنة الأولى تنمو بعدها ٦ بالمئة سنوياً. إذا لم يتم الاقتناء، تتوقع شركة الأنابيب تدفقات نقدية صافية بمقدار ٦٠٠,٠٠٠ دينار هذه السنة تنمو بعدها بمعدل ٦ بالمئة سنوياً إلى الأبد. يتطلب المستثمرون حالياً ١٤ بالمئة كعائد للاستثمار في أسهم شركة الأنابيب. لكن بسبب كون شركة الخراطة أكثر خطراً، فإن المستثمرين يتطلبون عائد ١٥ بالمئة إذا تمت عملية الاقتناء.

المطلوب

- أ - هل يجب أن تقوم شركة الأنابيب باقتناء شركة الخراطة؟
ب - هل تتغير الإجابة إذا بقي العائد المطلوب على حاله؟
ج - هل تتغير الإجابة إذا ارتفع معدل نمو شركة الخراطة بسبب عملية الاقتناء إلى ٨ بالمئة؟

٢١ - ٤ - قررت شركتي تاميكو والأمصال الحيوية الطبية أن تندمجا على أساس أن تمنح شركة تاميكو نصف سهم لكل حامل سهم واحد في شركة الأمصال الحيوية. سيكون للشركة الجديدة نسبة سعر سهم إلى أرباح بالسهم (PE) تساوي ٤٠. فيما يلي معلومات إضافية عن الشركتين:

شركة الأمصال الحيوية	شركة تاميكو	
٧٠٠	١,٧٥٠	الأرباح الصافية (ألف دينار)
٥٠٠	٢٥٠٠	عدد الأسهم (ألف سهم)
١,٤٠	٠,٧٠	الأرباح بالسهم (دينار)
٧	٥٦	نسبة الـ PE Ratio
٩,٨٠	٣٩,٢٠	سعر السهم في السوق (دينار)

المطلوب

- أ - ماذا يحدث للأرباح بالسهم لمساهمي كل من الشركتين بعد الدمج؟
 ب - ماذا يحدث لسعر السهم في السوق لكل من الشركتين؟
 ج - ما هو سعر السهم في السوق للشركة الجديدة بافتراض بقاء أرباح الشركتين على حالهما؟
 د - إذا كانت شركة تاميكو تنمو بمعدل ٢٤ بالمئة سنوياً وشركة الأمصال الحيوية تنمو بمعدل ٨ بالمئة، ما هو معدل النمو المتوقع للشركة الناتجة عن عملية الدمج؟
 هـ - كم تحتاج شركة الأمصال الحيوية من الزمن للعودة بأرباحها بالسهم إلى مستواها قبل الاندماج؟ وضح حساباتك برسم هندسي.
 ٢١ - ٥ - تقوم شركة النسر باقتناء شركة الشهباء من خلال عملية تبادل أسهم بنسبة ثلاثة أسهم من شركة النسر لكل سهم واحد من شركة الشهباء. فيما يلي معلومات مالية عن الشركتين:

شركة الشهباء	شركة النسر	
١,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	الأرباح الصافية (ألف دينار)
٨٠٠	٨٠,٠٠٠	عدد الأسهم (ألف سهم)
٢٥	١٠	معدل نمو الأرباح المتوقع (بالمئة)
٢٤	٨	نسبة PE (مرة)

المطلوب

- أ - ما هو الأساس لنسبة التبادل ٣ إلى ١؟
ب - ماذا يحدث للأرباح بالسهم لكل من الشركتين بعد الدمج؟
ج - إذا كانت نسبة PE لشركة النسر تساوي ١٤ مرة، ماذا يكون سعر السهم في السوق؟
د - أية مفاهيم في الدمج توضح هذه المسألة؟

٢١ - ٦ - تعترم شركة الهلال الاندماج مع شركة الشمس على أساس القيم السوقية للأسهم .
تدفع شركة الهلال سهماً واحداً من أسهم تفضيلية قابلة للتحويل قيمته الإسمية ١٠٠ دينار يحمل عائد ربح موزع ٦ بالمئة ويمكن تحويله إلى ٢ أسهم عادية لكل أربعة أسهم من شركة الشمس . فيما يلي معلومات مالية .

الشمس	الهلال	
٤٠٠	١,٠٠٠	الأرباح (ألف دينار)
٨٠	٢٠٠	عدد الأسهم العادية (ألف سهم)
٦	١٨	معدل نمو الأرباح المتوقع (بالمئة)
١,٨٠	١,٨٠	الأرباح الموزعة بالسهم (دينار)
٦	١٢	نسبة الـ PE (مرة)
٦	٣	عائد الربح الموزع (بالمئة)

المطلوب

- أ - ١ - ما هي الأرباح بالسهم وسعر السهم في السوق لشركة الهلال إذا بقيت نسبة الـ PE مساوية إلى ١٢ مرة؟
٢ - ما هي الأرباح بالسهم وسعر السهم في السوق لشركة الهلال على أساس انحلال كامل للأرباح؟
ب - ما الذي يجعل مساهمي شركة الشمس يوافقون على الاندماج؟

٢١ - ٧ - تملك شركة حازم القابضة كامل الأسهم في شركتي زيد وعزت. إن الميزانية العمومية للشركتين التابعتين متشابهتان بالكامل، وهما كالميزانية الآتية:

ميزانية (مليون دينار)

١,٢٥	مطلوبات متداولة	٧,٥٠	موجودات متداولة
٥,٠٠	سندات دين (٩ بالمئة)	٥,٠٠	صافي موجودات ثابتة
٥,٠٠	أسهم عادية		
١,٢٥	أرباح محتجزة		
<u>١٢,٥٠</u>	اجمالي المطلوبات والحقوق	<u>١٢,٥٠</u>	اجمالي الموجودات

تكسب كل من الشركتين الانتاجيتين التابعتين ١٠ بالمئة عائد على الموجودات قبل الفائدة والضريبة. إن معدل ضريبة الدخل ٤٠ بالمئة.

المطلوب

أ - ما هو العائد على الملكية لكل شركة انتاجية؟

ب - إعداد ميزانية عمومية لشركة حازم على أساس الفرضيات الآتية:

١ - الأصل الوحيد للشركة القابضة هو الأسهم العادية للشركتين التابعتين، وهذه الأسهم مسجلة بقيمتها الاسمية.

٢ - الشركة القابضة لديها ٦,٢ مليون دينار سندات دين بـ ٨ بالمئة.

ج - ما هو العائد على الملكية لشركة حازم بافتراض نسبة توزيع أرباح ١٠٠ بالمئة للشركات التابعة.

هـ - إذا انخفض العائد على الموجودات قبل الفائدة والضريبة للشركتين التابعتين إلى ٨ بالمئة، ما هو العائد على الملكية لشركة حازم؟

٢١ - ٨ - لتحقيق أهدافها في النمو، تخطط شركة تصنيع الآليات للتوسع عن طريق اقتناء شركات قائمة، وتدرس حالياً اقتناء شركة القطع المعدنية وشركة القطع البلاستيكية. معطى فيما يلي أحدث ميزانية لشركة الآليات وأحدث حساب أرباح وخسائر لكل من شركتي القطع مع بعض المعلومات المالية الاضافية.

يوجد لدى كل من شركتي القطع ٥٠ مليون دينار ديون بـ ١٠ بالمئة. إن تكلفة الرأسمال لشركة الآليات ١٠ بالمئة، و ٨ بالمئة لشركة القطع المعدنية و ١٢ بالمئة لشركة القطع البلاستيكية. إن معدل الضريبة للشركات الثلاث ٤٠ بالمئة.

ميزانية شركة الآليات (الف دينار)

٥٠,٠٠٠	مطلوبات متداولة	١٢٥,٠٠٠	موجودات متداولة
٧٥,٠٠٠	ديون طويلة الأجل (١٠٪)	١٥٠,٠٠٠	صافي موجودات ثابتة
١٥٠,٠٠٠	حقوق المساهمين		
<u>٢٧٥,٠٠٠</u>	اجمالي المطلوبات والحقوق	<u>٢٧٥,٠٠٠</u>	اجمالي الموجودات

حساب أرباح وخسائر (ألف دينار)

شركة القطع البلاستيكية	شركة القطع المعدنية	
٣٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	الأرباح قبل الفائدة والضريبة
<u>٥,٠٠٠</u>	<u>٥,٠٠٠</u>	الفائدة على الدين (١٠٪)
٢٥,٠٠٠	١٥,٠٠٠	الأرباح قبل الضريبة
<u>١٠,٠٠٠</u>	<u>٦,٠٠٠</u>	الضريبة ٤٠ بالمئة
<u>١٥,٠٠٠</u>	<u>٩,٠٠٠</u>	الربح الصافي

عدد الأسهم القائمة (ألف سهم)	سعر السهم في السوق (دينار)	معدل النمو (بالمئة)	الأرباح قبل الضريبة (مليون دينار)	الأرباح الفائدة والضريبة (دينار)	
٥,٠٠٠	٤٥	٦,٠	٣,٠٠	٣٢,٥	شركة تصنيع الآليات
٢,٠٠٠	٥٠	٧,٥	٤,٥٠	٢٠,٠	شركة القطع المعدنية
٣,٠٠٠	٤٢	٢,٠	٥,٠٠	٣٠,٠	شركة القطع البلاستيكية

المطلوب

- أ - على ضوء المعلومات أعلاه حدد السعر الذي يجب أن تدفعه شركة تصنيع الآليات لكل من شركتي القطع. تستعمل شركة الآليات تكلفة الرأسمال العائد لها لتحديد قيمة الشركة التي تريد اقتناءها برسملة الأرباح بعد الضريبة.
- ب - حدد سعراً لكل من شركتي القطع باستعمال تكلفة الرأسمال العائدة لكل منهما كمعدل الرسملة.
- ج - ما هو معدل الرسملة المناسب لتحديد قيمة الشركة المراد اقتناؤها؟
- هـ - إذا أرادت شركة تصنيع الآليات إعطاء عرض رضائي Tender Offer لكل من شركتي القطع أعلى بـ ٢٠ بالمئة من قيمة السوق الحالية للأسهم،
- ١ - احسب نسبة تبادل الأسهم.
 - ٢ - احسب معدل نمو شركة تصنيع الآليات للسنة القادمة بعد اقتناء الشركتين.
 - ٣ - احسب الأرباح بالسهم لشركة الآليات بعد اقتناء كل شركة.
 - ٤ - ارسم معدل نمو الأرباح بالسهم لشركة تصنيع الآليات للسنوات العشر القادمة من دون اقتناء لتوضيح تأثير الانحلال في سعر الشراء المحسوب في القسم (هـ) أعلاه.