

الفصل الأول

ماهية وأهداف الهندسة المالية

الفصل الأول: الهندسة المالية

Financial Engineering

تتولى الهندسة المالية تقديم مساهمة فعالة من أجل تحقيق الأهداف الإستراتيجية لمنشآت الأعمال، فلا يقتصر دورها على تخفيض التكلفة فقط، بل يمتد إلى تطوير وابتكار منتجات وخدمات مالية جديدة؛ لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها تلك المنشآت، نتيجة لانحسار الأسواق التي تسعى إليها لتسويق منتجاتها.

كما تساهم الهندسة المالية في تنمية الابتكارات التي تساعد على تحسين الاقتصاد الحقيقي للمنشآت الإنتاجية، من خلال تقديم أدوات جديدة للتمويل وأنظمة العمليات وتطوير نظم العمل، بل وخلق الحلول السريعة لمواجهة ما يقابل منشآت الأعمال من مشكلات تتمثل في المجالات التالية :

المجال الأول : ابتكار أدوات مالية جديدة.

المجال الثاني : تقديم أنواع مبتكرة من الأوراق المالية.

المجال الثالث: ابتكار حلول خلاقية واستراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار.

كما برزت الهندسة المالية لمواجهة المشكلات التي تفرضها ظروف المنشأة نفسها، فعلى سبيل المثال تساهم الهندسة المالية في إتاحة ما يسمى بالسندات القابلة للتحويل *Convertible Bonds* بديلاً عن إصدار الأسهم الممتازة أو السندات لأجل، ولتمثل هذه الأداة رأسمال مكتملاً *Supplemental Capital* بجسائب رأس المال الأساسي *Core Capital*.

كذلك ترتب على المشكلات التي خلقتها التقلبات الشديدة في أسعار الفائدة منذ منتصف الستينيات، أن تمكنت الهندسة المالية من ابتكار فكرة الأسعار المتغيرة للفائدة *Floating Interest Rates*، وبالتالي نشأة السندات والأسهم الممتازة التي يتغير فيها معدل الكوبون مع التغيرات، التي تحدث في أسعار الفائدة صعوداً وهبوطاً، بل توصلت الهندسة المالية كذلك إلى إنشاء ما يسمى بخيار الأسهم *Stock Option*، والذي يعطى الحق للإدارة في شراء جزء من أسهم الشركة، التي يعملون بها من أجل أن يصبحوا ملاكاً فيها وليس مجرد أجراء.

وهكذا، تسعى الهندسة المالية لتحقيق المكاسب لكل أطرافها أو على الأقل للبعض منها، دون أن يكون ذلك على حساب الأطراف الأخرى، يضاف إلى ذلك أنه في ظل الهندسة المالية يدفع الطرف الذى تمكن من الاستفادة من خدماتها ثمناً مناسباً نظير التخلص من المخاطر التى ربما تعصف به إذا ما استمرت الأوضاع على ما هى عليه.

وفي هذه الفصل ستعرض لموضوعى: إعادة الهيكلة فى المبحث الأول، والسيطرة فى المبحث الثانى.

ومن أهم الاندماجات على المستوى الدولى اندماج شركتى جلاكسو وويلكام للأدوية وشركتى إكسون وموبيل للبتروول، وبنكى مانىو فاكشر هانوفر وكيميكال، كما أن أهم الاندماجات على المستوى المحلى اندماج بنك القاهرة فى بنك مصر، واندماج بنك مصر الدولى فى البنك الأهلى سوسيتيه جنرال، واستحواذ بنك كريدية أجريكول على البنك المصرى الأمريكى واندماج بنوك النيل والمصرى المتحد والمصرف الإسلامى الدولى للتنمية فى المصرف المتحد الذى يمتلكه البنك المركزى بالكامل.. كذلك اندماج بنكى المهندس والتجارىون فى البنك الأهلى المصرى مع خصخصة بنك الأسكندرية ويعة لبنك ساوباولو الايطالى، وكذا بيع بنك الدلتا لمجموعة خليجية وتعديل اسمه ليصبح البنك الأهلى المتحد.

وهكذا تعمل الهندسة المالية على إعادة توزيع الطاقات الإنتاجية، بما يتناسب ومتطلبات العولمة *Globalization*، وخلق الكيانات الكبيرة التى تستطيع الصمود أمام المنافسة الشرسة لهيمنة الشركات متعددة الجنسية على الاقتصاد العالمى.

ومما لا شك فيه أن الكيانات الصغيرة التى اندمجت أخيراً كانت لا تستطيع التصدى للكبار لكى تحافظ على نصيبها فى السوق دون احتمال التصفية الحتمية فى المستقبل.

«المبحث الأول»

إعادة هيكلة الشركات (التملك)

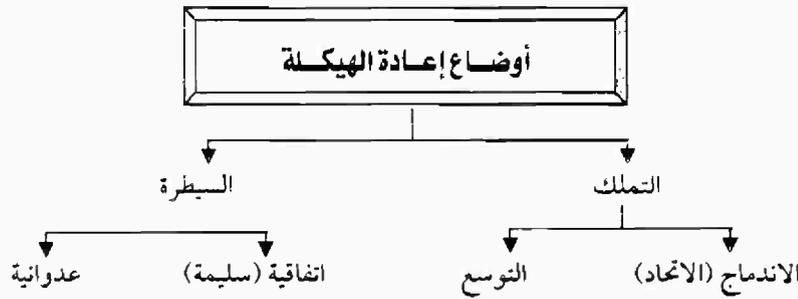
إعادة الهيكلة موضوع ليس كله جديداً، فالاندماج، والإتحاد، والامتلاك، كلها لها تاريخ طويل فى الدول الرأسمالية، وإن كان تاريخها قصيراً أو ربما لم يبدأ بعد فى الكثير من أوطان عالمنا العربى. وحتى يمكن لنا تغطية الموضوع بشىء من الشمول، فقد أثرنا أن نبدأ هذا الفصل فى تناول الأساليب التقليدية فى الهندسة المالية لإعادة

الهيكلية، على أن نخصص المبحث الثاني لموضوع، لم يظهر للوجود إلا في الثمانينيات، ألا وهو تحويل الشركات المساهمة إلى شركات خاصة، ونقل ملكيتها من عدد كبير إلى عدد صغير من الملاك بقصد السيطرة على الشركة من قبل قلة محدودة من المستثمرين، وذلك باستخدام موارد مالية معظمها مقترض *Leveraged Buyout (LBO)*.

التملك *Acquisition* :

دعنا من البداية نعرض لما يطلق عليه بالسيطرة *Takeover*، التي قد ترمي إلى التوسع من خلال التملك *Acquisition*، أو التي ترمي إلى التخلص من الإدارة القائمة، من خلال الحصول على توكيل من حملة الأسهم، للتصويت بإحلال إدارة جديدة محل الإدارة الحالية للمنشأة، وهو ما قد ينتهي إلى تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة *Going Private*. والتملك له صور ثلاث، هي: الاندماج أو الاتحاد *Merger or Consolidation*، والتملك بشراء أسهم شركة ما، والتملك بشراء الأصول، وغالباً ما يكون ذلك من خلال ما يسمى بالسيطرة السلمية *Friendly Takeover*، وذلك تمييزاً لها عما يسمى بالسيطرة العدوانية *Hostile Takeover*.

ويوضح شكل (١) الأوضاع المختلفة لإعادة الهيكلة.



شكل رقم (١):

وعادة ما يستخدم اصطلاح الاندماج واصطلاح الاتحاد ليعنيان شيئاً واحداً، على الرغم من وجود اختلاف تشريعي بينهما، فالاندماج *Merger* يتضمن الجمع بين منشأتين أو أكثر، لتبقى واحدة منها ويختفى الباقي، وعادة ما تكون المنشأة الباقية هي الأكبر حجماً. أما الاتحاد *Consolidation* فيتضمن أيضاً الجمع بين منشأتين أو أكثر، ليختفوا جميعاً، وتظهر منشأة باسم جديد، تملك أصول كافة المنشآت الداخلة في الإتحاد. ولننس من الآن الفروق القانونية، ونتفق على قبول اصطلاح الاندماج لينطوي في كنفه الاتحاد.

أما التوسع فيتميز بالسهولة واليسر، كما لا يتطلب إجراءات قانونية لنقل ملكية أصول المنشأة المندجة *Acquired Firm* إلى المنشأة المندمج فيها *Acquiring Firm*، فضلاً

عن أنه لا ينطوى على استخدام أساليب عدوانية، كما هو الحال في بعض السبل الأخرى للسيطرة. فموافقة حملة أسهم المنشأتين مسألة جوهرية، وعادة ما يتمثل ذلك في الحصول على موافقة ثلثي حملة الأسهم. هذا، ويعطى القانون لحملة الأسهم ما يسمى بحقوق التقييم *Appraisal Rights* التي تعطى الحق لأى مجموعة معارضة من حملة أسهم المنشأة المستهدفة للاندماج، اللجوء إلى هيئة البورصات والأوراق المالية *Security and Exchange Commission* طلباً للحماية، إذا ما شعروا بأن تسعير السهم غير عادل؛ إذ قد يكون من الصعب أن تتفق المنشأة الراغبة في تنفيذ الاندماج والمجموعة المعارضة على ما يمكن أن يكون عليه السعر العادل. هنا تطول الاجراءات وترتفع تكاليف تنفيذ الاندماج، خاصة فيما يتعلق بأتعاب المحامين، وهى أتعاب مرتفعة بطبيعتها.

نعم، الاندماج أسلوب قديم من أساليب إعادة الهيكلة، ولكن مازال أسلوباً ينطوى على هندسة مالية، تناولها في هذا الفصل له ميزة. ميزة إزالة الرهبة من ارتياد هذا المجال الذى يقود الآن الإدارة المالية، بعد أن جفت ينابيع النظريات الحديثة في الاستثمار ومصادر التمويل. والآن سوف نسعى لفهم أساسيات الهندسة المالية وأهدافها، من خلال تناول الصور التى يمكن أن يكون عليها الاندماج.

المطلب الأول

التملك بالاندماج Merger

(الشروط- الإجراءات- النتائج)

يقصد بالاندماج توحيد شركتان أو أكثر في كيان واحد، وقد يكون هذا الكيان جديد، بمعنى ذوبان هوية كل شركة في شكل جديد تحت مسمى جديد، أو اندماج شركة أو عدة شركات صغيرة في شركة كبيرة تحت اسم الشركة الأخيرة، أو تحت اسم مشترك لهذه الشركات، وتسمى الشركات الصغيرة بالشركات المندمجة والشركة الكبيرة بالشركة الداخلة.

شروط الاندماج : من أهم شروط الاندماج موافقة الجمعية العامة غير العادية لكل شركة على الاندماج، بالإضافة إلى إعداد مشروع مسودة للمشروع، يوافق عليها مجلس إدارة كل شركة، وتشمل أسس تقويم الأصول واحتساب القيمة الحقيقية لسهم الشركة المندمجة، كما يجب الحصول على موافقة الجهات الإدارية كل بحسب تبعية إشرافها (هيئة الإستثمار - هيئة سوق المال)... إلخ.

إجراءات الدمج : نظمت اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ٨١/١٥٩ في

موادها من ٢٨٩/٢٩٨ كالتالى :

أولاً : إعداد مشروع عقد الاندماج بمعرفة مجلس الإدارة لكل شركة داخلية في الاندماج، على أن يتضمن ما يلي :

أ - دواعى الاندماج وأغراضه والشروط التى يتم بناءً عليها.

ب- التاريخ المحدد للاندماج.

ج- التقدير المبدئى لأصول وخصوم الشركات المندجة في تاريخ محدد.

د - كيفية تحديد حقوق مساهمى كل شركة.

ويجب أن يرفق بمشروع العقد تقرير بالأسس، التى يتم بناءً عليها التقدير المبدئى للأصول والخصوم المشار إليها، معتمداً من مراقبى حسابات كل شركة، وذلك قبل عرض الموضوع على الجمعيات العامة للشركات بشهرين على الأقل.

ويتضمن التقرير المذكور المقابل الذى ستحصل عليه الشركة المندجة إذا ما كانت قيمة أصولها الحقيقية تزيد عن القيمة الدفترية، ويجب أن توضع تحت تصرف مراقب الحسابات كافة السجلات والمستندات اللازمة لأداء مهمته، كما يجب أن يكون التقرير معداً ومودعاً بمركز كل شركة قبل اجتماع جمعيتها العامة غير العادية للنظر في مشروع عقد الاندماج بخمسة عشر يوماً على الأقل.

ويشترط للسير في إجراءات الاندماج موافقة الجمعية العامة غير العادية بأغلبية الأصوات على زيادة أو خفض رأس المال أو تعديل عقدها أو نظامها الأساسى بحسب الأحوال لكل من الشركة الداخلة والمندجة.

ثانياً : إذا ترتب على الاندماج زيادة في التزامات مساهمى أى شركة يجب أن يتم الموافقة على عقد الاندماج بإجماع المساهمين.

ثالثاً : إذا نتج عن الاندماج إنشاء شركة مساهمة جديدة تحت اسم جديد وجب إتباع إجراءات التأسيس العادية في مثل هذه الأحوال، أما إذا تم الاندماج في شركة قائمة، وجب بأن يقدم عقد الاندماج مصحوباً بنظام الشركة الداخلة بعد تعديله للجهة الإدارية المختصة، ثم يصدر القرار الوزارى بالاندماج، ويتم إتباع إجراءات القيد في السجل التجارى والشهر وفقاً للإجراءات المعمول بها تبعاً.

رابعاً : في حالة اعتراض أحد المساهمين أو مجموعة منهم على عملية الاندماج في الجمعية العامة، التى دعيت للنظر في ذلك، فإن لهم أن يطلبوا إثبات اعتراضهم بمحضر الجلسة، كما يجوز لمن لم يحضر منهم هذا الاجتماع بسبب عذر مقبول يمنعه من الحضور، بأن يبادر بإخطار مجلس الإدارة بكتاب موصى عليه بعلم الوصول، ويشير

إلى رغبته في التخارج، من الشركة وعلى المجلس إخطاره بكتاب موصى عليه بعلم الوصول خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ وصول كتابه، بما إذا كان عذره مقبولاً بحسب القواعد الموضوعية من قبل الجمعية من عدمه.

وفي حالة الخلاف بين الطرفين، يرفع صاحب الشأن الأمر إلى القضاء نلت في مدى قبول العذر أو رفضه.

وفي جميع الأحوال، يجب على المساهمين الذين يرغبون في التخارج تقديم طلب كتابي للشركة باليد أو بالبريد المسجل، خلال ثلاثين يوماً من قيد القرار الوزاري بالاندماج بالسجل التجاري، موضحاً به ما يملكونه من أسهم.

خامساً : يقوم مجلس الإدارة بإعلان المساهمين المتخارجين بالقيمة، التي قدرتها الشركة للأسهم الخاصة بهم وفقاً لتقرير مراقبي الحسابات، ويحظرهم بالتاريخ الذي توضع فيه المبالغ تحت تصرفهم.

وفي حالة عدم موافقتهم على هذه القيمة، يكون لهم حرية اللجوء إلى القضاء لتقدير القيمة العادلة في نظرهم.

سادساً : يعاد تشكيل مجلس إدارة الشركة الداخلة بما يتناسب وحقوق مساهمي الشركة المندجة.

أهم نتائج الاندماج : ينشأ عن الاندماج تحقيق النتائج التالية :

- ١ - زيادة الربحية عن طريق تحسين الأداء وضغط النفقات.
- ٢ - الاستغلال الأمثل للكوادر الفنية في كل شركة.
- ٣ - القدرة على التحرك السريع من خلال إمكانات أكبر وكفاءة أعلى.
- ٤ - الاستفادة من الشروط الأفضل عند التعامل مع الغير.
- ٥ - تطبيق مبدأ الإدارة بالأهداف على الوحدات التابعة.
- ٦ - تطبيق التكنولوجيا الحديثة في الإنتاج لفتح أسواق جديدة.

الأشكال الرئيسية للاندماج :

هناك ثلاث صور للاندماج: اندماج أفقي، واندماج رأسي، ثم الاندماج المختلط. أما الاندماج الأفقي *Horizontal Merger* ويتضمن منشأتين تعملان في النشاط نفسه، شركتين لإنتاج الكيماويات مثلاً. يحقق هذا الأسلوب مزايا الحجم الكبير *Economy of Scale*، التي من شأنها أن تسهم في تخفيض تكاليف العمليات للمنشأة

المندمج فيها. وبالطبع يشترط لإتمام هذا النوع من الاندماج أن لا يؤدي تركيز النشاط في القطاع المعين، في عدد محدود من المنشآت، إلى أن يكون منذراً بحالة احتكار.

أما الاندماج الرأسي *Vertical Merger* فيتم بين منشأتين يعملان في أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة. مثال ذلك اندماج شركة منتجة للمواد الخام مع شركة أخرى تنتج سلعة نهائية، تعتمد أساساً على المواد الخام التي تنتجها الشركة الأخرى. مثال ذلك اندماج شركة لاستخراج البترول في شركة تتولى تكريره. فضلاً عن الوفورات في المصروفات الإدارية والبيعية، هناك تأمين حصول شركة التكرير على المواد الخام، وهو ما قد يسهم في تحقيق الإستقرار في تدفقاتها النقدية.

وأخيراً يأتي الاندماج المختلط *Conglomerate Merger* الذي يوفر سبل تنوع نشاط المنشأة، مما يسهم في الحد من مخاطر التقلب في التدفقات النقدية. فضلاً عن إمكانية استخدامه لتحسين المركز التفاوضي مع النقابات العمالية، إنها هندسة مالية، تبرزها في أبهى صورها شركة جنرال إلكتريك، التي تعددت وتنوع أنشطتها الإنتاجية، من سلع معمرة، إلى أدوات طبية، إلى منتجات تستخدم في صناعة الطائرات والسيارات. هذا التنوع في النشاط من شأنه أن يسهم في الحد من التقلب في التدفقات النقدية، كما يسهم في الصمود أمام النقابات العمالية.

فبفضل تنوع أنشطة الشركة أصبح العاملون فيها ينتمون إلى عديد من النقابات العمالية. ولما كانت عقود العمل في كل نشاط، تنتهي في تاريخ مختلف عن عقود العمل في أنشطة أخرى، فقد أتاحت فرصة كبيرة للشركة للصمود في التفاوض مع كل نقابة، فحتى لو قرر العاملون في نشاط معين الإضراب لعدم ملاءمة المقترحات المقدمة من الشركة، فلن تتأثر التدفقات النقدية للشركة القدر نفسه بالذي كان يمكن أن يكون عليه الحال، لو أن الشركة قائمة على نشاط واحد، وتتعامل مع نقابة عمالية واحدة.

إن تأمل الصور الثلاث للاندماج، يكشف عن توافر أركان الهندسة المالية، فلقد تغير شكل المنشأة المندمج فيها *Acquiring*، وتحققت مكاسب لكل الأطراف. فملاك المنشأة المندمجة أتاحت لهم فرصة لتحقيق المكاسب. تتحقق تلك المكاسب من إنتقال ملكيتهم إلى المنشأة المندمج فيها بكل إمكانياتها وفرص نجاحها ونموها نتيجة للوفورات الاقتصادية. وإذا كان الاندماج من خلال شراء الأسهم، فإن السعر الذي يشتري به السهم عادة ما يزيد عن سعر السوق، كسبيل لإغراء حملة الأسهم لبيع أسهمهم.

وملاك المنشأة المندمج فيها حققوا أيضاً مكاسب من الوفورات الاقتصادية، حتى إذا كان شراء السهم بسعر يفوق قيمته الاقتصادية، فقيمة الوفورات قد تفوق في

قيمتها المبالغ الزائدة التي دفعت لشراء تلك الأسهم. بل ونضيف أن عملية الاندماج عندما تتم من خلال شراء الأسهم، فإنه من شأنها أن تولد المزيد من الوفورات الضريبية. فتمويل العملية عادة ما يتم من أموال مقترضة، يتحقق من ورائها عائد المالى أو عائد المتاجرة بالملكية، هذا فضلاً عن الوفورات الضريبية لفوائد تلك القروض، والزيادة في قسط الإهلاك نتيجة لإعادة تقييم الأصول المشتراة، بل إن الإهلاك قد يتم باستخدام القسط المتناقص، بما يؤدي إلى زيادة القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

المطلب الثانى

التوسع Expansion

التوسع بالامتلاك هو صورة من صور السيطرة. وتبدأ جهود التوسع بمحاولة امتلاك جزء أو كل أسهم شركة أخرى أو امتلاك أصولها. وسوف يتركز العرض هنا على الإمتلاك بشراء الأسهم؛ إذ لا تقتضى إجراءات التملك بشراء الأصول سوى موافقة أغلبية المساهمين على أساس أن السيطرة في هذه الحالة لايد وأن تكون سلمية، على عكس السيطرة بامتلاك أسهم التي قد تكون سلمية أو عدوانية. ويقصد بالسيطرة السلمية *Friendly Takeover* تقديم المنشأة الراغبة في السيطرة *Acquiring Firm* إقتراح إلى إدارة المنشأة المستهدفة *Target Firm* يتضمن الرغبة في الإمتلاك^(١)، التي عادة ما تنتهى بالإبقاء على وظائف أعضاء الإدارة الحالية.

أما السيطرة العدوانية *Hostile Takeover*، والتي تعد صورة من صور الهندسة المالية، فقد يتم اللجوء إليها في حالة فشل محاولة السيطرة السلمية، كما يمكن اللجوء إليها مباشرة أى دون إعطاء فرصة للسيطرة السلمية، وهو ما يطلق عليه عناق الدب *Bear Hug*، ياله من عناق شرس!! ففى هذا النمط من السيطرة، يتم تحطى إدارة المنشأة المستهدفة وإجراء إتصال مباشر بمجلس إدارتها، حيث يتم عرض إقتراح إمتلاك الشركة. وعادة ما يتضمن العرض ضرورة الرد على الاقتراح على وجه السرعة. بل وقد يتم إخطار مجلس الإدارة بأن المنشأة الراغبة في السيطرة، سوف تطرح عطاء مباشرًا لحملة أسهم المنشأة المستهدفة، إذا لم يتعاون مجلس إدارتها.

وهكذا، فالبديل لعناق الدب، هو قيام الشركة الراغبة في السيطرة بالاتصال المباشر بحملة الأسهم، دون تقديم أى عروض لمجلس إدارتها. ويكون الاتصال من خلال وسائل الإعلام، حيث يطرح لهم عطاء لبيع الأسهم التي يمتلكونها *Tender Offer* بسعر يزيد عن قيمتها السوقية، بقدر كاف لحثهم على البيع. بل وقد يتم

(١) السيطرة السلمية قد تتم بشراء الأسهم أو استبدال الأسهم بأسهم الشركة الراغبة في السيطرة.

الاتصال بهم بإرسال خطابات على عناوينهم. ومن المفترض قانوناً أن تقدم إدارة المنشأة المستهدفة عناوين حملة الأسهم إلى المنشأة الراغبة في السيطرة، غير أنه نادراً ما يتم اللجوء لذلك، بسبب احتمال تعطيل الإدارة لإجراءات الاتصال. ولا يعتبر التراخي في إعطاء عناوين حملة الأسهم هو الأداة الوحيدة، التي تستخدمها الإدارة، فهناك أدوات دفاعية أخرى متعددة، تمثل كل واحدة منها نوعاً من الإبداع تقدمه لنا الهندسة المالية.

الهندسة المالية في إعادة الهيكلة :

من أبرز صور الهندسة المالية في إعادة الهيكلة توفير سبل التمويل الملائمة، والإسراع في التنفيذ وبتكاليف أقل للصفقة، ووضع الأساس لقرار الاندماج، والأدوات الدفاعية المستخدمة لمواجهة السيطرة العدوانية. وسوف نعرض لتلك الصور من الهندسة المالية في هذا القسم.

١ - توفير سبل التمويل :

قد تكون ضربة البداية في الاندماج عن طريق المهندسين الماليين، فهم يقومون بالبحث عن المنشآت التي تتوافر لها السيولة. وترغب في الوقت في شراء منشآت أخرى، وأيضاً تحديد المنشآت التي قد تكون مستهدفة للامتلاك من قبل منشآت أخرى، وما إذا كانت المنشآت المستهدفة راغبة في أن تباع، أو ما إذا كان حملة أسهمها قد بلغ بهم الاستياء مبلغه، ولا يمانعون من بيع ما يمتلكونه من أسهم، بسعر ملائم للسهم، عادة ما يكون أكبر من قيمته السوقية.

وإذا ما تحقق للمهندسون الماليون بغيتهم، وعادة ما يكونوا من الخبراء الماليين لمستشار استثمار، فإنهم يجرون الاتصال بالأطراف المعنية. وإذا ما راقبت الفكرة للمنشأة الراغبة في الاستحواذ، وأبدت رغبتها في سرعة تنفيذ العملية، قبل أن تلجأ إدارة المنشأة لاستخدام تكتيكات دفاعية، حينئذ يقوم مستشار الاستثمار ذاته بتقديم عروض تمويل عاجلة، يطلق عليها قروض المعبر *Bridge Loans*، وتمثل تلك القروض مصادر مؤقتة، يتم إحلالها لاحقاً بأموال مقرضة طويلة الأجل، في مقدمتها إصدار سندات منخفضة الجودة *Junk Bonds*. ويتحدد حجم الأموال المقرضة المطلوبة وتواريخ سدادها، بناء على تقدير التدفقات النقدية المستقبلية.

بعد ذلك يتم الاتصال بالمؤسسات المالية المعنية، تمهيداً لبيعها سندات تصدرها المنشأة الراغبة في السيطرة. وعادة ما يكون معدل الكوبون الذي تحمله تلك السندات ملائماً، خاصة في الحالات التي يترتب فيها على الاندماج استقرار في التدفقات النقدية

للمنشأة المندمج فيها، وهو ما يعنى انخفاض المخاطر التى يتعرض لها المقرض. ولا تعتبر السندات منخفضة الجودة هى المصدر الوحيد، فهناك مصادر مالية أخرى ممكنة، سنعرض لها فيما بعد.

بل وقد يذهب المهندسون الماليون العاملون مع خبراء الاستثمار لأبعد من ذلك. فقد يقوم هؤلاء الخبراء مسبقاً بالاستثمار فى محفظة من أسهم منشآت مستهدفة للسيطرة، وعادة ما يكون ذلك بأسعار مناسبة؛ إذ عادة ما يتم الشراء فى الأوقات التى يبدى فيها حملة أسهم الشركة استياءهم من أداء الإدارة، ورغبتهم فى التخلص من ملكيتهم فيها. وعندما ينجح مستشار الاستثمار فى العثور على منشأة راغبة فى السيطرة على واحدة من المنشآت المستهدفة، التى تتضمن المحفظة أسهمها، حينئذ يمكن بيع تلك الأسهم للمنشأة المعنية بها يسهل عليها الانتهاء من عملية السيطرة بسرعة كبيرة ولو بتكلفة رأسمالية عالية.

٢ - سرعة التنفيذ بتكلفة أقل :

من أبرز الابتكارات الحديثة التى تمثل نوعاً من الهندسة المالية، هو تقديم العطاءات لشراء الأسهم على مرحلتين *Two-Tier Offer or Two-Step Buyout* بدلاً من مرحلة واحدة، كأداة لتخفيض تكلفة الصفقة وسبيل لسرعة تنفيذها. فى المرحلة الأولى *First Tier* تسعى الشركة الراغبة فى السيطرة لتملك نسبة تمكنها من التحكم فى مقاليد الأمور عادة ما تكون فى حدود ٥١٪ من أسهم رأس المال، بالإعلان عنها بشروط مغرية سواء من حيث السعر أو من حيث طريقة السداد، التى عادة ما تكون نقداً فى هذه الحالة، كما تعلن فى الوقت نفسه أن أى عرض للبيع بعد تاريخ معين فى المرحلة الثانية *Second Tier*، سوف يكون بسعر أقل، كما أن الدفع قد يكون فى صورة أسهم ممتازة أو سندات.

فمثلاً، قد تعلن الشركة الراغبة فى السيطرة عن رغبتها فى شراء حصة قدرها ٥١٪ من أسهم الشركة المستهدفة، خلال أسبوعين بسعر ٥٠ جنيهاً للسهم، تدفع نقداً، أما من يتأخر عن ذلك التاريخ فسوف ينخفض السعر المعروض إلى ٤٠ جنيهاً للسهم، على أن يكون السداد بأسهم ممتازة. هذا الإجراء الذى من شأنه أن يؤدى إلى سرعة التنفيذ، وقد يسهم أيضاً فى تخفيض التكلفة الكلية عما إذا كان العرض لمرة واحدة *One-tier or One-Step-Buyout*. فلو أن سعر الشراء فى ظل نظام الشراء بعرض واحد هو ٤٨ جنيهاً، بينما الشراء فى ظل العرض مرتين هو ٥٠ جنيهاً لحصة قدرها ٥١٪ من مجموع الأسهم، و٤٠ جنيهاً لباقي الحصة، وأن رأسمال الشركة المستهدفة

يتكون من مليون سهم، حينئذ تكون القيمة الكلية للصفقة في حالة العرض مرة واحدة ٤٨ مليون جنيه، أما في حالة العرض مرتين فسوف تكون قيمة الصفقة ٤٥.١ مليون جنيه. بوفورات قوامها ٢ و ٩ مليون جنيه.

٢٥.٥ مليون جنيه	القيمة المدفوعة في المرحلة الأولى
	مليون سهم $\times 51\%$ $\times 50$ جنيه
١٩.٦ مليون جنيه	القيمة المدفوعة في المرحلة الثانية
٤٥.١ مليون جنيه	مليون سهم $\times 49\%$ $\times 40$ جنيه

وحماية لصغار المستثمرين قليلي الخبرة، الذين قد يتقدمون خلال الفترة المحددة، ولكن بعد استنفاد نسبة الـ ٥١٪، تدخلت هيئة البورصات والأوراق المالية SEC، وجعلت شراء الحصة الأولى على أساس نسبة وتناسب لعدد الأسهم المعروضة للبيع، فلو أن عدد الأسهم التي عرضت للبيع خلال الفترة المحددة هو ٧٥٠ ألف سهم، في حين أن المطلوب في المرحلة الأولى هو ٥١٠ ألف سهم، أي بنسبة ٦٨٪ من الكمية المعروضة للبيع، فإن معنى هذا أن من يعرض ١٠٠ سهم خلال الفترة، سوف تشتري منه المنشأة ٦٨ سهماً فقط.

٢ - اختيار الشركة المستهدفة :

أسهمت الهندسة المالية كذلك، في وضع الأساس لاختيار الشركة المستهدفة للاحتلاك، بما يضمن تحقيق مكاسب لحملة أسهم الشركة الراغبة في السيطرة. ولتسهيل العرض سوف نتجنب تعقيدات دفع البائع للضريبة على الأرباح الرأسمالية المتولدة، إذ سنفترض أن المنشأة «أ» ترغب في امتلاك المنشأة «ب» بأسلوب استبدال الأسهم. ويوضح جدول (١) بعض البيانات المتاحة عن المنشأتين.

جدول (١)

بيانات مالية عن المنشأتين أ، ب

البيانات	المنشأة (أ)	المنشأة (ب)
الربحية الحالية.	٨.٠٠٠.٠٠٠	٣.٠٠٠.٠٠٠
عدد الأسهم.	٢.٠٠٠.٠٠٠	١.٢٠٠.٠٠٠
ربحية السهم.	٤.٠	٢.٥
القيمة السوقية للسهم.	٥٠.٠	٢٠.٠
نسبة سعر السهم إلى ربحيته.	١٢.٥	٨.٠

فإذا ما افترضنا أن المنشأة «أ» عرضت سعراً للسهم في رأسمال المنشأة «ب» قدره ٢٥ جنيه يدفع في صورة أسهم، في حين أن القيمة السوقية للسهم ٢٠ جنيهاً، حينئذ ستكون نسبة الاستبدال *Exchange Ratio* بناء على بيانات جدول (١) تساوى ٠.٥ ($25 \div 50$) على أساس أن القيمة السوقية لسهم المنشأة «أ» هي ٥٠ جنيهاً. هذا يعنى أن يحصل ملاك المنشأة «ب» على سهم واحد في رأسمال المنشأة «أ» في مقابل كل سهمين يمتلكونها في رأسمال المنشأة «ب»، ليرتفع عدد أسهم رأسمال المنشأة «أ» بما يعادل ٦٠٠ ألف سهم (١.٢٠٠.٠٠٠ سهم \times ٥٠) ليصبح ٢٠٦ مليون سهم، والآن لو أن ربحية المنشأة «أ» بعد الاندماج سوف تساوى مجموع ربحية المنشأتين معاً أى تصبح ١١ مليون جنيه، حينئذ سوف ترتفع ربحية السهم بعد الاندماج، لتصبح ٤,٢٣ جنيه (١١ مليون جنيه مقسومة على ٢,٦ مليون سهم).

وهكذا يبدو أن الملاك الأصليين للمنشأة «أ» قد حققوا - نتيجة للاندماج - زيادة في ربحية السهم قدرها ٢٣ قرشاً. هذه المكاسب لا بد وأن تكون على حساب حملة أسهم المنشأة «ب»، مادنا قد افترضنا عدم وجود وفورات أو مكاسب من أى نوع نتيجة للاندماج. ولإثبات ذلك نشير إلى أن حملة أسهم المنشأة «ب» قد حصلوا في مقابل كل سهم يمتلكونه في رأسمال تلك المنشأة على ٠.٥ سهم من أسهم المنشأة «أ»، يتولد عنه ربحية قدرها ٢,١٢ جنيه ($2,23 \times 0,5$)، في حين أن ربحية السهم في رأسمال المنشأة «ب» كان ٢,٥ جنيه، أى انخفضت ربحية السهم عما كانت عليه قبل الاندماج بما يعادل ٣٨ قرشاً.

والآن دعنا نفترض أنه لحت حملة أسهم المنشأة «ب» على قبول فكرة الاندماج، فقد عرضت المنشأة «أ» سعراً للسهم قدره ٤٠ جنيه. هنا ستكون نسبة الاستبدال ٠.٨ ($40 \div 50$)، بما يعنى أنه سيضاف إلى رأسمال المنشأة «أ» ٩٦٠ ألف سهم (١,٢٠٠.٠٠٠ سهم \times ٠.٨)، وكنتيجة لذلك يتوقع أن تنخفض ربحية السهم لتصبح ٣,٧٢، وهو ما يلحق الضرر بحملة أسهم المنشأة «أ». وحيث إننا افترضنا عدم وجود وفورات أو مكاسب نتيجة للاندماج، فإنه يتوقع أن يقابل ذلك مكاسب لحملة أسهم المنشأة «ب». وهذا ما حدث، إذ حصل حامل السهم على أرباح قدرها ٢.٩٨ جنيه ($3,72 \times 0,8$) عن كل سهم كان يمتلكه في رأسمال المنشأة «ب»، في مقابل ٢,٥ جنيه كان يحصل عليها قبل الاندماج. ويطلق على ما حدث لربحية السهم في المنشأة «أ» نتيجة للاندماج بتخفيف أو تخفيض *Dilution* ربحية السهم.

وكقاعدة عامة، تحدث ظاهرة التخفيف عندما تكون نسبة سعر السهم إلى ربحيته في المنشأة المندمجة، أعلى من مثيله للمنشأة المندمج فيها. فعند تسعير سهم المنشأة «ب»

بمبلغ ٢٥ جنيهاً، كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته ١٠ مرات (٢٥ ÷ ٢,٥) وهى أقل من مثيلتها للمنشأة المندمج فيها (١٢,٥) مرة، ومن ثم لم يحدث أى تخفيف، بل زادت ربحية سهم المنشأة المندمج فيها. أما عند تسعير السهم بمبلغ ٤٠ جنيه، فقد ارتفعت نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأة المندمجة، حيث بلغت ١٦ مرة، وهى أعلى من مثيلتها للمنشأة المندمج فيها (١٢,٥) مرة، ومن ثم حدث التخفيف؛ أى انخفضت ربحية السهم للمنشأة المندمج فيها. إنها الهندسة المالية التى وضعت لنا هذا المعيار لاتخاذ قرار الاندماج.

ولكن إذا كان هذا هو التصور قبل حدوث الاندماج بالفعل، فهل ينبغى أن تقدم المنشأة «أ» على قرار الاندماج؟ نعم، عليها أن تفعل ذلك فى الحالة الأولى، طالما سترتب على الاندماج تحسن فى ربحية السهم. ولكن هل هذا يعنى بالضرورة رفض فكرة الاندماج فى الحالة الثانية، الإجابة بالنفى. فلو أن التوقعات المستقبلية تشير إلى أن معدل نمو ربحية المنشأة «ب» مبشر، أو أن هناك وفورات سوف تنجم عن عملية الاندماج Synergistic Effects، فقد يكون لقرار الاندماج ما يبرره. فقد يترتب على الاندماج بلوغ ربحية سهم المنشأة «أ» بمستوى يفوق ما كانت عليه قبل الاندماج، وهو ما يترك أثره الإيجابى على مضاعف الربحية للشركة المندمج فيها، الذى هو متغير جوهري، يأخذه المهندسون الماليون فى الحسبان عند اختيار المنشأة التى يمكن أن تكون هدفاً للسيطرة.

وحينما نتقدم خطوة أخرى إلى الأمام، ونضع قاعدة تحدد نسبة الإستبدال لأسعار السوق Exchange Ratio of Market Prices التى تقاس بالمعادلة التالية رقم - ١ .

$$(١) \quad \frac{\text{س} \times \text{ن}}{\text{ص}} = \text{نسبة الإستبدال لأسعار السوق}$$

حيث تمثل «س» القيمة السوقية لسهم المنشأة الراغبة فى السيطرة، و«ص» تمثل القيمة السوقية لسهم المنشأة المستهدفة. أما «ن» فتمثل عدد الأسهم فى رأسمال المنشأة المشترية الذى سيحصل عليه حامل سهم المنشأة المستهدفة، فى مقابل كل سهم يمتلكه.

والآن، دعنا نفترض منشأتين، هما ج، د اللذين يوضح جدول (٢) بعض بياناتهما المالية، حيث يكشف عن قيمة سوقية لسهم المنشأة المشترية، أى المنشأة «ج»، قدرها ٤٠ جنيهاً، فى مقابل قيمة سوقية قدرها ١٠ جنيهات لسهم المنشأة المستهدفة،

أى المنشأة «د». وإذا ما تم الإتفاق على حصول المستثمر فى المنشأة المستهدفة، على ربع سهم فى رأس مال المنشأة المشترية فى مقابل كل سهم يمتلكه، فإن نسبة الاستبدال لأسعار السوق تصبح مساوية للواحد الصحيح.

جدول (٢)

بيانات مالية عن المنشأتين ج، د

البيانات	المنشأة (ج)	المنشأة (د)
الربحية الحالية.	١,٢٠٠,٠٠٠	٨٠٠,٠٠٠
عدد الأسهم.	٦٠٠,٠٠٠	٥٠٠,٠٠٠
ربحية السهم.	٢	١,٦
القيمة السوقية للسهم.	٤٠	١٠
نسبة سعر السهم إلى ربحيته.	٢٠	٦,٢٥

$$1 = \frac{0,25 \times 40}{10} = \text{نسبة الاستبدال لأسعار السوق}$$

قد لا تبدو هذه النسبة مشجعة لحملة أسهم المنشأة المستهدفة، لماذا؟ لأن سعر الإستبدال ($0,25 \times 40 = 10$ جنيهات) هو ذاته سعر السوق (١٠ جنيه). ومن ناحية أخرى، لو كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأة المشترية تفوق مثلتها للمنشأة المستهدفة، وكانت المنشأة المشترية قادرة على المحافظة على نسبة سعر السهم إلى ربحيته بعد الاندماج، فقد تقبل شراء سهم المنشأة المستهدفة بسعر أعلى من سعر السوق، ليحقق حملة أسهم المنشأتين بعض المكاسب. وهذه قاعدة أساسية فى الإختيار، وضعها لنا أيضاً المهندسون الماليون.

وللتأكد من ذلك دعنا نفترض أن المنشأة المشترية «ج» قد وافقت على منح المستثمر فى المنشأة «د» ٠,٣ سهم، فى مقابل كل سهم يمتلكه. هنا ستكون نسبة الإستبدال ١,٢.

$$1,2 = \frac{0,3 \times 40}{10} = \text{نسبة الاستبدال لأسعار السوق}$$

جدول (٣)

بعض البيانات المحاسبية عن المنشأة جـ
بعد الاندماج

٢,٠٠٠,٠٠٠	الربحية الحالية.
٧٥٠,٠٠٠	عدد الأسهم.
٢,٦٧	ربحية السهم.
٥٣,٤٠	القيمة السوقية للسهم.
٢٠	نسبة السعر / الربحية.

هذا يعنى أنه تم تقييم سعر سهم المنشأة المستهدفة بمبلغ ١٢ جنيهاً (١٠ × ١,٢)، وهى ما يعنى مكاسب لحملة أسهمها. ولكن ماذا عن المنشأة المشترية؟ يتطلب الأمر تحليل جدول (٣)، الذى يوضح بعض البيانات المالية للمنشأة «ج» بعد الاندماج، مع ملاحظة أن الربح الكلى هو مجموع ربحية المنشأتين، أما عدد الأسهم فقد زاد بمقدار الأسهم التى حصل عليها حملة أسهم المنشأة المستهدفة، أى ١٥٠ ألف سهم (٥٠٠.٠٠٠ سهم × ١٢ جنيهاً ÷ ٤٠ جنيهاً)، لنتهى إلى ربحية للسهم (٢,٦٧ جنيهاً) تزيد عما كانت عليها قبل الاندماج (٢ جنيهاً). ولعل القارئ يتذكر أننا افترضنا ثبات نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأة الراغبة فى الامتلاك (٢٠ مرة)، ومن ثم فقد ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى ٥٣,٤٠ جنيهاً، وهى تفوق ما كانت عليه قبل الاندماج (٤٠ جنيهاً).

وقد أسفر الاندماج عن مكاسب للطرفين، فحملة أسهم المنشأة المستهدفة استبدلوا الأسهم التى يمتلكونها على أساس سعر بلغ ١٢ جنيهاً، فى حين أن قيمته السوقية ١٠ جنيهات. كذلك حقق حملة أسهم المنشأة المشترية مكاسب واضحة، ذلك أن القيمة السوقية للسهم قد ارتفعت من ٤٠ جنيهاً إلى ٥٣,٤٠ جنيهاً (٢٠ × ٢,٦٧ مرة) رغم استبدال سهم المنشأة المستهدفة على أساس سعر أعلى من سعر السوق.

ماذا حدث؟ هل لمجرد الاندماج تتحقق كل هذه المكاسب؟ هذا يبدو محيراً؛ خاصة ونحن قد افترضنا عدم وجود أى تأثير إيجابى على الربحية نتيجة الاندماج، فالربحية الكلية هى مجموع ربحية المنشأتين قبل الاندماج وما حدث هو أن استبدال سهم المنشأة «د» على أساس سعر للسهم قدره ١٢ جنيهاً، قد ترتب عليه انخفاض فى عدد الأسهم المضافة إلى رأس مال المنشأة «ج»، وارتفاع ربحية السهم بالتبعية، مقارنة بما كان يمكن أن يكون عليه الحال لو أن الاستبدال كان قد تم على أساس سعر للسهم قدره ١٠ جنيهات. وفى ظل افتراض ثبات نسبة سعر السهم إلى ربحيته، ارتفعت القيمة السوقية للسهم بعد الاندماج.

قد يعترض القارئ على هذا التحليل، على أساس أنه تحليل غير واقعي، عندما يتسم السوق بالكفاءة، ففي مثل هذا السوق لا يمكن أن يتحقق نمو في القيمة السوقية للسهم لمجرد الاندماج، طالما لم يولد الاندماج أى مزايا إضافية؛ فالسوق الذى يتميز بالكفاءة، يصعب فيه افتراض ثبات نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأة المشترية. فنسبة سعر السهم إلى ربحيته بعد الاندماج هى المتوسط المرجح لنسبة سعر السهم إلى ربحيته للمنشأتين المندمجتين أى 13.7 مرة فى هذا المثال $(20 \times \frac{6,000,000}{11,000,000} + 6.25 \times \frac{5,000,000}{11,000,000})$ ، ليسفر الاندماج عن انتقال الثروة من ملاك المنشأة المشترية إلى ملاك المنشأة المستهدفة. فقيمة سهم المنشأة المشترية سينخفض من 40 جنيهاً إلى 36.6 جنيه (13.7×2.67) مقابل ارتفاع قيمة سهم المنشأة المشترية من 10 جنيهات إلى 12 جنيه، كما سبق أن ذكرنا.

هذا صحيح.. ولكن علينا أن نتذكر أن ذلك لسبب افتراض كفاءة السوق. بعبارة أخرى أنه عندما يتعلق الأمر بعمليات اندماج فى أسواق لا تتسم بالكفاءة، كما هو الحال فى أسواقنا العربية، فإن الصورة لا بد أن تختلف، ولا سيما أننا قد افترضنا أن الاندماج لن يترتب عليه وفورات أو مكاسب من شأنها أن تزيد من الربحية المتوقعة للسهم، فى حين أن الاندماج قد يترتب عليه مثل هذه المكاسب والوفورات، التى تزيد من ربحية السهم، وتجعل الزيادة فى القيمة السوقية للسهم بعد الاندماج أمراً متوقعاً. يؤيدنا فى ذلك النظريات الاقتصادية التى قدمت لنا اقتصاديات الحجم، كما يؤيدنا الواقع الذى تشهد عليه شركة جنرال إلكتريك، على النحو الذى سبق الإشارة إليه فى القسم الأول من هذا المبحث.

قد نجد من يعترض على وجود تأثير إيجابى للوفورات على قيمة المنشأة بعد الاندماج، وهم يحتمون بذلك وراء فكر مدجلىانى وميلر، اللذين يدعيان أن الاندماج ليس من شأنه أن يؤدى إلى جعل القيمة السوقية للمنشأة بعد الاندماج، أكبر من قيمة المنشأتين منفصلتين. ولقد اعتمدنا فى ذلك على ما يسمى بمبدأ القيمة المضافة Value Additivity Principle. ويقضى هذا المبدأ بأن القيمة السوقية للمنشأة بعد الاندماج والتى تتكون من منشأتين هما «أ، ب» مثلاً تعادل القيمة السوقية للمنشأة (أ) مستقلة، مضافاً إليها القيمة السوقية للمنشأة (ب) مستقلة، وهذا ما توضحه المعادلة (٢).

$$ق\ ب = ق\ ا + ق\ ب \quad (٢)$$

حيث «ق» تمثل قيمة المنشأة.

وحتى إذا ما أسفر الاندماج عن تحقيق بعض المزايا، وأدى إلى تعظيم قيمة المنشأة بعد الاندماج لتفوق قيمة المنشأتين مستقلتين، على النحو الذى توضحه العلاقة الآتية، فإن من شأن عملية المراجعة Arbitrage أن تعيد الأمور إلى نصابها.

$$ق ب < ق أ + ق ب$$

$$\text{مثلاً } ٣ < ١ + ١,٥ \text{ قيمة بالجنيهات}$$

ذلك أن المستثمر الذى يضع نفسه في موقف المفاضلة بين شراء المنشأة، التى تضم المنشأتين أ، ب معاً، شراء المنشأتين أ، ب مستقلتين، سيجد من صالحه أن يشتري المنشأتين أ، ب مستقلتين بقيمة قدرها ٢,٥ مليون جنيه (١,٥ مليون + مليون) ثم يدمجها معاً، بدلاً من أن يشتري المنشأة التى تضم أ، ب بالفعل بقيمة قدرها ٣ ملايين جنيه. ومن المتوقع في ظل هذه الظروف، أن يزداد الطلب على المنشآت المستقلة من النوع «أ، ب» وترتفع بالتالى قيمتها السوقية، وينخفض الطلب على المنشآت التى تضم أ، ب معاً وتنخفض بالتالى قيمتها السوقية، إلى أن يتحقق التساوى لطرفي العلاقة السابقة، ويفقد الاندماج مزاياه. إنها المراجعة التى هى فكرة جهنمية أضافها مدجليانى وميلر إلى قاموس الإدارة المالية.

ورغم عشق طلاب الإدارة المالية لفكرهما، إلا أن فكرة المراجعة تقوم على فروض قد لا تتحقق، ومن ثم نتوقع أن تكون للاندماج وفورات اقتصادية، سواء تعلق ذلك بالوفورات في تكاليف أنشطة المبيعات أو المشتريات، أو الأنشطة المالية والإدارية وما شابه ذلك. ففي ظل الاندماج سوف لا تكون هناك أنشطة مكررة. ونتيجة لذلك يتوقع أن تنخفض التكاليف وتكون ربحية المنشأتين بعد الاندماج أكبر من مجموع ربحيتهما قبل الاندماج، ومن ثم فإن قيمتهما معاً بعد الاندماج أكبر من مجموع قيمتهما قبله، وبعبارة أخرى أنه بفضل الوفورات الاقتصادية للاندماج تكون قيمة المنشأة المدمج فيها أكبر من قيمة الأجزاء المكونة لها Synergism.

مرة أخرى، تتجلى الهندسة المالية في اختيارها للمنشأة المستهدفة، التى يكون من نتيجة اندماجها زيادة صافية في ثروة ملاك المنشأة الراغبة في الاستحواذ عليها. وهكذا فالاندماج هندسة مالية لكى تعلمنا وتساعدنا على تنمية مهارتنا في هندسة أمور أخرى. ولكن كيف يمكن تقدير المكاسب من عملية الامتلاك، التى قد تكون في صورة اندماج؟

تقدير قيمة المكاسب الإضافية :

لعلنا نتذكر قرارات إحلل الأصول، وكيف أن تقييم قرار الإحلل يقوم على الفروق في التدفقات النقدية Incremental Cash flow. نفس المنهج سوف نتبعه في تقدير قيمة قرار اندماج منشأة «أ» مع منشأة «ب»، وهو ما يتحدد على ضوء المعادلة (٣) التالية :

$$(٣) \quad \text{ك} = \text{ق ح «أ ب»} - (\text{ق ح «أ»} + \text{ق ح «ب»})$$

حيث «ك» تمثل المكاسب من عملية الامتلاك التي قد تنطوي على اندماج، ق ح «أ ب» تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأتين أ، ب معاً. ق ح «أ» تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأة أ، ق ح «ب» تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأة ب، قبل أن يندجما.

الطرف الأيسر من المعادلة (٣) لا يخرج عن كونه القيمة الحالية لفروق التدفقات النقدية بين ما يتوقع أن تحققه المنشأة "أ ب" وما تحققه المنشأتين "أ، ب" بالفعل قبل أن يندجما. وإذا كان الأمر كذلك، فإن المعادلة (٣) تصبح هي نفسها المعادلة (٤) :

$$(٤) \quad \frac{\Delta ت}{\Delta (م + ١) ص} = \text{ك}$$

حيث $\Delta ت = \Delta ي + \Delta ص - \Delta ض - \Delta ل$. « $\Delta ت$ » تمثل الفرق بين التدفقات النقدية للمنشأة «أ ب»، والتدفقات النقدية للمنشأتين «أ»، «ب» منفصلتين. «م» تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار، « $\Delta ي$ » يمثل التغير في الإيرادات « $\Delta ص$ » يمثل التغير في المصروفات « $\Delta ض$ » تمثل التغير في المدفوعات الضريبية، « $\Delta ل$ » تمثل التغير في حجم الإستثمار سواء كان استثماراً في أصول ثابتة أو في رأس المال العامل.

غير أن كون قيمة «ك» موجبة، لا يعني أن قرار الامتلاك قرار سليم بالضرورة. لماذا؟ لأن المكاسب التي تعكسها قيمة «ك» قد لا تذهب كلها لملاك المنشأة المندمج فيها. يحدث هذا عندما تشتري المنشأة المستهدفة بقيمة أكبر من القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية، ويمثل الفرق نصيب ملاك المنشأة المستهدفة في المكاسب، المتوقع أن تتولد عن الامتلاك. وهذا يعني أنه ما لم تكن القيمة الحالية للمكاسب من الاندماج، أى قيمة «ك» أكبر من قيمة الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأة المندججة،

والقيمة المدفوعة لشرائها، فإن قرار الامتلاك يصبح لا مبرر له. وتلخص المعادلة (٥) طبيعة هذه العلاقة.

ص ق ح لقرار الامتلاك = ك - (ل - ق ح «ب»)

حيث «ل» تمثل القيمة المدفوعة لامتلاك المنشأة «ب».

ولتوضيح الفكرة، دعنا نفترض أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمنشأتين «هـ» و«و» هي ١٠٥ مليون جنيه، ٥٠٠ ألف جنيه على التوالي. ويتوقع أن يترتب على الاندماج وفورات تبلغ قيمتها الحالية ١٠٠ ألف جنيه. هذا يعنى أن قيمة المنشأتين «هـ» و«و» بعد إندماجهما، وهو ما يعادل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (٢٠١ مليون جنيه) يفوق قيمة المنشأتين مستقلتين (القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية أى مليونى جنيه)، بما يعادل القيمة الحالية للوفورات أى ١٠٠ ألف جنيه. هذا ورغبة فى حث ملاك المنشأة «د» على قبول قرار الشراء، فقد عرضت المنشأة «ج» دفع مبلغ قدره ٥٤٠ ألف جنيه لشراء المنشأة «د»، وهو ما يفوق قيمتها (القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية) بما يعادل ٤٠ ألف جنيه، ويمثل فى الوقت نفسه تكلفة قرار الشراء، الذى يخصم من القيمة الحالية للوفورات المتوقعة، ليقبى لملاك المنشأة «ج» مكاسب صافية قدره ٦٠ ألف جنيه، تطبيقاً للمعادلة (٥).

ص ق ح لقرار الامتلاك = ١٠٠ - (٥٠٠ - ٥٤٠) = ٦٠ ألف جنيه

الهندسة المالية وأدوات مواجهة السيطرة العدوانية :

السيطرة العدوانية Hostile Takeover كما سبق الإشارة، هى تلك التى تحدث رغم أنف الإدارة، والتى يشجع عليها عدم رضاء حملة أسهم المنشأة المستهدفة عن أداء الإدارة. وحتى منتصف الستينيات كانت السيطرة من النوع السلمى *Friendly Takeover* وأن السيطرة العدوانية إذا ما حدثت تكون فى العادة باستخدام ما يسمى بحرب التصويت. ويقصد بحرب التصويت *Proxy Fight* سعى المنشأة التى فشلت فى السيطرة على الشركة المستهدفة سلمياً، أن تسعى للحصول على تفويض من مساهمى تلك الشركة، بالتصويت نيابة عنهم، لإقضاء الإدارة التى رفضت عرض الشراء، الذى عادة ما يكون عرضاً مغرياً. وكان المتبع فى مثل هذه الظروف أن يطلب حاملو التفويض من الشركة عناوين حملة الأسهم حتى يمكن الاتصال بهم، وهو طلب عادة ما يكون مصيره الرفض أو التسويف، ولا سبيل لتحقيقه سوى من خلال دعوة قضائية. وفى ظل الوقت الطويل المستغرق فى تلك الإجراءات، كانت الإدارة فى معظم الأحوال تجد السبيل لكسب معركة التصويت.

هنا ظهرت الحاجة إلى أساليب أخرى أكثر فاعلية. وقد تحقق ذلك بفضل جهود المهندسين الماليين الذين نجحوا في ابتكار سبيل آخر للسيطرة العدوانية، بالاتصال المباشر مع حملة الأسهم من خلال وسائل الإعلام، بغرض تقديم عرض لشراء ما يمتلكونه من أسهم بسعر يفوق القيمة السوقية للسهم. بل ولقد نجح المهندسون الماليون في تصميم استراتيجيات السيطرة بأسلوب سريع، من شأنه أن يشل حركة الإدارة، ولا يتيح لها وقت كاف لاتخاذ إجراءات دفاعية. من بين تلك الأساليب قروض المعبر *Bridge Finance*، ومحفظة أسهم الشركات المستهدفة، وطالما أن الهندسة المالية مهنة هدفها الكسب، فقد فعل المهندسون الشيء وضده. فهم الذين يصممون أدوات تنفيذ السيطرة، وهم أنفسهم الذين يصممون أدوات للإدارة للوقوف في مواجهة تلك السيطرة.

وهناك صور متعددة لأدوات الدفاع التي أتاحتها المهندسون الماليون لإدارة الشركة المستهدفة. ولقد أعطيت تلك الأدوات مسميات جذابة لافتة للنظر، من بينها مثلاً استراتيجية يطلق عليها مطاردات سمك القرش *Shark Repellents* الذي يتميز بضخامة حجمه، كناية عن كبار المستثمرين الذين يخططون للسيطرة على منشأة ما، وما يتبعه من استبعاد للقائمين على إدارتها. وفي مقدمة تلك الأدوات أو الإستراتيجيات تعديل قانون إنشاء الشركة، بالنص على شرط موافقة أغلبية كبيرة *Super-Majority Approval Provision* على عرض الاندماج أو أى صورة أخرى من صور السيطرة؛ فالأصل أن تكفى موافقة ثلثي حملة الأسهم، غير أن التعديل قد يتطلب ضرورة موافقة نسبة كبيرة منهم، قد تصل إلى 80٪، مما يضع العقبات أمام إمكانية استبعاد أعضاء الإدارة.

وغالباً ما يصاحب شرط الأغلبية الكبيرة شرط السعر العادل للسهم *Fair Merger Price Provision*، بالنسبة للأسهم التي تباع في المرحلة الثانية للعطاء. كأن ينص على ربط سعر شراء السهم بالقيمة السوقية السائدة حينذاك، والتي يتوقع أن تكون مرتفعة بعد إتمام المرحلة الأولى *First-Tier Offer* على النحو الذي تقضى به نظرية المحتوى المعلوماتي *Information Content*، فسعى منشأة ما للسيطرة على منشأة أخرى، هو مؤشر لمستقبل مزدهر لأداء المنشأة المستهدفة بعد إعادة هيكلتها.

وهناك ما يسمى بالمظلة أو البراشوت الذهبي *Golden Parachute*، ويقصد به النص في عقد استخدام الإدارة على حقها في الحصول على تعويض مادي سخى، إذا ما اضطر أعضاء الإدارة لتترك وظائفهم، كنتيجة مباشرة لسيطرة منشأة أخرى على

المنشأة التي يديرونها. هذه المنحة السخية يمكن النظر إليها على أنها وسيلة مساعدة لجعل الإدارة تفكر في مصالح حملة الأسهم، إلى جانب تفكيرها في مصالحها. بمعنى أنها قد تمثل أداة تحد من رغبة الإدارة في استخدام أدوات دفاعية، إذا ما كان في عرض الشراء مصلحة للملاك. غير أنه يمكن النظر أيضاً إلى المنحة السخية التي تشتريها الإدارة على أنها محاولة لتعظيم ثروتها على حساب الملاك، لذا فقد وضع المشرع الأمريكي، قيوداً على استخدام الإستراتيجيات الأخرى مثل الابتزاز المشروع، كما سيتضح فيما بعد، حماية لمصالح ملاك الشركة المستهدفة.

ومن تطبيقات استراتيجية مطاردة سمك القرش أيضاً، ما يسمى بدفاع الأقفال *Lockup Defence*. وبمقتضاها تقوم الشركة المستهدفة ببيع واحد من أكثر أصول الشركة جاذبية للشركة الراغبة في السيطرة، وذلك لإحباط محاولة السيطرة. ويطلق على هذه الإستراتيجية أيضاً الدرة الثمينة *Crown Jewel* أو إستراتيجية الأرض المحروقة *Scorched Earth*، وهناك كذلك إمكانية قيام إدارة المنشأة المستهدفة باللجوء إلى القضاء *Litigation* بدعوى أن محاولة السيطرة ستؤدى في النهاية إلى الإحتكار، وهو ما يمثل مخالفة قانون الحماية ضد الإحتكار *Antitrust Law*.

وهناك أداة أخرى صممها المهندسون الماليون، أطلق عليها الإبتزاز المشروع *Greenmail*. تبدأ تطبيقات تلك الإستراتيجية، عندما ينجح مستثمر أو مجموعة من المستثمرين في شراء أسهم المنشأة المستهدفة، بكميات تحشى معها الإدارة أن تكون نقطة بداية يتبعها الإعلان عن رغبة في شراء المزيد من تلك الأسهم *Tender Offer*، بهدف السيطرة. في هذه الحالة قد تلجأ إدارة المنشأة إلى الاتصال بهؤلاء المستثمرين الراغبين في السيطرة، حيث تعرض عليهم دون غيرهم شراء الأسهم التي يمتلكونها، بسعر أعلى من السعر الذي اشترت به. ومن الأمثلة على ذلك قيام شركة ديزنى *Disney* بإعادة شراء حصة من أسهمها، كانت قد اشترتها مجموعة سول ستبرج. وقد حققت الأخيرة من وراء ذلك أرباحاً بلغت ٦٠ مليون دولار. غير أنه لما كان التصرف المشار إليه من قبل إدارة ديزنى فيه تضحية بمصالح حملة الأسهم، إذ إن شراء الأسهم قد تم تمويله من أموال الشركة، فقد لجأ حملة الأسهم إلى القضاء، واستردوا من ستبرج وإدارة ديزنى جزءاً كبيراً من هذه المكاسب، وبالتحديد ٤٥ مليون دولار.

وهناك أداة دفاعية أخرى تدخل تحت استراتيجية مطاردة سمك القرش، تتمثل في قيام الإدارة، ربما بمشاركة عدد قليل من المستثمرين، بالاقتراض بهدف شراء أسهم رأسمال الشركة كله أو غالبية *Management-Leveraged Buyout or*

Management Buyout (MBO)، من خلال عرض للشراء يعلن عنه في وسائل الإعلام *Tender Offer*، وبسعر عادة ما يزيد عن القيمة التي يتداول بها السهم في السوق. ويأجل القروض محل الأسهم المشتراة، تصبح الشركة مملوكة لعدد صغير من المستثمرين من بينهم أعضاء الإدارة. وهنا سوف يصعب، إذا لم يستحل، نجاح جهود السيطرة، أولاً: لأن الملكية أصبحت مرتكزة على النحو المشار إليه، وثانياً: لكون الشركة أصبحت مثقلة بالديون، بحيث لن تصبح لها جاذبيتها لدى الشركة الراغبة في السيطرة. والآن، ألا تنطوي تلك الإستراتيجية على ابتكار من النوع الراقى!

وأداة أخرى شبيهة صممها المهندسون الماليون، هي إعادة الهيكلة بالاقراض *Leveraged Cashout or Leveraged Recapitalization (Recap)*، التي ظهرت في عام ١٩٨٥ وتدخل ضمن منظومة استراتيجيات مطاردة سمك القرش. وفيها تقوم الإدارة بالحصول على قرض كبير، تستخدم حصيلته في إجراء توزيعات. غير أن ما يحصل عليه حملة الأسهم الخارجيون *Outside Shareholders* يكون في صورة نقدية، بينما يحصل حملة الأسهم الداخليون *Inside Shareholders* أى المساهمين من أعضاء الإدارة والعاملين، على نصيبهم في التوزيعات في صورة أسهم إضافية. وهكذا تتوافر متطلبات المطاردة. فأولاً: أصبحت الشركة مثقلة بالديون، ثانياً: زادت حصة المساهمين الداخليين ونسبة أصواتهم في الجمعية العمومية، ومن ثم قد يسهل عليهم التصدي لعملية السيطرة.

وبإضافة إستراتيجية بيع حصة من أسهم الشركة ضمن خطة لمشاركة العاملين في ملكية الشركة *Employee Stock Ownership Plan (ESOP)*، وهى كسابقتها، تقوى من جبهة المساهمين الداخليين *Inside shareholders* الذين لهم مصلحة في الصمود أمام محاولة السيطرة. وهناك كذلك إستراتيجية انتخاب أعضاء مجلس الإدارة على مراحل *Staggered Election of Directors*، ويقصد بذلك إمكان تعديل قانون الشركة ليسمح بتقسيم أعضاء المجلس في ثلاث مجموعات، بحيث يتم إعادة انتخاب مجموعة واحدة كل سنة. هذا يعنى أن يصبح من الصعب نجاح حرب التصويت من مرة واحدة. كذلك هناك إستراتيجية إعادة الهيكلة المزدوجة *Dual Class Recapitalization*، وهو ما يعنى إصدار فئة أخرى من الأسهم يكون فيها للسهم الواحد أكثر من صوت، مع عدم جواز بيع تلك الأسهم لطرف آخر غير الشركة نفسها. وهذا يحمل في طياته تقوية لمركز الإدارة، مع كل مرة يعاد فيها بيع تلك الأسهم للشركة.

وصيغة أخرى لإستراتيجية مطاردة سمك القرش التي تهدف إلى توفير أدوات الحماية للإدارة القائمة، يطلق عليها إستراتيجية إعادة شراء الأسهم من فئات معينة *Exclusionary Self-Tenders*؛ فعندما يتأكد لإدارة المنشأة المستهدفة، تأهب مجموعة من كبار المساهمين للسيطرة على الشركة، قد تقوم الإدارة بالإعلان عن رغبتها في شراء حصة من أسهمها، مستثنية من ذلك الأسهم التي يمتلكها هؤلاء المستثمرون، يتم ذلك بسعر يزيد عن سعر السوق. ومن أشهر حالات استخدام تلك الإستراتيجية، حالة إحدى شركات البترول الضخمة، عندما أعلنت عن رغبتها في شراء ٢٩٪ من أسهمها من كافة المستثمرين، عدا مجموعة من أكبر مستثمريها وهي شركاء مستا الثانية *Mesta Partners II*. وقد اشترى السهم بسعر ٧٢ دولار، وهو ما يزيد بمقدار ١٦ دولار عن قيمته السوقية. يالها من إستراتيجية عقابية لمن خولت له نفسه السيطرة على الشركة؛ فالأسهم المشتراة بقيمة أعلى من قيمتها السوقية، قد تم تمويلها من موارد الشركة، التي يساهم فيها مجموعة المستثمرين الذين استبعدوا من الدعوة لبيع أسهمهم. هذا يعنى بلغة الإدارة المالية إتاحة الفرصة لانتقال الثروة من تلك المجموعة إلى بقية المساهمين.

كذلك هناك إستراتيجية أقراص الدواء المسمومة *Poison Pills*، وهي أداة تستهدف اتخاذ إجراءات من شأنها أن تجعل الشركة غير جذابة لعملية السيطرة. وعادة ما يكون ذلك بإعطاء مزايا للمستثمرين في الشركة المستهدفة؛ إذا ما حدثت سيطرة عدوانية. ومن الأمثلة على ذلك إعطاء الحق للمساهمين لشراء حصة إضافية من أسهم الشركة بسعر للسهم يقل كثيراً عن قيمته السوقية، إذا ما تأكد للإدارة أن هناك مستمراً قد جمع حصة من رأس مال الشركة (٢٥٪ مثلاً) بهدف السيطرة. وإذا ما نفذ المساهمون هذا الحق، فسوف يترتب على ذلك زيادة عدد الأسهم، وتقل بالتالى نسبة أسهم رأس المال المملوك للمستثمر الراغب في السيطرة. خاصة وأنه ليس من حق المستثمر الراغب في السيطرة، في ظل إستراتيجية الأقراص المسمومة المشار إليها، شراء حصة من الأسهم الإضافية بالسعر المعروض، الذى قد لا يتجاوز نصف القيمة السوقية للسهم، وهذا يعنى انتقال الثروة من المستثمر الراغب في السيطرة إلى بقية المستثمرين.

وينتقل المزيد من الثروة لو أن المستثمر الراغب في السيطرة كان قد اشترى الأسهم بعلاوة لتشجيع حملة الأسهم لبيعها له، ذلك أن بيع أسهم إضافية لغير ذلك المستثمر بسعر أقل مما ينبغى، يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسهم، مما يزيد من مقدار الفرق بين القيمة السوقية للسهم والسعر، الذى سبق له أن دفعه لشرائه (مقدار العلاوة). وهذه الزيادة تمثل خسائر إضافية للطرف الراغب في السيطرة، وهي خسائر تحمل في طياتها انتقال للثروة منه إلى بقية حملة أسهم الشركة المستهدفة.

ومن الصور الأخرى لإستراتيجية الأقراص المسمومة، أن تقرر الإدارة أن تصبح القروض التي حصلت عليها الشركة مستحقة السداد، في حالة حدوث السيطرة، كما فعلت إدارة مؤسسة صناعات «سكوت» الأمريكية، وفي هذا الصدد يجادل مارشال وينسال في هذا الشرط باعتباره يخدم الإدارة أكثر من كونه يخدم الدائنين. يرجع ذلك لكونه يستخدم فقط في حالة السيطرة السلمية، في حين أن كلا النوعين من السيطرة سترتب عليه في النهاية هبوط في القيمة السوقية للأموال المقترضة، والإضرار بمصالح الدائنين. بعبارة أخرى لو أن هذا الشرط يقصد منه حماية الدائنين في الأساس، فكان ينبغي استخدامه في كلتا الحالتين من السيطرة.

ونختتم إستراتيجية أقراص الدواء المسمومة بالإشارة إلى أنها لا تحتاج لتصويت حملة الأسهم. ومع هذا، فقد لجأت شركة الورق العالمية إلى التصويت على استخدام تلك الإستراتيجية، رغم أنه ليس ضرورة، وحصلت على تأييد بلغت نسبته ٧٦٪ من الأصوات المشاركة، مقدمة بذلك أداة دفاعية وقائية في مواجهة كل من يرغب في السيطرة مستقبلاً.

ومن بين الإستراتيجيات الدفاعية الأخرى التي قدمتها الهندسة المالية، ما يطلق عليه الفارس الأبيض *White Knight*. ويقصد بتلك الإستراتيجية قيام إدارة الشركة التي تتعرض لمحاولة سيطرة عدوانية، بالبحث عن شركة أخرى، هي الفارس المنشود، تبرم معها اتفاقاً بمقتضاه تتم سيطرة سلمية، تحقق قدراً من الحماية لإدارة الشركة المستهدفة. كذلك هناك إستراتيجية يطلق عليها دفاع ماك مان *Mac-Man Defenee*، ومؤداها أن الهجوم هو خير وسيلة للدفاع. ففي ظل هذه الإستراتيجية تقوم المنشأة المستهدفة بشراء حصة من أسهم الشركة الراغبة في السيطرة لتصبح الشركة الراغبة في السيطرة مستهدفة هي الأخرى للسيطرة.

ومن روائع الهندسة المالية، تصميم إستراتيجيات تضرب عصفورين بحجر واحد، إذ تمثل خط دفاع ضد محاولات السيطرة العدوانية، كما تمثل في الوقت نفسه أداة، تجعل رغبة أعضاء الإدارة في ترك الشركة للعمل في شركة أخرى مسألة مكلفة. من بين تلك الإستراتيجيات إستراتيجية القيود الذهبية *Golden Handcuffs* التي تعطي لأعضاء الإدارة حوافز ضخمة، إذا ما بقوا بالشركة لعدد من السنوات، مما يجعل مسألة الرحيل قبل تاريخ استحقاق هذه الحوافز مكلفاً، كما يرفع في الوقت نفسه تكلفة أى محاولة للسيطرة العدوانية أو البراشوت الذهبى، الذى سبق الإشارة إليه، نوع آخر من الإستراتيجيات مزدوجة الهدف.

وبمناسبة حوافز الإدارة، نشير إلى الهندسة المالية التي صممت ما يطلق عليه بالسهم الشبح *Phantom Stock*، أو حقوق أسهم العرفان *Stock-Appreciation Rights*، تتمثل في مبالغ نقدية تحصل عليها الإدارة بنهاية السنة مقابل أسهم وهمية. هذه الإستراتيجية تعتبر بديلاً لإعطاء الإدارة حصة من الأسهم، وتؤثر بالتالي على مركز الملاك في الجمعية العامة. وربما كانت السياسة التي تتبعها بعض المنشآت، وتقضى بتوزيع نسبة من أرباحها على الإدارة والعاملين، رغم عدم تملكهم لحصص في رأس المال، بمثابة تطبيق لتلك الإستراتيجية.

التشريع يقنن الهندسة المالية للوسائل الدفاعية :

أثبت الواقع أن محاولة السيطرة العدوانية قد تكون قد صممت بطريقة، تأخذ الإدارة على غرة، بحيث لا تتيح لها وقت كاف للبحث عن منشأة بديلة للمنشأة الراغبة في السيطرة، أو حتى وقت كاف للاتصال بالمساهمين. وتبدو أهمية ذلك في الحالات التي يكون فيها السعر المعروض أقل مما ينبغي أن يكون عليه. لذا صدر قانون وليامز في عام ١٩٦٨، وهو تاريخ ليس ببعيد عن بزوغ فجر السيطرة العدوانية في منتصف الستينات، ويهدف هذا القانون إلى وضع إدارة المنشأة المستهدفة في مركز قوة في مواجهة السيطرة العدوانية، لعلها بذلك تنجح في حماية المساهمين. كما يهدف كذلك إلى التيسير على المساهمين للحصول على معلومات عن عرض شراء الأسهم بما في ذلك الأوراق المالية، التي تستخدم في السداد. فلقد وضع القانون القيود الآتية على المنشأة الراغبة في السيطرة.

- ١ - نشر معلومات عن عدد الأسهم التي في حوزتها ونواياها المستقبلية، خلال عشرة أيام من استحوادها على ٥٪ من أسهم الشركة المستهدفة.
- ٢ - نشر معلومات عن مصادر التمويل المستخدمة في عملية السيطرة.
- ٣ - إعطاء حملة أسهم المنشأة المستهدفة فترة لا تقل عن ٢٠ يوماً لعرض أسهمهم للبيع، ضمن خطة السيطرة. بما يعنى أن عرض الشراء الذي تتقدم به المنشأة الراغبة في السيطرة، لا بد وأن يظل مفتوحاً لمدة ٢٠ يوماً على الأقل، حتى لو تم شراء الكمية المستهدفة في اليوم الأول.
- ٤ - إذا تقدم المساهمون لبيع عدد من الأسهم يفوق الحصة التي تقرر شراؤها، حينئذ يتم توزيع العرض عليهم بالنسبة والتناسب وبالسعر نفسه، وقبل صدور القانون كانت أولوية شراء الحصة المقررة على أساس الأول فالأول. أما المستثمرون الذين يتقدمون لبيع أسهمهم بعد اكتمال الحصة المقرر شراؤها، فيمكن أن يعرض عليهم سعر أقل، كما قد يكون السداد بوسائل دفع غير نقدية.

٥ - إذا ما قررت الشركة الراغبة في السيطرة زيادة السعر خلال فترة العرض، فإنه يصبح من حق المساهمين الذين باعوا السهم من قبل بسعر أقل، أن يحصلوا على العلاوة السعرية ذاتها التي تقرر.

وهكذا، أصبحت الفرصة الوحيدة المضمونة لمفاجأة إدارة الشركة المستهدفة، هي عرض سعر لشراء السهم يصعب الحصول على أفضل منه. فالإدارة أصبح أمامها، في ظل قانون وليامز، فسحة من الوقت للاتصال بالمهندسين الماليين، لاختيار وتنفيذ الإستراتيجية الدفاعية الملائمة، التي من بينها البحث عن منشأة أخرى تنافس المنشأة الراغبة في السيطرة، من أجل الحصول على أقصى سعر ممكن للصفقة، وهو ما سبق أن أطلقنا عليه إستراتيجية الفارس الأبيض *White Knight*، وهو أن السعر المعروض لشراء السهم قد يكون كبيراً في بعض الأحيان، مما يشل حركة الإدارة، ويمثل في الوقت ذاته قوة دافعة لحملة الأسهم للموافقة. حدث هذا في العرض الذي تقدمت به شركة (أى بى إم) لشراء شركة (لوتس) بعلاوة سعرية، بلغت نسبتها ١٠٠٪ من القيمة السوقية للسهم.

حالة واقعية لسيطرة عدوانية :

سوف نحكى قصة واقعية لحالة سيطرة عدوانية، من قبل شركة شامروك القابضة وهي القائمة على تنفيذ الخطط الاستشارية لعائلة ديزنى، التي حاولت السيطرة على شركة بولارويد. فلقد عرضت شركة شامروك على إدارة بولارويد سعراً للسهم قدره ٣٠ دولار، إلا أن العرض رفض. حدث هذا في وقت، كانت تشير فيه التوقعات إلى أن مصير شركة بولارويد هو السيطرة، لعدم ملاءمة أداء الإدارة، رغم القوة والسمعة التي تتسم بها العلامة التجارية لمنتجاتها. هذا فضلاً عن أن الشركة كانت على وشك الحصول على تعويض كبير من شركة كوداك لمخالفاتها براءة اختراع كاميرات التصوير السريع.

وبعد أن رفضت محاولة السيطرة السلمية، اتجهت شركة شامروك إلى السيطرة العدوانية، وعرضت سعراً للسهم قدره ٤٥ دولار. وقد ردت إدارة شركة بولارويد على ذلك بحزمة من الإستراتيجيات الدفاعية. فلقد باعت حصة من أسهمها للعاملين، في ظل خطة لامتلاك العاملين أسهم المنشأة *Employee Stock Ownership Plan (ESOP)*. ثم قامت بعد ذلك ببيع حصة أخرى لمنشأة أخرى يمكن أن تدخل منافساً للسيطرة *Friendly Investor*، وهي استراتيجية يطلق عليها حامل دروع الفارس الأبيض *White Squire*، ثم قامت كذلك بإعادة شراء ٢٢٪

من مجموع الأسهم بسعر ٥٠ دولار للسهم، تم تمويلها بقرض مصرفي قيمته ٥٣٦ مليون دولار، وهو ما رفع نسبة القروض في هيكل رأس المال، كما أفقد عملية السيطرة جاذبيتها. إنها حقاً حزمة من الإستراتيجيات الدفاعية. هذا وقد اتخذت الشركة إجراءً إضافياً تمثل في التخلص من ١٥٪ من القوى العاملة، وهو ما أدى بدوره إلى تحسن ربحية الشركة وأيضاً تحسين مركز السيولة.

ردت على ذلك شركة شامروك، بالدخول في حرب تصويت *Proxy Fight* بهدف انتخاب إدارة جديدة، كما قامت في الوقت نفسه باللجوء إلى القضاء بدعوى أن المناورات الدفاعية التي اتبعتها الشركة ليست في صالح حملة أسهمها. وبعد تسعة أشهر من الصراع، وافقت شركة بولارويد على دفع ٢٠ مليون دولار لشركة شامروك مقابل المصروفات، التي تكبدتها خلال معركة السيطرة، في مقابل توقيع شركة شامروك على إتفاق بعدم محاولة السيطرة على الشركة لمدة عشر سنوات. كما تعهدت شركة بولارويد بإنفاق ٥ ملايين دولار في إعلانات على راديو شامروك ومحطتها التليفزيونية. وقد حققت شركة شامروك مكاسب قبل الضريبة بلغت ٣٥ مليون دولار، تحققت فقط من التسوية النقدية التي حصلت عليها، إضافة إلى المكاسب التي تحققت من ارتفاع القيمة السوقية لحصتها في رأس مال شركة بولارويد؛ نتيجة لتحسن ربحية الشركة، كما سبق الإشارة.

وتبقى كلمة، وهي أنه مهما كانت الغنائم من وراء السيطرة العدوانية، فإن للسيطرة السلمية مزايا عديدة، أولها المحافظة على أموال الشركة المستهدفة من الضياع خلال محاولة إدارتها الدفاع عن نفسها. ثانيها أنه في ظل هذا النوع من السيطرة؛ تصبح فرصة إسناد مسئولية الإدارة إلى فريق مكون من إدارة الشركتين، أمراً ممكناً. ثالثها وهو المهم الحفاظ على معنوية العاملين، وهو ما قد لا يتحقق في ظل السيطرة العدوانية.

الهندسة المالية في إعادة الهيكلة بتخفيض الحجم :

هناك ثلاثة أشكال أساسية لإعادة الهيكلة بتخفيض الحجم، هي تفتيت المنشأة الواحدة إلى منشآت مستقلة، والتخلص من أصول يمكن الاستغناء عنها، وتأسيس شركة جديدة بجزء من أصول شركة أخرى. ويقصد بتفتيت المنشأة إلى منشآت مستقلة *Spin-Off*، قيام منشأة ما بنقل جزء من أصولها وخصومها إلى شركة (أو شركات) أخرى تنشئ لهذا الهدف، في مقابل ذلك يحصل حملة أسهم الشركة الأم على أسهم تصدرها الشركة الجديدة، بنسبة ملكيتهم فيها. وبالطبع لن يتغير حجم ملكية المساهمين. كل ما حدث أنها أصبحت موزعة على شركتين، بعد أن كانت مركزة في

شركة واحدة، كما أصبحت كل منشأة مستقلة تماماً بأصولها، وملكيته وإدارتها. بعد ذلك يصبح من حق حامل السهم، إذا ما رغب في نقل ملكيته بالكامل إلى واحدة من هاتين الشركتين، بيع الحصة التي يملكها في إحداها، واستخدام الحصيلة في شراء حصة إضافية في رأسمال الشركة الأخرى.

وفي بعض صور التفتيت، تختفى الشركة الأم تماماً بعد توزيع أصولها وخصومها على شركات مستقلة *Split-Up*. وكما يبدو لا تتطوى عملية التفتيت على دفع أو الحصول على أي تدفقات نقدية من طرف إلى طرف آخر. ومن أبرز الأمثلة على ذلك تفتيت الشركة الأمريكية للتليفون والتلغراف (*AT&T*) إلى مجموعة من الشركات الإقليمية، وشركة التليفونات الأرجنتينية التي انشطرت إلى شركتين متنافستين وهو ما حدث أيضاً في هيئة السكة الحديد باليابان.

ويعتبر التفتيت أحد منتجات الهندسة المالية التي صاحبت الاتجاه نحو خصخصة المشروعات العامة، بهدف تفتيت الكيانات الكبيرة إلى حجم يسهل تسييره بكفاءة وفاعلية، أو بهدف تجنب صعوبة خصخصة الشركات الكبيرة بأسلوب الطرح الخاص، أو عدم توافر اشتراطات الطرح العام في الشركة الأم، وإمكانية توافره في الشركات الجديدة كلها أو بعضها. أو في الحالات التي لا يكون فيها لأنشطة الشركة الجاذبية كوحدة واحدة، في حين تظهر جاذبيتها كوحدات مستقلة. بل وقد يكون هدف التفتيت القضاء على الاحتكار في قطاع معين، بخلق كيانات متعددة متنافسة. وبالطبع ينبغي أن تكون الوحدات المستقلة قادرة على توليد تدفقات نقدية تمكنها، ليس فقط من البقاء، بل من المنافسة في اقتصاد مفتوح.

أما الشكل الثاني من أشكال إعادة الهيكلة بتخفيض الحجم، فيتمثل في بيع بعض أصول الشركة إلى شركات أخرى *Divestiture* إما للحاجة إلى سيولة، أو لكونها - أى الأصول - تمثل خط إنتاج مستقل لا يعطى للمنشأة ميزة، بل يعد عبئاً عليها. وعلى عكس استراتيجية التفتيت، فإن إستراتيجية بيع جزء من أصول الشركة، تنطوي على تدفقات نقدية، بينما لا تتطلب إنشاء كيان جديد ذي شخصية معنوية مستقلة.

استراتيجية جديدة للهندسة المالية بزغ فجرها مع موجات خصخصة المشروعات العامة في الثمانينات من القرن العشرين، وفي ظل تلك الإستراتيجية، يتم إنشاء شركة جديدة ذات شخصية معنوية، وذلك بالمشاركة مع القطاع الخاص. وتتمثل مساهمة الحكومة في أصول تسحبها من شركة مملوكة لها، رغبة في تخفيض حجمها لتيسير خصخصتها، أو لكون تلك الأصول جزءاً من خط إنتاج لا يتسق مع بقية خطوط إنتاج الشركة. وبالطبع يمكن للحكومة بيع حصتها في الشركة الجديدة فيما بعد من خلال طرح خاص، أو من خلال اكتتاب عام.

أما الصورة الثالثة من إعادة الهيكلة بتخفيض الحجم، ففيه تقوم الشركة بتكوين شركة جديدة، وتحويل جزء من أصولها إليها. بعد ذلك تقوم الشركة الأصلية ببيع ملكيتها في أسهم الشركة الجديدة، لمستثمرين آخرين *Equity Carve-out*. وهكذا تشبه تلك الصورة إعادة الهيكلة من خلال بيع جزء من أصول الشركة *Divestiture* من حيث إنها توفر موارد مالية للشركة الأصلية. كما تشبه صورة إعادة الهيكلة بتقسيم الشركة إلى شركات صغيرة *Spin-Off*؛ من حيث إنها تنطوي على خلق كيان جديد. مرة أخرى تبدو بصمات المهندسين الماليين واضحة. فبدلاً من بيع الأصول على حالها، يتم استخدامها في عمليات الشركة الجديدة، التي يعاد بيعها كمنشأة مستمرة *going-on concern*، بقيمة تفوق القيمة، التي كان يمكن بيعها كأصول مفردة. وبالطبع يتوقف نجاح هذا الأسلوب من إعادة الهيكلة، على كون الأصول المنقولة قادرة على تشغيل الكيان الجديد على أساس إقتصادي.

«المبحث الثاني»

السيطرة

Domination

تعرض المبحث الأول للسبل التقليدية لإعادة الهيكلة، التي من أبرز صورها الاندماج، الذي عرف من عشرات بل وربما من مئات السنين، والذي يعتبر في حقيقة أمره منتجاً من منتجات نقل الهندسة المالية. ألم نقل أن الهندسة المالية ليست وليدة اليوم؟ نعم نعرف أن الهندسة المالية ماضى، ولكن حاضرها أروع وأعمق. من نماذجها الحديثة عطاءات شراء أسهم الشركة بهدف السيطرة العدوانية، والسبل التي أتاحتها للإدارة لمحاربة تلك السيطرة، على النحو الذي عرض من قبل. والآن أتينا إلى منتج أكثر حداثة، إنه تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة. ولهذا المنتج أهداف عديدة، لكن المؤكد أن واحداً من أهدافه هو محاربة السيطرة العدوانية من داخل الشركة، بل ومن خارجها أيضاً.

وفي تناولنا لمحتويات هذا المبحث، الذي يناقش الأبعاد المختلفة لتحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، سوف نبدأ في المطلب الأول بتناول ماهية هذا التحول، يتبعه المطلب الثاني الذي يعرض للظروف الاقتصادية والتشريعية التي أحاطت بظهور هذا المولود الجديد. يأتي بعد ذلك المطلب الثالث الذي يتناول مصادر تمويل التحول، والمطلب الرابع الذي يكشف عن مصادر القيمة المضافة في عملية التحول. أخيراً نختم الفصل بالمطلب الخامس، الذي نعرض فيه مثلاً تطبيقياً يوضح كل أبعاد تلك العملية.

المطلب الأول

ماهية التحول

يقصد بتحول الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، قيام مجموعة صغيرة من الأفراد الطبيعيين أو المعنويين، قد يكونون من حملة أسهم تلك الشركة أو غيرهم، بالسيطرة على الشركة بشراء كل أو معظم أسهمها. وقد تتضمن عضوية المجموعة، أعضاء من الإدارة الحالية للشركة (*Management Buyout (MBO)* أو لا تتضمن. هذا، وعادة ما يتم تمويل الجانب الأكبر من الأموال المطلوبة لشراء الأسهم من أموال مقترضة (*Leverged Buyout (LBO)*. أما الشراء، فيتم عادة من خلال عطاءات *Tender Offer* بقيمة قد تزيد عن القيمة السوقية، التي كان يتداول بها السهم قبل حدوث السيطرة.

وبانتهاء عملية التحول تصبح الشركة خاصة، يمكن لها أن تستمر في مباشرة النشاط، أو أن يتم بيع أصولها كلها أو جزء منها، على النحو الذي سنشير إليه في المطلب الثاني من هذا المبحث. وإذا ما استمرت الشركة في مباشرة النشاط، فقد يعاد بيعها إلى مجموعة أخرى من المستثمرين *Second Leverged Buyout*، أو يعاد طرح أسهمها للجمهور؛ لتتحول مرة أخرى إلى شركة مساهمة، وهو ما يطلق عليه باستراتيجية التخارج أو تصفية الاستثمار *Cashing Out*. وتسهيل الاستثمارات على النحو الموضح لا يعني أن الشركة تواجه المتاعب، بل يعني أن تحقيق أرباح غير عادية من وراء عملية التحول لا يمكن أن يستمر إلا بإعادة بيعها للغير، الذي يقوم بدوره بتمويل عملية الشراء من أموال مقترضة *Re-leveraging*، ليعاد جنى المزيد من الأرباح.

ولكن أين مظاهر الهندسة المالية في تلك الصيغة من السيطرة؟ المظاهر تبدو جلية، وتتمثل في تمكين عدد قليل من الأفراد من امتلاك شركة بعد التخلص من مئات الآلاف من حملة أسهمها، بحد أدنى من الموارد الذاتية المتاحة لهم، تبدو جلية في تحقيق أرباح غير عادية، في الوقت الذي يشتري به السهم بقيمة قد تزيد كثيراً عن قيمته السوقية. تتضح أنها عملية تحقق المكاسب للجميع *Win-Win Situation* للملاك الحاليين، والملاك الذين تم التخلص منهم، ومصادر التمويل الخارجية، ومستشار الاستثمار الذي نفذ العملية، والشركة ذاتها والاقتصاد القومي بالتبعية. تبدو مظاهر الهندسة المالية جلية في استغلال التشريعات الضريبية، والاستفادة من البيئة

الاقتصادية والمالية المحيطة. كذلك في الاستفادة من ظاهرة تزايد معدلات التضخم، والاستفادة من السندات ذات الجودة المنخفضة في تمويل عملية التحول؛ بل إن ربط تلك السندات بعملية التحول وعمليات إعادة الهيكلة بصفة عامة، هي واحدة من أرقى صور الهندسة المالية، ولكن للأسف دخل مهندس عملية الربط السجن بسببها، كما دفع غرامة بلغت مئات الملايين من الدولارات. كل ذلك سيكشف عنه تباعاً في هذا السياق.

المطلب الثاني

الظروف الاقتصادية والتشريعية المساعدة

سبق أن ذكرنا في المبحث السابق أن إعادة هيكلة منشآت الأعمال، ليست مسألة جديدة، بل ربما يمتد بها التاريخ إلى مئات السنين. ومع هذا تظل هناك حقيقة قائمة، وهي أن إعادة الهيكلة تأتي عبر الزمن في موجات، حيث يقف وراء كل موجة ظروف مالية واقتصادية وتشريعية معينة. ولقد كانت الموجة الأخيرة في الثمانينات من القرن العشرين. فلقد شهدت تلك الحقبة انتعاش عمليات إعادة الهيكلة بكل صورها التقليدية، بل وأدخلت علينا نموذج جديد من إعادة الهيكلة، هو تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، التي هي موضوع هذا المبحث، ولكن ما هي ياترى تلك المتغيرات في البيئة الاقتصادية والتشريعية، التي فتحت الباب على مصراعيه لهذه الدرجة الأخيرة، والمولود الجديد الذي أتت به؟ من أبرز تلك المتغيرات ازدياد معدل التضخم، والنمو الاقتصادي الحقيقي، ورواج سوق السندات منخفضة الجودة، *Junk bonds* والتعديلات التي طرأت على التشريع الضريبي.

١ - تزايد معدلات التضخم :

شهدت الستينيات والسبعينيات وكذلك أوائل الثمانينات موجات من التضخم بمعدلات متزايدة. ونتيجة لذلك انخفضت نسبة رأس المال السوقي إلى القيمة الإحلالية للأصول أو ما يطلق عليه نسبة كيو Q-Ratio إلى أقل من الواحد الصحيح، للكثير من المنشآت. ومن المعروف أن رأس المال السوقي للمنشأة يساوي عدد الأسهم المصدرة مضروباً في القيمة السوقية للسهم، أما قيمة الإحلال فهي قيمة شراء أصول من نفس نوعية وكفاءة الأصول القائمة. ففيما بين عامي ١٩٦٥، ١٩٨١ انخفضت تلك النسبة في الولايات المتحدة الأمريكية من ١٠٣ إلى ٠٠٥، ولم تبدأ تلك النسبة في الارتفاع إلا في عام ١٩٨٢، عندما انتعشت سوق الأوراق المالية، حاملة معها بوادر التحسن في الاقتصاد القومي برمته.

إن كون نسبة رأس المال السوقى إلى قيمة إحلال الأصول أقل من الواحد الصحيح، تعنى أنه من الأفضل امتلاك منشأة قائمة بدلاً من إنشاء واحدة جديدة. ومن هنا أصبح لأدوات السيطرة من اندماج وامتلاك، بها فى ذلك الامتلاك بأموال مقرضة *LBO* سوق رائجة. زاد من رواجها بالنسبة للسيطرة بأموال مقرضة، أن الاقتراض ينطوى على تدفقات مالية مستقبلية (فوائد دورية وأصل الدين) بقيمة ثابتة، بصرف النظر عن القوة الشرائية للنقود، مما يخفض من تكلفة الاقتراض خلال فترات التضخم.

بل يضيف «مارشال وبنسال» أن المنشآت قد دفعت دعماً للإقتراض؛ ذلك أن الاقتراض من شأنه أن يضيف إلى معدل العائد على حقوق الملكية، مادام أن معدل العائد على استثمار الأموال المقرضة يزيد عن معدل الفائدة على تلك الأموال، وأن أى منشأة تفشل فى الحصول على المزيد من القروض *Leveraging Up*، تصبح عرضة للسيطرة من الغير، على أساس أن زيادة نسبة الاقتراض فى هيكل رأس المال، من شأنها أن تقلل من جاذبية المنشأة للسيطرة.

٢ - تحسن الأداء الإقتصادى :

لا يتوقع أن يكتب البقاء لأى نمط جديد من أنماط إعادة الهيكلة، ما لم ينتج عنه قدر مناسب من المكاسب. هذه الحقيقة كانت السبب وراء اتساع نطاق موجه إعادة الهيكلة فى الثمانينيات. فمع بداية الثمانينيات تحسن الأداء الإقتصادى فى الولايات المتحدة، واستمر حتى نهاية عقد الثمانينيات، بل وحتى نهاية القرن العشرين، يشهد على ذلك مؤشر داو جونز الذى قفز من ٣٠٠٠ نقطة فى بداية التسعينيات إلى ما يقرب من ١١٠٠٠ نقطة فى نهايتها. هذا التحسن فى أداء الإقتصاد حمل معه بشائر زيادة فى القيمة السوقية لأصول المنشآت، وبشائر زيادة حقيقية فى التدفقات النقدية المستقبلية. مثل تلك البشائر تعد مشجعاً لكافة صور إعادة الهيكلة، وفى مقدمتها تحول الشركات المساهمة إلى شركات خاصة *LBO*، فكما سيتضح فيما بعد، أن ملاك تلك الشركات إما أن يبقوا عليها، أو يعيدوا طرح أسهمها للجماهير. وفى كلتا الحالتين يكون العائد المتوقع فى الغالب أكبر بكثير من تكلفة التحول، إذ تقدر الزيادة فى ثروة الملاك نتيجة عمليات التحول بما يعادل حوالى ٣٠٪ من قيمتها قبل إعلان التحول.

٣ - رواج سوق السندات منخفضة الجودة :

يطلق على السندات منخفضة الجودة أو الرديئة *Junk Bonds* والسندات ذات الغلة المرتفعة *High Yield Bonds* أو سندات المضاربة *Speculative Bonds* وهى

التي تحمل تصنيف **BB** أو أقل في تصنيف ستاندرد أند بوررز أو **Ba** أو أقل في تصنيف مودى. ولكن ما أهمية تلك السندات لموضوع تحول الشركة المساهمة إلى شركة خاصة؟ ثم ما الجديد، في ظل الحقيقة أن السندات منخفضة الجودة لم تختف من السوق عبر الزمن؟.

في الماضي كان من الصعب إصدار تلك السندات، وأن السندات المتداولة من هذا المستوى أو أقل هي سندات كانت ذات تصنيف أعلى، أو ما يطلق عليه بسندات الاستثمار **Investment Bonds**، ونتيجة لظروف سيئة تعرضت لها المنشأة المصدرة، انخفض تصنيفها إلى مستوى السندات منخفضة الجودة. مصدر آخر لتلك السندات كانت الشركات الجديدة التي ليس لها سجلات مالية عن فترة كافية لتقييمها، ومن ثم تضطر إلى إصدار سندات، يتم تصنيفها من خلال الطرح الخاص **Private Placement** لفئات معينة من المستثمرين، يتم الاتصال بهم من خلال سمسارة متخصصين.

وحتى منتصف السبعينيات، لم يكن سوق تلك السندات نشطاً سواء على جانب الطلب أو على جانب العرض. فعلى جانب الطلب كانت سياسة الاستثمار المتبعة في إدارة محافظ السندات، هي عدم الاستثمار في سندات المضاربة، والاقتصار على سندات الاستثمار أى السندات التي تحمل تصنيف **BBB**، أو أعلى وفق تصنيف ستاندرد أند بوررز أو **Baa** أو أعلى وفق تصنيف مودى. وعلى جانب العرض، لم يكن هناك تنوع كافٍ للجهات المصدرة لتلك السندات، بما يسمح بتشكيل محفظة تسهم في الحد من المخاطر، التي ينطوي عليها الاستثمار فيها.

ثم كان في منتصف السبعينيات، ومن خلال «ميشيل ملكن» أحد شباب طلاب الدراسات العليا في مدرسة وارتنون للإدارة، الذي فتح الباب على مصراعيه أمام تلك السندات. فلقد لاحظ «ملكن» أن الفرق بين غلة السندات الرديئة (معدل العائد المتوقع من الاستثمار فيها) وغلة السندات الجيدة، كبير بدرجة ملحوظة لا يبررها التباين في مخاطر التوقف عن السداد **Default Risk**، وأن المستثمر يمكن أن يحقق أرباحاً من امتلاك تلك السندات، تفوق ما ينطوي عليه من مخاطر، وهو ما أيدته دراسات أخرى لاحقة.

بعبارة أخرى أن العائد المعدل بالمخاطر **Risk Adjusted Return** لتلك السندات أعلى من مثيله للسندات عالية التصنيف، خاصة لو أن الاستثمار كان في

محفظة من تلك السندات. ولقد نجح «ملكن» في بيع الفكرة لمؤسسة «دركسل بيرنهام لامبرت» فاستقطبتة للعمل بها. وقد نجح في خلق سوق نشط لتلك السندات، مثل جانب الطلب فيه المؤسسات المالية التي تعتبر السندات بالنسبة لها أدوات استثمار لها جاذبيتها كشركات التأمين، وصناديق المعاشات، والبنوك، وصناديق السندات.. وما شابه ذلك. أما جانب العرض، فهي الشركات الراغبة في الحصول على موارد مالية لتنفيذ عمليات اندماج أو امتلاك، أو تحول من شركات مساهمة إلى شركات خاصة.

ويفضل شبكة الاتصالات القوية مع عملاء تلك السندات، تمكنت «مؤسسة دركسل» من أن تخلق سوقاً نشطاً للسندات منخفضة الجودة، بقيامها بالمساعدة في إصدار تلك السندات، تبعها بعد ذلك بنوك استثمار أخرى. وكان النجاح فائقاً، إلى الحد الذي أذهل الشركات المصدرة، للسرعة التي كان يتم بها تصريف الإصدار. أما كيف تحقق ذلك؟ تحقق بفضل قدرة «ملكن» على بناء استراتيجية تمثل قمة في الخلق والإبداع، لفكر الهندسة المالية، تلك الإستراتيجية التي سنعرض لها بالتفصيل في المطلب الثالث من هذا الجزء، حين نتناول مصادر تمويل عمليات إعادة الهيكلة.

ومن سوء حظ الإدارة المالية وطلابها، تورط «ملكن» المبدع بعد النجاح الكبير الذي حققه، في عمليات تلاعب وتضليل في السوق، تكبد بسببها ومعه «مؤسسة دركسل» غرامات مالية هائلة، زادت عن بليون دولار، وبسببها أعلن إفلاس المؤسسة في فبراير عام ١٩٩٠. وقد كانت الغرامة على «ملكن» وحده ٦٠٠ مليون دولار إضافة إلى الحكم عليه بالسجن. ورغم الأسف على خسارته كمهندس مالي مبدع، فإنها خسارة لا تساوي شيئاً، أمام ضرورة تحقيق الانضباط في أداء السوق، والآن نسأل هل هو الطموح الذي دمر كل شيء أم أنها اندفاعات شباب غير محسوبة، ونسأل بدورنا أنفسنا، متى يأتي اليوم الذي نرى فيه بوضوح، أن التصرفات غير الأخلاقية التي تقع من أي شخص طبيعي أو معنوي مهما علا مركزه الاجتماعي أو الاقتصادي أو السياسي، لا بد وأن يقع بسببها، مثله مثل غيره، تحت طائلة القانون. والمهم أن يكون حجم ونوع القصاص رادعاً كافياً متناسباً مع جسامة التصرف.

٤ - تعديلات في التشريع الضريبي:

كذلك لعب قانون استرداد عافية الاقتصاد *Economic Recovery Tax Act* (ERTA) الذي صدر في عام ١٩٨١ متضمناً تعديلات في المعاملة الضريبية، دوراً

بارزاً في رواج سوق إعادة الهيكلة. ومن بين نصوص ذلك القانون أن أصبح من حق أي منشأة أن تشتري أصول منشأة أخرى، وأن تعيد تقييمها لأغراض حساب قسط الإهلاك، بل ومن حقها اتباع أسلوب القسط المتناقص *Accelerated*، بما يعني تحقيق وفورات ضريبية أكبر في السنوات الأولى. وكما سيوضح فيما بعد، فإن التحول إلى شركة خاصة، عادة ما يكون من خلال امتلاك الشركة المستهدفة من شركة أخرى تنشأ لهذا الغرض، وهو ما يعني الاستفادة من تلك الوفورات الضريبية. يضاف إلى ذلك الوفورات الضريبية لفوائد القروض، التي عادة ما تكون المصدر الرئيسي لتمويل عملية التحول.

هذا بالإضافة إلى تشريع ضريبي آخر لتشجيع تملك العاملين لأسهم الشركات التي يعملون بها *Employee Stock Ownership Plan (ESOP)*، ويقضي هذا التشريع بأن تعامل التوزيعات عن الأسهم المملوكة للعاملين بالشركة معاملة الفوائد، بما يعني أن تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة. هذا فضلاً عن إعفاء ضريبي على جزء من الفوائد، التي تحققها المؤسسات المالية عند إقراضها العاملين لغرض شراء أسهم الشركات التي يعملون فيها، وهو ما يعني إمكانية حصول العاملين على قروض للغرض المذكور بمعدلات فائدة منخفضة. وهكذا لم يأت القادم الجديد لمجرد رغبة في التجديد، ولم يأت تحت وطأة ضغوط من أي نوع، بل جاء المولود الجديد في ظل ظروف طبيعية أحاطت بمولده، مما جعل عملية الولادة سهلة يسيرة، لم تستخدم فيها عملية جراحية.

المطلب الثالث

ابتكارات في مصادر تمويل التحول

لابد وأن القارئ قد شعر بقدر المخاطر الذي يحيط بهذا النمط من إعادة الهيكلة، الذي نسج خيوطها المهندسون الماليون. كما سيوضح جلياً في هذا المطلب والذي يليه. إنه نمط لا يقدم عليه إلا نوع من المستثمرين، لديه الاستعداد لتحمل قدر كبير من المخاطر. ذلك أنهم يحولون شركة مملوكة لآلاف المستثمرين، يشاركون كلهم في تحمل المخاطر؛ التي قد تتعرض لها الشركة، إلى شركة خاصة مملوكة لحفنة من الملاك يشارك كل منهم بقدر هائل من المخاطر. هذا فضلاً عن أن المخاطر أصبحت أكبر حجماً من المخاطر التي كانت عليها الشركة قبل عملية التحول، نتيجة للمخاطر المالية الإضافية المترتبة على أساليب التمويل المستخدمة في شراء أسهم الشركة، وأيضاً

نتيجة لأن الأسهم المشتراة لغرض تنفيذ العملية، عادة ما يدفع فيها سعر يفوق قيمتها السوقية.

والآن ما مصادر التمويل المستخدمة؟ السواد الأعظم منها أموالاً مقترضة.. فهناك قروض مضمونة قد تقدمها بنوك تجارية، وهناك السندات منخفضة الجودة وسندات الطرح الخاص. وهناك ما يسمى بتمويل المعبر أو تمويل العبور *Bridge Finance*، وهو قرض يقدمه بنك الاستثمار الموكل إليه تنفيذ عملية التحول. بل وقد يدخل هذا البنك كمستثمر ضمن مجموعة المستثمرين الذين يسعون لتحويل الشركة، بتقديمه حصة في رأس المال. وهناك مصادر تمويل أخرى تأتي من شركات رأس المال المخاطر، وسوف يتضح أن بعض تلك المصادر يمثل ابتكاراً صمم خصيصاً لتمويل مثل هذه العمليات، التي تنطوي على قدر كبير من المخاطر، وتحمل بالتالي سعر فائدة مرتفعاً. وسوف نعرض لكل مصدر من المصادر المشار إليها، وما أنطوى عليه من خلق وإبداع.

أ- السندات الرديئة : *Bad Bonds*

سبق أن ذكرنا أن رواج سوق السندات الرديئة قد أسهم في تيسير عمليات إعادة الهيكلة بصفة عامة، بما في ذلك عمليات تحول الشركات المساهمة إلى شركات خاصة، والحقيقة أن «ملكن» قد نجح في صياغة صورة مبدعة من صور الهندسة المالية التي ربط فيها بين تلك السندات وعمليات إعادة الهيكلة. يشير «مارشال وبنسال» إلى أنه في عمليات إعادة الهيكلة ومن خلال التحول أو من خلال السيطرة، سواء كانت سيطرة سلمية أو عدوانية، كانت العمليات التي يتم تمويلها بسندات رديئة هي لمنشآت القيمة السوقية لصافي أصولها- بعد استبعاد الخصوم - تفوق القيمة السوقية لأسهمها المصدرة. وعندما يضع «ملكن» يده على منشأة من هذا النوع، والتي عادة ما يكون حملة أسهمها غير راضين عن أداء الشركة، يقوم بالبحث عن عملاء راغبين في تنفيذ عملية التحول.

وإذا ما تم الاتفاق حينئذ يقوم «ملكن» من خلال مؤسسة «دركسل» بتقديم المساعدة لإنشاء شركة، تصدر سندات منخفضة الجودة يتم تسويقها بسرعة، بفضل «ملكن» وشبكة اتصالاته الواسعة بالمستثمرين المؤسسين. ثم ماذا؟ تستخدم الموارد المالية في شراء أسهم الشركة، كلها أو معظمها، وبذلك يتم التخلص من السواد الأعظم من حملة الأسهم، وتصبح الشركة مملوكة لحفنة صغيرة من المستثمرين. يتبع

ذلك بيع جزء من أصول تلك الشركة، وربما بيع أصولها بالكامل، واستخدام الحصيلة في سداد القروض التي سبق الحصول عليها، وغالباً ما تتحقق من تنفيذ تلك العملية أرباح سخية. وليس من الضروري بالطبع أن تنتهي عملية التحول إلى التخلص من الشركة بالبيع، فقد يتم الإبقاء عليها، واستخدام التدفقات النقدية الكبيرة المتوقع أن تتحقق بعد التحول، في سداد الفوائد والقيمة الاسمية لتلك السندات. أما مصدر تلك التدفقات الكبيرة فهو تحسن مستوى الأداء والانخفاض الملحوظ، بل وربما اختفاء تكلفة الوكالة. يضاف إلى ذلك ضخامة الوفورات الضريبية من أقساط الإهلاك وفوائد القروض.

ومما يذكر أنه بسبب الوفورات الضريبية الكبيرة، التي تمثل موارد ضائعة على مصلحة الضرائب، إضافة إلى ارتفاع مخاطر الإفلاس، التي تصاحب هذا النوع من التمويل، سمعت أصوات تنادي بعدم استخدام تلك القروض لعمليات إعادة الهيكلة، خاصة أنها، أي عمليات التحول، قد تنطوي على تخفيض في حجم العمالة المطلوبة. يبقى التساؤل عن نسبة تلك الفوائد ووفوراتها الضريبية، التي تسبب الأرق للمهتمين بالحصيلة الضريبية، بعد ما جعل «ملكن» سوق السندات منخفضة الجودة يتسم بقدر كبير من السيولة.

ولنا أن نتوقع أن انخفاض مخاطر السيولة لتلك السندات، لا بد وأن يصحبه انخفاض في معدل العائد المطلوب للاستثمار فيها، وبالتالي انخفاض معدل الكوبون الذي تحمله أي انخفاض حجم الفوائد المدفوعة، وهو ما يعني انخفاض حجم الوفورات الضريبية المحققة.

ومن ناحية أخرى، يتوقع أن يترتب على زيادة المعروض من السندات منخفضة الجودة، تنافس الشركات المصدرة لها على زيادة معدل الكوبون الذي تحمله، وذلك رغبة في جذب العملاء لتلك السندات، مما يؤدي بدوره إلى الزيادة في حجم الوفورات الضريبية. وهكذا تتوقف تكلفة الاقتراض وما يصاحبها من وفورات ضريبية، على التأثير الصافي لهذين العاملين المتضارين، ولكن ما سبل زيادة العائد على تلك السندات لزيادة جاذبيتها؟

يجيب «مارشال وبنسال» عن ذلك بأن العديد من السندات منخفضة الجودة أخذت إحدى صورتين: سندات يعاد النظر في معدل كوبونها *Reset Provision*، حيث تلتزم الجهة المصدرة برفع سعر الفائدة على السند، إذا كان السعر الذي يتداول

به خلال فترة معينة، تحددها نشرة الاكتتاب، يقل عن قيمته الاسمية. الصورة الثانية
سندات الدفعات المؤجلة. ومن أبرز أنواعها، السندات التي لا يدفع فيها العائد نقداً
بل يدفع عيناً *(PIK) - Payment in Kind*، والسندات الصفرية غير التقليدية.

ويقصد بالسندات التي يدفع فيها العائد عيناً *PIK*، السندات التي يحصل
حاملها على الفوائد الدورية في صورة سندات إضافية. وفي تاريخ الاستحقاق يحصل
المستثمر على قيمة السندات الأصلية والإضافية. هندسة مالية تحقق مزايا للشركة
المصدرة والمستثمر في تلك السندات؛ فالشركة تصدر المزيد من السندات مباشرة دون
حاجة للاستعانة ببنك استثمار، وهو ما يعني عدم وجود تكلفة للإصدار. هذا فضلاً
عن عدم تعرض الشركة لضغط على السيولة المتاحة، والتي تحتاجها لخدمة القروض
الكبيرة التي حصلت عليها. وبالنسبة للمستثمر فإنه بدلاً من حصوله على الفوائد
واضطراره لإعادة استثمارها بمعدلات أقل، إذا ما كانت أسعار الفائدة في السوق
منخفضة، أصبح أمامه الباب مفتوحاً لإعادة الاستثمار بمعدل الفائدة ذاته على
السندات الأصلية. هذا بالإضافة إلى تجنب ضياع الوقت في البحث عن فرص
استثمارية أخرى.

بقي سبيل ثالث للتنافس على طرح السندات منخفضة الجودة؛ هو هندسة
الهندسة المالية. فبعض السندات منخفضة الجودة أخذت صورة سندات صفرية تباع
بخصم يتراوح بين ٣٠٪، ٤٠٪، ويمثل مقدار الخصم الفوائد التي يحصل عليها
المستثمر، والتي يبدو أنها كبيرة. إلى هنا نحن أمام السندات الصفرية التقليدية التي
قدمها لنا المهندسون الماليون، هذا الوليد تم إعادة هندسته بما يجعله أكثر جاذبية في
أعين المستثمرين. تم ذلك من خلال شرط في نشرة الاكتتاب، يمنح حملة السندات
الصفرية فوائد دورية بعد مرور فترة معينة على إصدار السند. وهكذا لم يعد السند
صفرياً، أي لم يعد صفري الكوبون، بل أصبح خليطاً من السندات الصفرية
والسندات التقليدية. فهو صفري في البداية، ينقلب إلى سند تقليدي في منتصف
الطريق أو بعده بقليل. هذه السمة قد تكون لها أهميتها لبعض المستثمرين.

ب- الطرح الخاص للسندات : Special Bond Issuance

الطرح الخاص لا يطرح لجمهور المستثمرين بل لفئة محدودة منهم. وفي حالة
السندات عادة ما يكون هؤلاء المستثمرين مؤسسات مالية كشركات التأمين وصناديق
المعاشات وصناديق الاستثمار والبنوك. وبصفة عامة عادة ما يكون سعر الفوائد على

تلك الإصدارات مرتفعاً مقارنة بتلك التي تطرح للاكتتاب عام. يرجع ذلك إلى أسباب أخرى تتعلق بالظروف التي أدت إلى طرحها للاكتتاب الخاص، من بينها أن المنشأة قد تكون جديدة وليس لها سجلات مالية كافية، أو أن درجة المخاطر مرتفعة بشكل لا يشجع المستثمرين الأفراد على شرائها، بينما قد تكون ملائمة للمؤسسات المالية التي عادة ما يكون استثمارها في السندات من خلال محفظة يمكن من خلالها تخفيض مخاطر الاستثمارات الفردية.

ورغم ارتفاع معدل الكوبون على تلك السندات، قد تظل رخيصة ذلك أنه لن يتم قيدها في البورصة طالما لا يحتاج المستثمرون المؤسسون لحماية هيئة الأوراق المالية والبورصة SEC، كما أنها لن تلتزم بتقديم تقارير فحص وخطط مستقبلية تفصيلية متعمقة *Due Diligence Investigation* مما يعني السرعة في تصريف الإصدار، وهو عنصر مهم في مثل هذه الحالات.

هذا وعادة ما يطلق على سندات الطرح الخاص والسندات منخفضة الجودة، المستخدمة في تمويل عملية التحول إلى شركات خاصة، الأموال المتوسطة *Mezzanine Money*، على أساس أن معدل الفائدة عليها عادة ما يقع بين معدل الفائدة على القروض المضمونة التي تقدمها البنوك لتمويل عملية التحول، والتي تعتبر أرخص مصادر لتمويل عملية التحول، وحقوق الملكية المستخدمة والتي تعتبر أعلى تلك المصادر تكلفة. ومما يذكر أن المستثمرين في سندات الطرح الخاص والسندات منخفضة الجودة، غالباً ما يساهمون في حصة في رأس المال يطلق عليها حقوق الملكية الداعمة *Equity Kicker*.

ج- تمويل المعبر : *Bridge Financing*

يقصد بتمويل المعبر القروض التي تقدمها بنوك أو مؤسسات الاستثمار لمجموعة من المستثمرين الراغبين في القيام بعملية التحول، كمساعدة مالية عاجلة- عادة قصيرة الأجل- إلى أن يتم ترتيب مصادر تمويل طويلة الأجل. هذا المصدر التمويل يمثل في حد ذاته هندسة مالية، فهو أداة مالية مستحدثة صممت خصيصاً لتوفير مصادر عاجلة تحقق سبل النجاح لعملية التحول. وإذا ما تحقق النجاح المنشود، حينئذ تسعى الشركة للحصول على مصادر تمويل بديلة طويلة الأجل، تستخدم حصيلتها في سداد قيمة قرض المعبر. أما إذا فشلت عملية التحول، حينئذ قد يتعرض بنك الاستثمار إلى خسارة قد تكون فادحة. ولا يقتصر التمويل الذي يقدمه البنك على القروض

العاجلة، بل قد يدخل كعضو مع المجموعة التي ترغب في عملية التحول، ويصبح بذلك مستثمراً يقدم حقوق ملكية شأنه في ذلك شأن بقية المستثمرين *Merchant Banking*.

ولكن ما سمات هذه الأداة التمويلية الجديدة، التي تضعها في مصاب الابتكارات التي تهدف إلى حل المشكلات التي تواجه منشآت الأعمال؟ من أهم سمات تلك الأداة التمويلية أن الذي يقدمها هو بنك الاستثمار بصفته. من أهم سماتها أنها مصدر تمويل تحصل عليها المجموعة على وجه السرعة وبحد أدنى من الإجراءات، وذلك بهدف الإسراع في إنهاء عملية التحول، وذلك قبل دخول طرف آخر منافس، أو قبل أن تتخذ إدارة الشركة المستهدفة إجراءات دفاعية، قد تجعل عملية التحول مكلفة. سمة أخرى هي أن الهدف من القرض ليس الفوائد المتولدة عنه، بل الهدف هو مصادر الدخل الأخرى التي يحصل عليها بنك الاستثمار في حالة نجاح العملية. يقصد بذلك الأتعاب مقابل المشورة المقدمة، وأتعاب إصدار أوراق مالية لتوفير التمويل طويل الأجل.

د- رأس المال المخاطر: *Venture Capital*

يقدم هذا النوع من رأس المال شركات يطلق عليها شركات رأس المال المخاطر *Venture Capital Firms* التي ظهرت لأول مرة في الثمانينيات وهي شركات متخصصة في تمويل عمليات على درجة عالية من المخاطر، أملاً في الحصول على عائد مرتفع يتناسب مع تلك المخاطر. وعادة ما يكون التمويل في صورة مشاركة في رأس المال، مصحوبة بتقديم المشورة للإدارة. أما طبيعة رأس المال المقدم فيكون في غالبيتها أسهم ممتازة مصحوبة بصكوك تعطي الحق في شراء أسهم عادية. فإذا ما حقق المشروع النجاح تحولت الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية. أما إذا لم يكتب له النجاح، حينئذ تحصل شركة رأس المال المخاطر على نصيبها في أموال التصفية قبل حملة الأسهم العادية.

وعلى ضوء طبيعة نشاط تلك الشركات، فإنه يمكنها الاستثمار في سندات الطرح الخاص والسندات منخفضة الجودة، كما يمكن أن تدخل بصفة مستثمر يشارك في الملكية مع أعضاء فريق السيطرة. بل ويمكن أن تأخذ شركة رأس المال المخاطر الصفتين أي أن تكون مقرضة ومالكة في الوقت ذاته، وهذه وهي السمة الغالبة على أي حال.

ونختتم هذا الجزء بالإشارة إلى ما ذكره «رُس وزملاؤه» عن «إداور ألتان» من أن ٦٠٪ من الموارد المالية لعمليات التحول تتمثل في قروض مضمونة، تقدمها البنوك وشركات التأمين، وأن ما بين ٢٥٪ إلى ٣٠٪ من تلك الموارد يتمثل في سندات منخفضة الجودة وما يائسها، ثم ما بين ١٠٪، ١٥٪ من الموارد يتمثل في حقوق ملكية تقدمها مجموعة المستثمرين الراغبة في إتمام العملية. ويضيف «ألتان» أن نسبة القروض إلى حقوق الملكية في مثل هذه العملية لا يقل عن ٦ : ١. وفي حالة التحول الذي يتم من خلال منشآت متخصصة في السيطرة على شركات أخرى وتحويلها إلى شركات خاصة، لا تزيد نسبة حقوق الملكية عن ٢٪. يتحقق ذلك بفضل تنوع نشاط الشركات محل التحويل.

ويتسبب تشكيل الهيكل المالي على هذا النحو في نوعين من المخاطر: مخاطر الأعمال، ومخاطر تغير سعر الفائدة، وتنشأ مخاطر الأعمال *Business Risk* من احتمال انخفاض كفاءة العمليات بشكل قد يترتب عليه الفشل في خدمة السندات المصدره. أما مخاطر تغير سعر الفائدة *Interest Rate Risk*، فننشأ عن ربط معدل الكوبون على السندات مع أسعار الفائدة السائدة في السوق. فإذا ما حدث ارتفاع حاد في تلك الأسعار ارتفع معها معدل الكوبون، والتهمت الفوائد جانباً كبيراً من أرباح المنشأة، بل وقد تحولها إلى خسائر.

ومع هذا هناك ثلاثة عوامل تحد من تلك المخاطر :

العامل الأول : أن الشركة التي تتحول إلى شركة خاصة عادة ما تتصف بضخامة التدفقات النقدية المتولدة عنها، كما تتصف بفرصة نمو جيدة.

العامل الثاني: أن الملاك من خارج المنشأة عادة ما يستعينون ببنوك استثمار *Investment Banks* أو متخصصين لإتمام عملية التحول (*LBO*) حيث تقع على عاتقهم مسئولية التأكد من قدرة المنشأة على خدمة الدين، قبل البدء في إجراءات التحول.

العامل الثالث: فيتمثل في أن الشركة أصبحت مملوكة من عدد قليل من المستثمرين، وهو ما يؤدي إلى ضخامة نصيب كل منهم في المخاطر التي تنطوي عليها عملية التحول. هذا العبء الثقيل للمخاطر، إضافة إلى شعور المديرين (وهم عادة الملاك) بأنهم يعملون لأنفسهم، سوف يمثل قوة دافعة لرفع مستوى الأداء بما يقلل من فرص التعرض للمخاطر.

كذلك يمكن أن تكون المخاطر عند حدها الأدنى، إذا ما توافر في المنشأة محل

التحول سمات معينة، منها: ضخامة حجم الأصول الثابتة، وانخفاض حجم الأموال المقترضة في هيكلها المالي، وانخفاض حجم المشروعات تحت التنفيذ؛ حتى لا تلتهم تلك المشروعات السيولة المطلوبة لخدمة السندات المصدرة، وكذا انتهاء المنشأة إلى صناعة لا تتسم بارتفاع حساسيتها للتغير في أسعار الفائدة.

المطلب الرابع

مصادر القيمة المضافة في عملية التحول

لكي يكتب النجاح لأي عملية هندسة مالية وما تنطوي عليه من ابتكار وإبداع، لابد وأن يتحقق في ظلها مكاسب لكل الأطراف. فإذا لم يتحقق ذلك، يُسد الطريق أمام وضع الابتكار موضع التنفيذ. وفي الهندسة المالية التي تنطوي عليها عملية تحول الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، تتحقق المكاسب لكل الأطراف: المجموعة الاستثمارية وبنك الاستثمار، الذي أوكل إليه تصميم عملية التحول، وقدامى الملاك الذين باعوا أسهمهم، والمستثمرون في الأوراق المالية المستخدمة في تمويل العملية. وبالنسبة للمجموعة الاستثمارية، فإن مكاسبها كبيرة على النحو الذي سيكشف عنه لاحقاً. ويحصل بنك الاستثمار بحصل على أتعاب مقابل الخدمات التي يقدمها، كما يحصل على عائد عن حصة مساهمة في رأسمال الشركة. والملاك القدامى لهم فرصة لبيع الأسهم التي يمتلكونها بقيمة تزيد عن قيمتها السوقية، وقد تصل الزيادة إلى أكثر من 50%.

ويحصل مشترو السندات ومقدمي القروض على عائد يفوق العائد الذي تبرره المخاطر التي تنطوي عليها استثماراتهم. فمشترو الأصول المالية المستخدمة في التمويل هي مؤسسات مالية، عادة ما تمثل الأصول المشتراة جزءاً من محفظة أوراقها المالية، وفي هذا الصدد توجد أدلة وبراهين تؤكد أن بناء محفظة من السندات منخفضة الجودة عادة ما ينجم عنه عائد يفوق ما تنطوي عليه المحفظة من مخاطر. محفظة السندات التي تتكون من سندات منخفضة الجودة، عادة ما تنخفض مخاطرها إلى حد كبير، في الوقت الذي يتولد فيه عن السندات الفردية عائد مرتفع. والأهم من كل ذلك أن عملية التحول عادة ما تتم لشركات ذات تدفقات نقدية كبيرة ومستقرة، بما يضمن سداد الأموال المقترضة دون متاعب.

ولكن من أين تأتي المكاسب التي تحققها مجموعة المستثمرين الذين ينفذون عملية التحول؟ هل هي نتيجة لشراء أسهم الشركة بقيمة أقل من قيمتها العادلة؟ أم أن المكاسب تأتي نتيجة لعملية التحول ذاتها؟ أم أنها مكاسب تنتقل للمجموعة من

أطراف أخرى لها علاقة بالشركة؟ أم أن مصدرها شيء آخر؟ من غير المتوقع أن يكون مصدر تلك المكاسب شراء الأسهم بسعر يقل عن القيمة العادلة. فالسوق الأمريكي - الذي تتفجر فيه إبداعات الهندسة المالية - يتصف بالكفاءة، فالأسعار تعكس المعلومات المتاحة. وحتى لو اختلفنا على ما إذا كان السوق الأمريكي كفتاً أو غير كفء، فمن غير المتوقع أن يصل عدم التسعير العادل، للدرجة التي تبرر تنفيذ عملية التحول، بما تنطوي عليه من أرباح هائلة، في وقت قد يزيد فيه سعر شراء السهم عن ٥٠٪ من قيمته السوقية.

وأنه لو كان انخفاض سعر شراء السهم هو الدافع، فلماذا لم تتم عمليات التحول خلال الفترات التي تنخفض فيها أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة، لمستوى يقل بوضوح عن قيمتها العادلة؟ ولعلنا نلتقي في منتصف الطريق، ونقول إنه قد يكون هناك تسعير خاطئ وأن حجم الخطأ، وإن كان لا يكفي وحده ليبرر تنفيذ عملية التحول، فإنه يساهم فيها على الأقل.

نأتي إلى مصدر آخر للمكاسب وهو مجرد التحول إلى شركة خاصة، وما ينطوي عليه ذلك من وفورات في تكلفة الوكالة. فالشركة بعد تحويلها أصبحت تدار مباشرة بواسطة الملاك، الذين يعطون اهتماماً كبيراً، لتطويرها أملاً في إعادة بيعها مرة أخرى.

هناك كذلك الكفاءة والسرعة في اتخاذ القرارات. فالقرارات تتخذ بسرعة كافية دون حاجة إلى اعتمادها من حملة الأسهم، وهو ما قد يتطلب الانتظار حتى اجتماع الجمعية العامة، مع ما ينطوي عليه ذلك من وقت ضائع في كتابة التقارير، التي تتضمن البراهين والحجج وراء اتخاذ القرار. بل وقد تضيق فرصاً مواتية بسبب طول الإجراءات. هذا فضلاً عن أن كون الشركة وقد أصبحت خاصة، لم تعد مضطرة إلى نشر تقارير مالية ومعلومات، قد يكون لها تأثير على مركزها التنافسي. إضافة إلى تجنب التكاليف والوقت المرتبطين بالالتزامات، التي تفرضها هيئة الأوراق المالية والبورصة SEM بشأن التقارير والمعلومات التي ينبغي نشرها.

يأتي مصدر ثالث للمكاسب هو الوفورات الضريبية الإضافية لأقساط الإهلاك والناجمة عن إعادة تقييم الأصول، واستخدام أسلوب القسط المتناقص، كذلك هناك الوفورات الضريبية على فوائد الأموال المقترضة. فضلاً عن الاستفادة من التشريع الذي يعطي الحق في اعتبار التوزيعات، التي يحصل عليها العاملون في الشركة نتيجة امتلاكهم حصة من رأسها، في عداد التكاليف التي يمكن أن تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

ومصدر رابع هو عائد الاقتراض، فالاقتراض بسعر فائدة يقل عن معدل العائد على استثمار الأموال المقترضة، يمثل عائداً إضافياً يحصل عليه الملاك. ونظراً لأن الأموال المقترضة يتم الحصول عليها من مؤسسات مالية يمكنها تخفيض المخاطر التي تنطوي عليها تلك القروض من خلال التنويع، فإنه يمكن لها أن تقدم تنازلات بشأن سعر الفائدة الذي تطلبه، وهو ما يسمى بـ "بيع الأوراق المالية ذات المخاطر العالية لمستثمرين أقل حساسية تجاه المخاطر". مصدر آخر لانخفاض سعر الفائدة على القروض، يكمن في أن عملية التحول تكون لشركات تتسم بحجم تدفق نقدي متميز وتتسم بالاستقرار، وهو ما يشجع المقرضين على قبول سعر فائدة مرضٍ للشركة المصدرة.

بقي مصدر خامس هو انتقال الثروة *Wealth Transfer* إلى مجموعة المستثمرين من أطراف أخرى لها علاقة بالمنشأة *Stakeholders*. فقد تنتقل الثروة من المقرضين القدامى. يحدث هذا بسبب ارتفاع نسبة الاقتراض التي تصاحب عملية التحول، وهو أمر من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على قيمة القروض التي كانت قد اقترضت قبل عملية التحول، خاصة إذا كان تاريخ استحقاق القروض، الجديدة أطول من تاريخ استحقاق القروض القديمة، أو عندما تكون للقروض الجديدة سيات تجعل لمقدميها الأسبقية على المقرضين القدامى، وهو ما يعني إمكانية الحصول على القروض الجديدة بسعر فائدة وشروط ملائمة. وهكذا فإن المزايا التي حققتها مجموعة المستثمرين من القروض الجديدة، يكون قد دفع ثمنها المقرضون القدامى.

كذلك قد تنتقل الثروة إلى مجموعة المستثمرين من العاملين في المنشأة، خاصة إذا ما انطوت عملية التحول على التخلص من جزء من القوى العاملة، بما يترتب عليه من تحقيق وفورات في تكاليف الإنتاج. هذا فضلاً على الانتقال المؤكد للثروة من الحكومة إلى مجموعة المستثمرين، في صورة الوفورات الضريبية الضخمة التي تتحقق. ومع هذا قد ينجم عن التحول إضافة إلى ثروة العاملين، في الحالات التي يدرك فيها الملاك الجدد، أن إثارة دافعية العاملين بأنظمة حوافز فعالة، من شأنها أن تحسن أداء الشركة وتزيد من مكاسبها. كذلك فإن المقرضين القدامى قد يمكنهم ابتداءً حماية أنفسهم، بوضع شروط مسبقة تحميهم في حالة حدوث أي تغيير في هيكل الملكية، أو في حالة إقدام الشركة على الحصول على قروض جديدة.

وقد نختلف حول المصادر المحتملة للمكاسب، أو حول حجم المكاسب التي تولد عن كل مصدر. ومع هذا فإنه من الأفضل أن نتفق على أن تلك المصادر جميعاً قد يلعب كل منها دوراً في توليد المكاسب، وأنه من الصعب الوقوف على فاعلية كل مصدر في تحقيق ذلك.