

استراتيجية اندماج المصارف

الاستاذ المساعد الدكتور

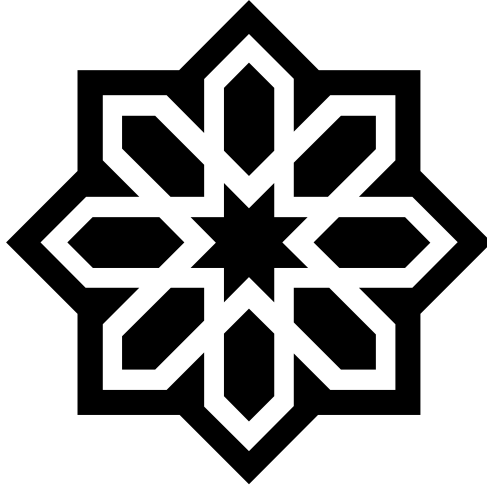
جليل كاظم مدلول العارضي

جامعة الكوفة – مركز دراسات الكوفة

المدرس المساعد

أرشد عبد الأمير جاسم

المعهد الفني كوفة



التوجه نحو الإندماج أصبح سمه عالمية ... المصارف والشركات في مختلف انحاء العالم تسير نحو المزيد من التكتلات الاقتصادية ، ففي اوربا وامريكا تتجه الشركات الكبيرة الى التكتل لأنها تبحث عن قوه اكبر سواء من حيث رأس المال أو من حيث الخدمات التي تقدم للجمهور.

ان اول سبب يجعل تنظيم الإندماج امرأ صعباً هو طبيعة الأعمال التي تقوم بها الشركة المكتسبة* ، ولتحقيق الفوائد من الإندماج فإن الشركة تستطيع ان توسع قوى مهمتها او تزيد من عدد ادوار التكامل ولذا تقوم باستخدام اقسام جديده داخل هيكل الأقسام الموجودة . واذ لم يدرك القائمون بالاعمال الادارية كيفية تنمية الأواصر بين الأقسام للاستفادة من اقتصاديات الحجم فإن التجارب الجديدة سوف تنجز بضعف , وبعض ادبيات المالية لها نقاش في هذه الأمور وهو ان تكون نوعية الادارة مهمة جداً , ويجب ان توظف الشركة اداريين أكفاء يمتلكون القابلية على التميز (تميز الإندماج ضمن الأعمال التجارية المختلفة المظاهر) وكذلك اشتقاق الفوائد من الإندماج وان خير ما يدل على النجاح الباهر في الاندماج هو التوسع الكبير في أنشطة المبيعات والتوزيع -Hill & Jones, 1998, 433 (434) . وقد تضيف المنظمة الهادفة للنمو بواسطة الوسائل الخارجية عمليات ووظائف إلى المؤسسة الحالية وعندها ستوسع الشركة عملياتها مستعمله واحداً من الاستراتيجيتين: الاولى, التكامل يعني بقاء الشركة عامله بنفس الصناعة , او بالنوع الذي يتضمن انتاج منتجات او خدمات جديده أو الدخول الى الأسواق الجديدة . وقد تحتاج لمهارات او خبرات او تقنيات حديثه متميزة وخير مثال على التنوع هو الانتشار الخارجي لشركات السيارات (جنرال موتورز) في عدة تجارات ويمكن للشركة ان تتنوع بنفسها عن طريق تنمية منتجاتها الحديثة، خدماتها، واسواقها من خلال البحث الداخلي والتنمية، كما وانها قادرة على التنوع ايضاً بطريقة الإندماج

يتضمن التملك** ايجاد المؤسسات خلال صفقات قانونيه، واختلافها يتحدد في هيكل المؤسسة الجديدة، حيث هنالك شركه سائده (متسلطة) واخرى مساعده (ثانوية) اما الشركة المتسلطة فأنها تعنى بهدف الشركة وتهندس تداولاتها أما الشركة المكتسبة فأنها تتلاشى وتصبح تحت سيطرة المشتري (68 , 1989 , Boseman & Phtak) على عكس استراتيجية الإندماج التي تخلو من الشركة المتسلطة.

* الاكتساب , الاقتناء , التملك يعني الإندماج في الكثير من الأدبيات المالية .

** لأغراض الدراسة المالية فأن الباحث سيستخدم كلمة إندماج (Merger) يدل ايضاً على التملك (Acquisition)



ونتيجة للتسارع الحاصل في التطورات التكنولوجية في العصر الحالي فقد افرزت التغييرات الجديده كتنقيبات الانتاج , طلب السوق الخ من الظروف الجديدة الى ظهور اشكال جديده من التنظيم على مستوى المنظمات ككل وفي بعض الأحيان تتأثر بعمليات الإندماج , التداول , وفي احيان أخرى تتأثر منافذ الشراء بتحجيم الشركات التجارية، وغالباً ما تقاوم الشركات التغييرات السريعة التي حصلت نتيجة الظروف المحيطة بها المقرونة بتلك التطورات , لذا فمن الضروري امتلاك خبرات متراكمة (تجارب) حول هذا الموضوع , هذا من ناحية ومن ناحية اخرى فإن معظم المهتمين في مختلف المجالات التجارية يتحركون بالاتجاه الصحيح والبعض الاخر الذي لا يستجيب لهذا الاتجاه الصحيح فإنه يقع في اخطاء لذا فإن حركة الإندماج ربما تنتشر بالشكل الذي يقود إلى الفائدة من حيث التداول والمدفوعات المترتبة عليه. وهناك بعض الاداريين يحاولون التقليل من اهمية ذلك الإندماج لكن الاداريين الجيدين يحاولون الاستفادة من الفوائد المتأتية نتيجة لذلك الإندماج، إلا ان الاهتمام الزائد بالجزء غير الحيوي الذي قد يظهر نتيجة عملية الإندماج سوف يؤدي الى فشل الإندماج (Chrystal & Lipsey , 1997 , 404).

الإندماج (Merger) هو من الظواهر المنظمية التي حظيت باهتمام بارز وكبير من الباحثين في المنظمة وخصوصا المهتمين بدراسة وتحليل حجم المنظمة وتغييرها باعتبار الإندماج هو من العوامل الأساسية التي تساهم في زيادة حجم المنظمة وتعقيدها ويمثل نوعا من انواع التغيير فيها ، وليست ظاهرة الإندماج حديثة العهد بل انها احتلت موقعا مهما في ميادين دراسة المنظمة منذ مدة ليست بالقصيرة (الشماع : 1989:407) (الدوري: 1984:7) ففي حقل الادارة المالية والستراتيجية تناول العديد من الكتاب والباحثين موضوع الإندماج وفق مفاهيم متعددة خلال العقود الأخرين ، فقد عرف الإندماج كل من، (Webesters , 1976 , 1414) (Parsons & Panmgarthe, 1970, 11) (Kuehn, 1975, 38) (Cussow, 1978,15)) بأنه "الاتحاد او المزج او الاتفاق بين منطمتين او الضم التدريجي بينهما " ، في حين ذكر (Hanson, 1967 , 13) ، (الدوري , 2003, 306) بان الإندماج" هو رغبة منطمتين مستقلتين في الانضمام لبعضهما وتكوين منظمة جديدة. حيث تفقد نتيجة لذلك المنظمتان المستقلتان شخصيتهما تماما وتظهر منظمة جديدة ويرى (توفيق, 1985, 298). بان الإندماج "هو اتحاد شركتين او اكثر مع بعضها مما يؤدي الى فقد الشركات المندمجة شخصياتها مع ظهور شركة جديدة تؤول اليها كل اصول وممتلكات الشركة الفانية. أما (Masson & Boseman & Phatak, 1989, 68) (Mayer , 1990 , 108) فقد عرفا الإندماج بأنه " اتحاد شركتين لتكوين كيان تنظيمي جديد بدون سيادة او تبعية الشركات"، وقد ذكر (Straub & Attner) (1994, 104) بان "الإندماج يحدث عندما تصبح شركتان او اكثر مؤسسة واحدة ، فالمؤسسة



المسيطرة تبقى على ذاتها وتمتص ذاتية الشركة الأخرى " وبهذه الطريقة تعمل المؤسسة الجديدة على مواجهة المنافسين . ويرى (غراب , 1995, 1972) بان الإندماج هو "عملية ضم منشأتين أو اكثر عادة من الحجم نفسه وبشكل ودي الى بعضهما وتكوين منشأة جديدة بينهما". "الإندماج بنظر الباحثين (Edward, R. &Edward, G.1989, 53) هو "جمع اثنين أو اكثر من وحدات الأعمال في وحدة واحدة " وقد أكد (Nickels & Mchugh , 1990, 117) (Solomon ، (Block & Hirt, 1987, 633) ، (Weston & Brigham , 1996, 746) (pringle , 1977,296) بأن الإندماج "هو اتحاد بين منشأتين أو اكثر بصيغة منشأة واحدة"، أما (Chrystal & Lipsey, 1997 : 399) فأنهما قد ذكرا بأن الإندماج "هو ارتباط شركة مع شركه أخرى وغالباً ما يتحدد حتى اسمائهما". ويرى (الميداني , 1989, 694) بأن الإندماج هو "عملية ضم منطمتين أو اكثر تحل بموجبه المنظمات في العملية وتؤسس منظمة جديدة، حيث يحدث غالباً بين منظمات متقاربة في الحجم حيث تذوب كيانات المنظمات القديمة كلياً ويتم تبديل أسهمها العادية بأسهم في المنظمات الجديدة " . أما (Ross , Westerfiled & Jordan , 1998, 711) فقد عرفوا الإندماج بأنه "عملية امتصاص تامة لشركه بواسطة أخرى حيث بموجبها تبقى الشركة المكتسبة على أسمها وذاتيتها ، وأنها تكتسب جميع الأصول المالية وقابليات الشركة المكتسبة ، وبعد الإندماج فإن الشركة المكتسبة تنهي البقاء ككيان تجاري منفصل". وذكر (Harrison & John, 1998, 87) بأن الإندماج "يحدث عند وجود رغبة شركتين بتركيبهما سوية حيث يؤدي الى النهوض و التقدم بسبب عدم وجود شركه لها مقياس لاكتساب شركة اخرى وجعلها ضمن ملكيتها مما يؤدي الى اشاعة روح الصداقة بين اعضاء الشركتين".

ويرى (Anthorly, Perrewe & acmer, 1999 , 626) بأن الإندماج هو "اتحاد شركتين أو اكثر بينما تكون القيمة الحالية لاهتماماتهم سهلة الحساب".

وذكر (ياسين , 1999, 80) بأن الإندماج " هو عملية تحدث عندما تكون المنظمات متساوية"، في حين عرف (Mayo, 2001, 661) الإندماج "بأنه اتحاد شركتين في شركة واحدة ويعتبر كمظهر من مظاهر النمو الخارجي للشركة".

ومن كل مما تقدم يرى الباحث ان تعريف الإندماج "هو مظهر من مظاهر النمو الخارجي للشركة والذي بموجبه تتحد منطمتان مستقلتان في منظمة واحدة نتيجة الرغبة والقدرة على ذلك بحيث تفقد هاتان المنطمتان المستقلتان شخصيتهما تماماً وتظهر للوجود منظمة جديدة".

ومن الجدير بالذكر أن الإندماجات أو الاتحادات بين شركات الأعمال لا تأتي دوماً بسبب وجود الرغبة في دمج عملياتها ، بل في حالات كثيره ترغب شركه لاكتساب شركه اخرى رغبة منها في



البقاء بوضع مستقل . وهذا يقود الى عمليات الاندماج العدائي (The Hostile Takeover) ، اذ تسعى ادارة الشركة المالكة نحو السيطرة بينما تحاول الشركة المكتسبة المحافظة على السيطرة على عملياتها. وغالباً ما تتخذ السيناريوهات لمثل هذه المعارك نماذج متميزة وفي مثل هذه المنافسة فأن الشركة التي تبدأ أو تقود عمليات الاستيلاء تسمى بالشركة المطالبة أو الداعية (Suitor) وتسمى الشركة المستهدفة بالشركة المملوكة (Takeover) ، اذ تحاول الشركة المطالبة البحث عن مركز مالي في أسهم الشركة المستهدفة وبالرغم من إن عمليات الاستيلاء هذه قد لا تكون معلنة ، الا ان الزيادة في حجم التداول في الأسهم غالباً ما يكون مؤشراً على عمليات الاستيلاء ، وحالما تبدأ الشركة المالكة بجمع (5%) من أسهم الشركة المستهدفة فأنها تبدأ السعي لكشف المركز المالي للشركة . ولهذا السبب ربما تتوقف الشركة المالكة عن جمع الأسهم بعد نسبة (5 %) أو أنها تحتفظ بالوثائق وتستمر في جمع الأسهم أو قيامها بعرض لشراء بقية الأسهم بأسعار مرضية (Mayo, 2001, 666).

وتجدر الإشارة الى انه من المناسب تنظيمياً للشركات المندمجة أن يكون هنالك تشابه بينها من حيث الثقافة التنظيمية وأنماط الادارة المعتمدة ، هذا بالاضافة الى ان الأنشطة المختلفة وطريقة تقسيم الشركة الناتجة وتوزيعها على هيئة حصص على المساهمين بعد الإندماج لها أثر بارز في انجاح ما بعد الإندماج الذي يتوجب اخضاعه الى تغييرات دقيقة ابرزها اعتماد استراتيجية التنوع بهدف تخفيض المخاطر المختلفة والتي تتوافر سواءً في استراتيجية الإندماج او المعاهدات الاستراتيجية او المشاريع المشتركة (Harrison & John, 1998, 87) ،

ويعد الإندماج نوعاً من انواع استراتيجيات التنوع الخارجي التي تعد اكثر شيوعاً خلال العقدين الماضيين حيث كانت المنشآت المالية والمصرفية هي الاوفر حظاً بين منشآت الاعمال المختلفة تبنياً لهذه الاستراتيجية لعوامل عديدة وكما ان العديد من المديرين الاستراتيجيين يتطلعون الى الإندماج ليس كاستراتيجية استثمار قصير الاجل بل كاستراتيجية طويلة الاجل ، لان الاستثمار في منشأة واحده يمكن ان يتحول بنجاح الى استثمار في منشأة اكثر تحقيقاً للربح . فاذا ما أحسن هؤلاء المديرين اختيار شركائهم فأن هذا سيساعدهم في الإندماج مع منشأة اخرى تتيح لهم على المدى البعيد زيادة في قيمة استثمارات منشأتهم (ربيع, 2000 , 44 – 45) .

وعاده تأخذ عمليات ضم (التجارة) او توحيدها ثلاثة اشكال وهي : ① قانون الإندماج (الإندماج النظامي) ② قانون الانضمام (الانضمام النظامي) ③ الإندماج ، حيث تنظم الشركتان بطريقة لا يبقى احد المشاركين فترة طويلة ، وهذا الإندماج بين الشركتين يعبر عنه بعلاقة رياضية واضحة هي نظام $(X + y = X.A)$ ويحدث الانضمام كحالة أخرى عندما تندمج شركتان معاً أو اكثر من شركتين وبهذه الطريقة فان كلا الشركتين لا يبقيان طويلاً بل يتشكل عنهما شركة جديدة، وهذا النوع من



الانضمام يعبر عنه بعلاقة رياضية ($X + y = X : Y$) ، اما الإندماج فإنه يحدث عند إندماج شركتين منفصلتين بحيث تكونان محتفظتين بحقوقهما القانونية، وهذا النوع سيعبر عنه بعلاقة رياضية وفق المعادلة ($X + y : X + y$) (Argenti ,1997,85) .

وهناك اشكال قانونيه للإندماج من خلال ثلاث طرق قانونيه أساسيه تمكن الشركة عند استخدامها من الإندماج مع شركة اخرى (Ross, westerfiled & jordan , 1998 ,711) :-

1- الإندماج او الانضمام .

2- تملك الاسهم .

3- تملك الاصول المالية .

ان الإندماج في بعض الاوقات يُعد خطوة ضرورية لتوسع الحصة السوقية على صعيد الاسواق المحلية والاسواق الوطنية من أجل خلق منافسة ضد قادة السوق (Terpstra & sarathy, 2000 , 316) .

ومن الجدير بالذكر رغم الفوائد المترتبة على عمق الإندماج إلا ان هناك بعض الصعوبات التي تواجه عملية الإندماج متمثلة بالآتي (Ross, Westerfiled & Jordan, 1998,710) :-

1- ان الضوابط الاستراتيجية عند وضعها لغرض الحصول على الفائدة المترتبة من الإندماج تعد صعبة وليست بالسهولة أن تقوم المنظمة بتخمين قيمة تلك الضوابط باستخدام تقنيات التدفقات النقدية المخصومة.

2- عند اكتساب شركة لآخرى ، تكون عملياته الاحتساب الاجمالية صعبة ومعقدة نتيجة لوجود الضرائب وكذلك التأثيرات القانونية التي تحكمها .

3- قد تحدث تصادمات حادة بين الاداريين الباقين غير المستفيدين من عملية الإندماج وبين المالكين، لذا فإن المالكين يمتلكون اداة سيطرة مهمة لتحريك هؤلاء الاداريين الباقين نتيجة عملية الإندماج بين شركة واخرى .

4- في بعض الاحيان تتضمن عمليات الإندماج صفقات غير ودية ، فعندما تندمج شركة مع اخرى فإنها تكون غير مستقره وبالتالي تحدث حالات صراع مستمرة .

ومن خلال تحليل المدى الواسع للخيارات الإندماجية فقد تبين ان هناك مجموعه من الخيارات امام المنظمة التي من شأنها ان تعد حلاً لتلك الصعوبات (Walters & Hanrahan, 2000 , 425-426) .

1- عدم الاشتغال

2- استيراد الامتيازات.



3- اكتشاف اسواق للنتاج تتعلق بالاستهلاك.

4- اتساع حجم الطلب.

5- تكامل الخلفية الاقتصادية بصوره عموديه.

6- تحديد الجزء الاعلى والاوسط في السوق.

7- إمتدادات العلاقة الاقتصادية.

8- التوسع الدولي

9- انتاج فكره جديده تسمى بالصندوق الكبير (Big Box)

10- عمل امتلاك يمنح قاعدة عريضة للتوسع يعود بالمنفعة الى المتعاملين .

ان الخيارات في اعلاه لاتمثل تضاد وان امكانياتها الخدمية يمكن ان تكون أنية. ويتم تقويم كل خيار من الخيارات اعلاه كحل لكل مشكلة. ويمكن ترشيح احد هذه الخيارات كحل متوفر أنياً. ومن خلال الإندماج فقد تحصل درجة عالية من الملكية والسيطرة، من خلال توحيد مؤسستين أو اكثر في وحده واحده . ففي عالم التجارة وعندما تكون هنالك مستويات عالية من التكامل بين خطوط التجارة، المواقع الجغرافية أو مهارات كلا الشركتين ،فأن الشركة غالباً ما تذهب بطريق التحالف الاستراتيجي بدلاً من الملكية من خلال الإندماج . ومثل هذه التحالفات تشكل خلال المقاولات والمشاريع المشتركة (Joint ventures) والمقاولات تقلل من عدم التأكد من خلال العلاقة القانونية الإرتباطية مع الشركة الاخرى فالمقاولات تدخل بشكل موافقة السماح التي تتضمن شراء الحق باستعمال الاصول المالية (مثل التكنولوجيا الحديثة) لزمان معين . وتستطيع المقاولات ان تزود ائتمانات طويلة الاجل وذلك بربط الزبائن مع المجهزين وفقاً للقيم المحددة والأسعار (Daft, 2000,149).

لذا فأن استراتيجيات الإندماج تحتاج الى معرفه وادراك لحاجات (H . R) الموارد البشرية

(Pinnington, Edwards & oxford, 2000, 113).

ولابد من الإشارة الى ان الإندماج يُعد نتيجة تصبح بموجبها الاهتمامات المستقبلية تحت رقابة مشتركة أو عامه ، وهو أحد مزايا او خصائص شركات الأعمال وإنها قد تفسر بشكل طبيعي بوصفها عملية استيلاء او هيمنة (Takover)، عندما يكون الطرف المبتدأ (البادئ) يتمتع بقوه اكبر من الطرف الآخر ، ولالإندماج مضامين مهمة في العديد من المجالات كالاقتصاد والقانون والمحاسبة المالية وسوف يتم التركيز على المضامين الخاصة بالادارة المالية، لذلك ليس من اهتمامنا التعرض الى تأثير الإندماجات في تقليص المنافسة او من الطبيعي أنها تسهم في تركيز درجه غير مرغوبة من القوة، وسوف لا نركز على التفاصيل المحاسبية، وإنما بعملية اتخاذ القرار المالي الذي يقود الشركة كي



تقرر عملية الإندماج وتحديد الشروط أو المتطلبات التي ينفذ من خلالها وكيف تخطط لتحويل ذاتها
(Brockington , 1993, 232 – 233) .

ثانياً: العوامل الواجب تحليلها في تقويم جدوى الإندماج :-

هنالك مجموعة من العوامل التي ينبغي تحليلها عند تقييم جدوى عمليات الإندماج من بينها (

ربيع, 2000, 52-54)

1- التأثير على كل من السعر والأرباح بالسهم

تعد عملية دراسة التأثير الفوري على الأرباح بالسهم للمنشأة الناتجة عن الإندماج أهم جوانب
تقويم هذه العملية ويعزى ذلك الى التأثير على الأرباح بالسهم يمكن تحديده بكل دقة ، بينما يصعب
التنبؤ بالتأثير في سعر السهم في السوق بسبب وجود عوامل عديدة تؤثر عليه : Brockington, 1994,
(234-236) ، (Brealy & Myers, 1991, 825) (وستون وبرجهم ، 1993 , 226 – 229) .

٢- التأثير على الأرباح المستقبلية

تتعرض كل من الأرباح المتوقعة ومعدلات الرسملة على نسبة سعر السهم في تحديد القيم التي يتم
على أساسها الإندماج ، وبطبيعة الحال يبدأ التحليل بالأرباح التاريخية للشركة ومعدلات نموها
التاريخي والاتجاهات المحتملة في المستقبل ، وكل هذه تعد محددات هامة لنسبة سعر السهم الى ربحيته
P / E . وفي الواقع يرى المستثمر بان عملية الإندماج التي قد تؤدي الى احلال اولي في الأرباح
بالسهم (Dilution Earning per share) * هي عملية غير مجدية الا ان وجهة النظر هذه قد تكون
بعيدة عن الصحة لانها لا تأخذ بالحسبان تأثير نمو الأرباح المستقبلي الناتج عن عملية الإندماج (الميداني)
1989 , 703 – 705 .

3- تحديد القيمة المتوقعة للإندماج

ينبغي أن تسبق عملية تحديد القيمة المتوقعة للإندماج خطوتان مهمتان ، الأولى تكمن في تحديد
الغايات والاسبقيات لهذه العملية وتتمثل تلك في تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم الأرباح وتدنية المخاطر
ودخول أسواق جديدة وتحقيق اقتصاديات الحجم ، أما الثانية فتكمن في ان المنشأة الدامجة ينبغي عليها
تقويم ادائها لأن ذلك يساعدها في تحقيق اهدافها . ولتقييم المنشآت المستهدفة للإندماج توجد طرق عديدة
، من بينها اعتبار عملية الإندماج كقرار موازنة رأسمالية (حيث تفترض هذه الطريقة ان تسعيرة
المنشأة هو امر لا يختلف عن تسعير أي نوع من الاستثمارات الاخرى) ، ويتم من خلال هذه الطريقة
مقارنه العائد المتوقع على القيمة الحاليه للتدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمارات مع العائد المطلوب

* تحدث هذه الظاهرة بسبب الزيادة في الأسهم مع بقاء أرباح الشركة كما هي عليه.



من قبل المنشأة الدامجة وعلى الاخيره أن تقرر هل العائد المتوقع يبرر المخاطرة التي ينطوي عليها هذا الأستثمار أم لا ؟ (Hampel, & Graig, 1994, 674 – 675) .

4- القيمة الدفترية للسهم

يعد السهم في السوق مقياساً دقيقاً للاداء المتوقع للمنشأة خاصة اذا كان سعر السهم يتم تداوله في سوق اوراق مالية كفوءه ، غير أنه اذا كانت هذه السوق غير كفوءه فهذا يعني أن سعر السهم في السوق لا يعكس قيمته الحقيقية وبالتالي فإنه لا يمكن الاعتماد عليه كأساس لتحديد سعر السهم المعروض لعملية الإندماج . وينبغي التنويه هنا الى أن القيمة الدفترية للسهم ليست ذات اهمية كبيره عند تحديد قيمة المنشأة ، والسبب في ذلك أنها تمثل فقط الاستثمارات التاريخية للمنشأة التي قد يكون لها علاقة بسيطة بقيمة المنشأة وأسعارها الحالية .ولذلك ففي بعض الحالات خاصة عندما تكون القيمة الدفترية للسهم اعلى بكثير من القيمة السوقية أو في حالة عدم وجود سوق مالية كفوءه يمكن اللجوء الى تحليل القيمة الدفترية للسهم كخطوه أولية نحو تقدير القيمة الحقيقية للسهم. وتعتبر القيمة الدفترية للسهم عما قدمه المساهمون بشكل مباشر (اسهماً عاديه) أو غير مباشر (ارباحاً محتجزه واحتياطيات) لتمويل موجودات المنشأة، كما يمكن اعداد القيمة الدفترية كمقياس جزئي لقيمة الموجودات الرأسمالية التي تقدمها عملية الإندماج فاذا كانت انتاجية هذه الموجودات منخفضة فإنه يؤدي الى انخفاض سعر السهم في السوق ، وبالتالي فإنه يؤمل أن تتحسن انتاجية هذه الموجودات بسبب الوفورات الناتجة عن عملية الإندماج (وستون و بروجهام , 1993, 534) ، (الميداني , 1989, 705 – 706) .

5- صافي الموجودات المتداولة

يعد صافي الموجودات المتداولة بالسهم (الموجودات المتداولة – المطلوبات المتداولة) عاملاً مهماً في تحليل عملية الإندماج حيث يمثل هذا الجزء حجم السيولة التي يمكن الحصول عليها من المنشأة في حالة الإندماج . فالسعي وراء السيولة قد يكون عاملاً مهماً في عملية الإندماج . وفي مثل هذه الحالة تقوم المنشأة الدامجة باستخدام السيولة المتوفرة لدى المنشأة المستهدفة للإندماج لشراء منشآت أخرى عوضاً عن الاقتراض أو تبادل الأسهم لتمويل هذه العملية (الميداني , 1989, 706) .

بعدما تم التطرق للعوامل الواجب تحليلها في تقويم جدوى الإندماج بقي علينا التعرف على (3) مواضيع لها علاقة وثيقة بعملية التحليل الواردة آنفاً وهي :-

{ A } تكلفة التملك Acquisitions cost Bast

يقصد بكلفة التملك هي اقيام الوحدات المثبتة في الجرد متضمنة كلفة الوحدات المنتجة المؤرخة وكذلك حساباتها البيعية ، ولا بد من الاشارة هنا الى ان مصطلح كلفة التملك ومصطلح الكلفة التاريخية يحملان



نفس المعنى ، وأن فحص قوائم الشراء يتم عن طريق كلفة التملك من خلال استبعاد الأمور التي تم تدقيقها مسبقاً وكذلك فحص الوثائق الواردة المؤشرة عليها صفقات البيع.

{B} تملك الموجودات Acquisitions of Assets

باستطاعة شركة ما أن تمتلك شركة أخرى بواسطة شراء معظم أو جميع ممتلكاتها ، هذا الانجاز يعني شراء شركة ، غير أنه في هذه الحالة يكون هدف الشركة ليس بالضرورة انقطاعها دوماً وإنما مجرد بيع ممتلكاتها، لذا فإن المشروع سيبقى نافذاً ما لم يختار حاملوا الأسهم انهاءه.

ويحتاج هذا النوع من التملك الى تصويت مالكي الأسهم للشركة المباعه. ومن فوائد هذا المدخل هو ان الأقلية من مالكي الأسهم لا توجد لديهم مشكلة لرغبتهم ببيع أسهمهم في هذه الشركة، من ناحية أخرى قد تتضمن أموال التملك نقل العناوين الى أموال شخصية أخرى بالتالي فإن الاجراءات القانونية لنقل الأموال قد تكون مكلفة

. (Ross, Westerfiled & Jordan, 1998, 713)

{C} الملاحظ على الاقتباس Anote on Takeovers

الاقتباس مصطلح يعود الى نقل سيطرة الشركة من مجموعة مالكي الأسهم الى اخر ، ولهذا السبب يحصل الاقتباس عندما يأخذ المالك الجديد السيطرة من مجموعة مالكي الأسهم، ويحصل خلال احد الأسباب الثلاثة:-

1- التملك

2- منافسين بالوكالة

3- صفقات تجارية ذات صفة شخصية عابرة .

وعلى ذلك فإن تحقيق الاقتباس بالتملك بواسطة الإندماج وعرض العطاء وشراء الموجودات في الإندماجات وتقديم العطاءات بواسطة المزايده سوف تشتري الأسهم العادية للشركة المستهدفة.

وكذلك يمكن الحصول على الاقتباس عن طريق المنافسين بالوكالة (التفويض) من خلال محاولة مجموعه الحصول على مقاعد في مجلس الادارة بالتصويت على اداريين جدد ، وأن التفويض بحد ذاته يعد مكسباً جيداً لأصوات الآخرين، وبذلك فإن التفويضات جميعها تطلب بواسطة مجموعة من مالكي الأسهم ضمن المجموعة العامة .

أما بخصوص الشخصية العابرة فهي تمثل احد الصفقات التجارية ، حيث بموجبها تكون جميع الأسهم التي تعود لجمهور الشركة سوف تشتري من قبل مجموعة صغيرة من المساهمين او على الأغلب تشمل مجموعه من الأعضاء الاداريين وبعض المساهمين في الخارج .



ان مثل هذه المعاملات التجارية تسمى (LBOS) لأن نسبة كبيره من النقود مستعارة بسبب الحاجة لشراء الأسهم ، وتسمى ايضاً (MBOS) عندما تحوي ادارة قويه. وتشطب اسهم الشركة من تبادل الأسهم وتباع في الاسواق الخارجية - (Ross, Westerfiled & Jordan,1998, 713 - 714) .

ثالثاً: طرق تحقيق الاندماج

قدم بعض الكتاب والباحثين في مجال الادارة المالية مجموعة من الطرق التي يمكن ان تلجأ اليها المنشآت بهدف تحقيق عمليات الاندماج فيما بينها ، ونحاول بشكل مختصر استعراض بعض هذه الطرائق (Brockington, 1994, 233) (البساط, 1992, 85-86) (اتحاد المصارف العربية,1999,العدد (217), (63 , ربيع , 2000 , 51-52) :-

1: مبادلة الأسهم Stock Exchange

وتعد هذه الطريقة من اكثر الطرق شيوعاً في العمليات الاندماجية في الوقت الحاضر ، ففي حالة الاندماج عن طريق (الضم) حيث يمكن من خلالها تحديد سعر شراء أسهم المنشأة المستهدفة للاندماج ونسبة تبادلها مع اسهم المنشأة الدامجة ، مثال افتراضي على ذلك، يحصل المساهم في المنشأة المستهدفة على (سهم واحد) مقابل تنازله عن (سهمين) من منشأته القديمة . اما في حالة الاندماج عن طريق (المزج) وتأسيس منشأه جديده ينبغي على ادارة المنشأة الدامجة والمستهدفة للاندماج، وكذا جمعياتهما العمومية الاتفاق فيما بينهما على شروط الاندماج . ويعتمد سعر سهم المنشأة الجديدة في السوق على ربحية السهم [EPS] Earning pershare وكذا على [نسبة سعر السهم الى ربحيته] price / Earning Ratio [P/E] في المنشأة بعد عمليه الاندماج .

2: شراء الأسهم Stock Buy

وفقاً لهذه الطريقة يمكن ان تتم عملية الاندماج من خلال شراء المنشأة الدامجة او الممثلة لأسهم المنشأة المستهدفه عن طريق سوق الاوراق المالية ، او الدفع نقداً او مقابل اصدار سندات قرض ، وفي حالات معينه قد تبقى عملية الاندماج جزئية خاصة اذا مارفض بعض المساهمين بيع اسهمهم للمنشأة الدامجة .

3: شراء موجودات المنشأة المستهدفه للاندماج Assets Buy

لتفادي السيطره الجزئية على المنشأة المستهدفه من خلال تبادل او شراء اسهمها والتي تحول دون ضمها الى المنشأة الدامجه كلياً ، يتم غالباً شراء موجودات المنشأة المستهدفة من ادارتها (وليس من المساهمين فيها مباشرة) مقابل ان تحل المنشأة نفسها تلقائياً ويتم دفع الثمن للمساهمين، وينبغي التنويه هنا الى انه يمكن للمنشأة الدامجه ان تحصل على موجودات معينه لقاء تعهدها بالوفاء بجزء من



التزامات المنشأة المستهدفة وبذلك تكون المنشأة الدامجة تفادت تملك الديون المشكوك في تحصيلها او تحمل مطلوبات لم تكن على علم بها .

رابعاً: منهجية البحث

A مشكلة البحث Research problem

إن دراسة استراتيجيات الاندماج تتوجب الاحاطة بمجموعة العوامل التي ينبغي تحليلها وتحديد أثرها عند تقييم جدوى الاندماج منها التأثير في كل من السعر والأرباح بالسهم، والتأثير على الأرباح المستقبلية، وتحليل القيمة الدفترية للسهم، وصافي الموجودات المتداولة... وغيرها. إلا أنه على الرغم من اهتمام الباحثين والمهتمين في مجال الادارة الاستراتيجية والادارة المالية في إيجاد وتحديد هذه العوامل والدوافع، إلا أن هذه الاهتمامات جاءت بأراء متباينة ووفقاً لوجهات نظر متعددة.

وعلى هذا الأساس لم يجد الباحث اتفاقاً محدداً فيما يتعلق بتحديد العوامل التي تؤدي بالنتيجة إلى اتباع استراتيجيات الاندماج ذاتها فضلاً عن محدودية الدراسات المحلية في هذا المجال.

مما يستوجب الاهتمام وبشكلٍ متزايد بضرورة الاهتمام بالعوامل التي تكسب الشركات الجدارة والتفوق على المنافسين لأغراض زيادة العوائد الاستثمارية واستقطاب الزبون، وبالتالي يقودها إلى الحياة والبقاء والنمو بعيداً عن التحديات الداخلية المتمثلة بالمقاومة الداخلية والخارجية المتمثلة بحروب المنافسين.

B أهمية البحث Research Important

تبرز أهمية هذه الدراسة كونها أولى المحاولات التي لم يسبقها دراسة مماثلة في هذا المجال، كما تبرز أهمية هذه الدراسة من خلال إستعمالها الأدوات الكمية في قياس المتغيرات ذات العلاقة، وهذا يمثل توجهاً حديثاً يعكس الصورة الواقعية لبيئة الشركات ذات الطابع المالي (المصارف) ويقود إلى تلافي العديد من الانتقادات والقصور في جوانب استعمال المؤشرات الوصفية وخاصة في مجال تحديد الواقع البيئي وتغييراته.

وتبرز أهمية البحث أيضاً نتيجة لاهتمامه بقطاع اقتصادي حيوي ألا وهو القطاع المصرفي الخاص والعمل على وضع أسس علمية وإستراتيجية للارتقاء به من خلال تحسين أدائه الحالي وصولاً إلى تحقيق مزايا كزيادة العوائد الاستثمارية والحصول على الحصة السوقية العالية مقارنة بمنافسيه داخل القطاع ذاته.

C هدف البحث Research Objective

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل عمليات الاندماج وكيفية وضع آلية لتطبيقها في المصارف العراقية من خلال المهام الآتية:

استراتيجية اندماج المصارف

1. تحليل التداؤب لاندماج المصارف عينة البحث والعمل على اظهار قيمتها قبل وبعد الاندماج.
 2. تحليل مؤشرات الاندماج للمصارف عينة البحث من خلال اتباع احد الاسلوبين (التملك النقدي والتملك بالاسهم) والعمل على اتخاذ القرار الاستثماري من قبل ادارات هذه المصارف والذي يحقق اقل كلفة.
- D افتراضات البحث :

هنالك جملة من الافتراضات التي حاول الباحث استعمالها في الجانب العملي لاتباع المنشآت المالية(المصارف عينة البحث) لاستراتيجيات الاندماج وما ينجم عن ذلك من متغيرات متعددة وهي على النحو التالي :-

1. نسبة النمو في الشركات المندمجة في حالة التداؤب عند الاندماج = 0.05
2. حالة الاندماج وتأثيره الفوري على الارباح بالسهم:-
*معامل الخصم يحدد وفقاً لما تدفعه المصارف الخاصة في العراق على الودائع الثابتة= 12 %
* عرض الاقتناء من مصرف لآخر بطريقة تبادل الاسهم بزيادة عن سعر السوق مقدارها = 21 %
3. حالة الاندماج وتأثيره في الارباح بالسهم المستقبلية
*معدل نمو الارباح المتوقع للشركة المقتنية 10 %
*معدل نمو الارباح للشركة المقتناة 21 %

E عينة البحث

تم اختيار ثلاثة مصارف من القطاع المصرفي(الخاص) والتي يكون موقعها في محافظة بغداد لتشكل العينة نسبة (0,45) من مجتمع البحث ويعود سبب اختيار هذه العينة لقدم تأسيسها وتداول اسهمها منذ فترة طويلة في سوق المال العراقي ومعرفة العديد من المستثمرين والمساهمين سواء في هذه المصارف او المصارف الاخرى بسياقات عملها وحجم موجوداتها وطبيعة تداولاتها والجدول (1) يوضح بعض البيانات الخاصة بمصارف عينة البحث.

جدول (1)

البيانات الخاصة بعينة البحث (المبالغ بالدينار العراقي)

ت	اسم المصرف	تاريخ التأسيس	رأس المال الاسمي	الموجودات الكلية	عدد الفروع
1	المصرف التجاري العراقي	11.2.1992	500.000.000	13.865.890.٤٨٧.	8



استراتيجية اندماج المصارف

16	8.333.093.000	32.000.000	18.2.1992	مصرف بغداد	2
11	7.791.753.695	400.000.000	7.7.1993	مصرف الشرق الاوسط	3

F قياس المتغيرات واختبار الافتراضات

جمعت البيانات الضرورية للايفاء بمتطلبات الدراسة من مصادر متعددة شملت المصارف وديوان الرقابة المالية والبنك المركزي العراقي، وسوق بغداد للاوراق المالية واحتوت مادة البحث على الميزانيات العمومية وكشف الدخل وكذلك الاقيام السوقية لاسهم المصارف المبحوثة وحجم التداول وعدد الاسهم المصدرة وعدد الاسهم المتداولة لكل مصرف من المصارف عينة البحث وللسنوات قيد التحليل (١٩٩٨-٢٠٠١) وغيرها من المعلومات التي يعتمد عليها البحث في احتساب قيم المتغيرات وهي كالاتي:-

1. تحليل التداؤب ((Synergy)) ((Rose & others, 1998, 717-727))

1) $VAB > VA + VB$.

حيث ان : VAB : قيمة الشركتين المندمجتين A , B في حالة التداؤب

VA : قيمة الشركة (A)

VB : قيمة الشركة (B)

2) $\Delta V = VAB - (VA + VB)$.

حيث ان : ΔV : الكسب المتزايد للاندماج

VAB : قيمة الشركتين المندمجتين A , B

VA : قيمة الشركة (A)

VB : قيمة الشركة (B)

3) $(*VB) = \Delta V + VB$

حيث ان : $(*VB)$: قيمة الشركة (A) عند اندماجها مع الشركة (B)

ΔV : الكسب المتزايد للاندماج

VB : قيمة الشركة (B) كادارة مستقلة

4) $CF = Np + Dep$

حيث ان : CF : التدفق النقدي

Np : صافي الارباح

Dep : الاندثار

$$5) \text{CFAB} = \text{CFA} + \text{CFB} + [g * \text{CFAB}]$$

حيث ان : CFAB : قيمة التدفق النقدي بعد الاندماج للشركتين A , B

g : النمو

CFA : التدفق النقدي للشركة (A)

CFB : التدفق النقدي للشركة (B)

$$6) \text{VAB} = \frac{\text{CFAB}}{D}$$

حيث ان : VAB : قيمة التدفق النقدي بعد الاندماج للشركتين A , B

CFAB : التدفق النقدي للشركتين A , B

D : معدل الخصم

٢. تحليل الكلفة (Cost) و NPV (Ross & others, 1998, 717-727)

$$1) \text{NPV} = (*\text{VB}) - \text{cost A}$$

حيث ان : NPV : صافي القيمة الحقيقية للاندماج

(*VB) : قيمة الشركة (A) عند اندماجها مع الشركة (B)

costA : قيمة (كلفة) ما تدفعه الشركة (A) لشراء كل اسهم الشركة (B) بشكل نقدي او بشكل اسهم.

$$2) \text{VAB} = \text{VA} + (*\text{VB}) - \text{cost A}$$

حيث ان : VAB : القيمة الكلية للشركة الجديدة الناتجة عن الاندماج للشركتين A , B .

(*VB) : قيمة الشركة (A) عند اندماجها مع الشركة (B).

costA : قيمة (كلفة) ما تدفعه الشركة (A) لشراء كل اسهم الشركة (B) بشكل نقدي او بشكل اسهم.

3. تحليل آثار الاندماج على أرباح السهم الحالية والمستقبلية :

التأثير الفوري على الأرباح بالسهم : (الميداني : 1989, 699-702)

(١) نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم (PE) = سعر السهم في السوق/الأرباح بالسهم.

(٢) الأرباح بالسهم = صافي الدخل/عدد الاسهم.

(٣) عدد الاسهم = الأرباح/الأرباح بالسهم أو حق الملكية/ القيمة الدفترية.



(Sharpe & Alexander, 1990, 477) (Black & Hirt, 1994,589-590)(الميداني-704
(703,1989)

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

حيث ان : E_0 : الارباح بالسهم قبل الدمج

E_1 : الارباح بالسهم بعد الدمج

g_0 : معدل نمو الارباح قبل الدمج

g_1 : معدل نمو الارباح بعد الدمج

n : عدد سنوات التعادل

المبحث الثاني

تحليل البيانات واستخلاص النتائج

اولاً: تحليل التداؤب (SYNERGY ANALYSIS)

على ضوء البيانات المالية التي تم الحصول عليها من المصارف الخاصة (المصرف التجاري العراقي، مصرف الشرق الاوسط، مصرف بغداد)، وكما أشرنا في الجانب النظري لمفهوم التداؤب لأن الكل اكبر من اجزائه، لذا يحاول البحث الاجابة على الأسئلة الآتية:-

(١) هل من الممكن اجراء عمليات الاندماج في البيئة المصرفية العراقية ؟

(٢) هل من المجدي اجراء عمليات الاندماج تلك في البيئة المصرفية العراقية ؟

ولنفترض أن الشركة (A) تتأمل في الاندماج مع الشركة (B)، سيكون الاندماج ذا جدوى اذا كانت الشركة المندمجة تملك قيمة اكبر من مجموع قيمتي الشركتين، اذا رمزنا الى قيمة الشركتين المندمجتين (VAB) حينذاك سيكون للاندماج معنى فقط اذا كان $VAB > VA + VB$ حيث أن (VA, VB) تمثل قيمة الشركتين (A, B).

وهكذا فإن الاندماج الناجح يتطلب أن تكون قيمة المجموع تتجاوز مجموع الأجزاء منفردة (Ross & other, 1998, 718).

أن الفرق بين قيمة الشركة المندمجة ومجموع قيم الشركتين يمثل الكسب المتزايد للاندماج (ΔV)

وعندما تكون (ΔV) تحمل الاشارة الموجبة في النتيجة فإن ذلك $\Delta V = VAB - (VA + VB)$

يعني أن الاندماج يولد تداؤباً (Synergy) .

فإذا اشترت الشركة (A) الشركة (B) فسوف تحصل على شركة بقيمة $VB + \Delta V$ الربح المتزايد ΔV ، وهكذا ستكون قيمة الشركة (B) الى الشركة (A) تساوي $(V*B)$ أي أن :-

$$V*B = \Delta V + VB$$

ولقد وضعت العلامة (*) للتأكيد والاشارة الى قيمة الشركة (A) الى الشركة (B) وليس لقيمة الشركة (B) بشكل منفصل، حيث يمكن تحديد $(V*B)$ بموجب خطوتين :-

الاولى : حساب VB .

الثانية : حساب ΔV .

ولابد من التنويه الى انه اذا كانت شركة (B) هي شركة عامة فعند ذلك ستكون قيمتها في السوق كشركة مستقلة تحت الادارة الحالية (VB) ومن الممكن ملاحظتها مباشرة، أما اذا لم تكن الشركة (B) مملوكة للقطاع العام فإن قيمتها يتم احتسابها على أساس الشركات المشابهة وبأية طريقة فإن مسألة تحديد قيمة $(V*B)$ يتطلب تحديد أو معرفة قيمة (ΔV) بصورة دقيقة (Ross & Others, 1988, 718).

ستكون آلية البحث لتحليل هذه الفقرة من خلال مناقشة اندماج الحالات التالية :-

الحالة (1) : مصرف الشرق الاوسط مع المصرف التجاري للسنة المالية 2001

الحالة (2) : المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد للسنة المالية 2001

الحالة (3) : مصرف الشرق الاوسط مع مصرف بغداد للسنة المالية 2001

وسيتمتع الباحث الرموز التالية عند استعمال المعادلات لغرض تحليل التداؤب وكالاتي:-

(A) يمثل المصرف الذي يحاول امتلاك مصرف آخر أو الاندماج معه.

(B) يمثل المصرف الممتلك أو المندمج مع المصرف الرئيسي.

ولغرض التوصل الى الدقة في النتائج أمكن اعتماد التدفق النقدي للمصارف عينة البحث والذي أمكن

$$CF = NP + DEP$$

حسابه عن طريق المعادلة الآتية :-

حيث أن :-

CF : التدفق النقدي

NP : صافي الأرباح

DEP : الاندثار

ولنفترض أن (CF) يزداد بعد الأندماج بين المصرفين بنسبة $[g] = 0.05$.

الحالة (1) : تحليل التداؤب لاندماج مصرف الشرق الاوسط مع المصرف التجاري العراقي:-

استراتيجية اندماج المصارف

$$CFA = 1152 + 148 = 1300$$

$$CFB = 1159 + 88 = 1247$$

لذلك يمكن احتساب التدفق النقدي (CF) بعد الاندماج بموجب المعادلة الآتية :-

$$\boxed{CFAB = CFA + CFB + [g * CFAB]}$$

حيث أن :-

CFAB : قيمة التدفق النقدي بعد الاندماج للشركتين A , B

g : النمو ممثلاً بنسبة 0.05

$$CFAB = 1300 + 1247 + [0.05 * 2547] = 2674$$

VAB	CFA B = $\frac{\quad}{D}$
-----	---------------------------------

حيث أن :-

D : معامل الخصم = ١٢% وهو ما تدفعه المصارف الخاصة على الودائع الثابتة.

$$\therefore VAB = \frac{2674}{0.12} = 22283$$

$$VA = \frac{1300}{0.12} = 10833$$

$$VB = \frac{1247}{0.12} = 10392$$

$$\boxed{VAB > VA + VB}$$

حيث التداؤب يكون الكل اكبر من اجزائه .

$$\therefore 22283 > 10833 + 10392 = 22283 > 21225$$

$$\Delta V = 22283 - 21225 = 1058$$

$$(V*B) = \Delta V + VB = 1058 + 10392 = 11450$$

الحالة (2) تحليل التداؤب لاندماج المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد:-

$$CFA = 1159 + 88 = 1247$$

$$CFB = 707 + 110 = 817$$

$$\boxed{CFAB = CFA + CFB + [g * CFAB]}$$



$$CFAB = 1247 + 817 + [0.05 * 2064] = 2167$$

$$VAB = \frac{CFA + B}{D}$$

$$\therefore VAB = \frac{2167}{0.12} = 18058$$

$$= \frac{VA + 1247}{0.12} = 10391$$

$$= \frac{VB + 817}{0.12} = 6808$$

$$VAB > VA + VB$$

حيث التداؤب يكون الكل اكبر من اجزائه

$$\therefore 18058 > 10391 + 6808 = 18058 > 17199$$

$$\therefore \Delta V = 18058 - 17199 = 859$$

$$\therefore (V*B) = \Delta V + VB = 859 + 6808 = 7667$$

الحالة (3) : تحليل التداؤب لأندماج مصرف الشرق الأوسط مع مصرف بغداد :-

$$CFA = 1152 + 148 = 1300$$

$$CFB = 707 + 110 = 817$$

$$CFA.B = CFA + CFB + [g * CFAB]$$

$$CFAB = 1300 + 817 + [0.05 * 2117] = 2223$$

$$VAB = \frac{CFA + B}{D}$$

$$\therefore VAB = \frac{2223}{0.12} = 18525$$

$$VA = \frac{1300}{0.12} = 10833$$

$$VB = \frac{817}{0.12} = 6808$$

$$VAB > VA + VB$$

حيث التداؤب يكون الكل اكبر من اجزائه

$$\therefore 18525 > 10833 + 6808 = 18525 > 17641$$

$$\therefore \Delta V = 18525 - 17641 = 884$$

$$\therefore (V*B) = \Delta V + VB = 884 + 6808 = 7692$$

وبالامكان استعراض النتائج التي ظهرت من الحالات التطبيقية الثلاث وفق الجدول التالي :-

جدول (٢)

ملخص اظهار نتائج التحليل للحالات التطبيقية الثلاث

رقم الحالة	حالات الإندماج	مجموع قيمة المصرفين قبل الاندماج	قيمة التداؤب عند الإندماج
١	مصرف الشرق الأوسط مع المصرف التجاري العراقي	٢١٢٢٥	٢٢٢٨٣
٢	المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد	١٧١٩٩	١٨٠٥٨
٣	مصرف الشرق الأوسط مع مصرف بغداد	١٧٦٤١	١٨٥٢٥

نلاحظ من الجدول اعلاه أن اكبر قيمة قد تحققت للإندماج بين مصارف عينة البحث هي كانت بين

الشرق الأوسط مع المصرف التجاري العراقي والتي بلغت (22283)، فيما تحققت أقل قيمة بين إندماج المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد حيث تحققت قيمة بعد الإندماج (18058) وجاءت البقية بينهما محققة قيمة (18525).

ثانياً: تحليل التكلفة, NPV القيمة الكلية للإندماج.

بهدف تحليل جدوى الاندماج بين الشركات المتنافسة، وكذلك تحليل أفضلية الاندماج نقداً أو بشكل

أسهم، يتوجب مناقشة تحليل تكلفة الاندماج و NPV للشركات لهذين البديلين، وقد أمكن تحديد

المكاسب الإضافية من الاندماج في الفقرة اعلاه من خلال المعادلة الآتية :-

$$\Delta V = VAB - VA + VB$$



استراتيجية اندماج المصارف

وكذلك امكن تحديد القيمة الكلية للشركة (B) الى الشركة (A) من خلال المعادلة :-

$$V*B = VB + \Delta V .$$

وفي ضوء ذلك يمكن الوقوف على (صافي القيمة الحالية NPV) للإندماج من خلال العلاقة الرياضية الآتية :-

$$NPV = V*B - Cost (A) .$$

حيث تعني [COST (A)] ما تدفعه الشركة (A) لشراء كل اسهم الشركة (B) بشكل نقدي او بشكل اسهم، وأخيراً يمكن التوصل الى قيمة الشركة (AB) بعد الاندماج عن طريق المعادلة:-

$$VAB = VA + (V*B - CostA) .$$

وبالاعتماد على المعادلات في اعلاه يمكن قياس NPV و COST والقيمة الكلية للشركة الجديدة الناتجة عن الاندماج (VAB) للشركات المصرفية عينة البحث من خلال الاعتماد على البيانات المالية للمصارف وحسب الحالات الآتية :-

الحالة (1): اندماج مصرف الشرق الأوسط مع المصرف التجاري العراقي:

$$\Delta V = VAB - (VA + VB) .$$

$$\therefore \Delta V = 22283 - 21225 = 1058$$

$$V*B = VB + \Delta V .$$

$$\therefore V*B = 10392 + 1058 = 11450$$

وهذه النتيجة تمثل ما تدفعه الشركة (A) الى الشركة (B)، والسؤال هنا، ما هي المنافع التي تجنيها الشركة (A) من هذا القرار الاستثماري ؟ ... والجواب يعتمد على نوعية البديل المعتمد في الشراء، هل هو نقدي أو بشكل أسهم.

لذلك سوف يتم تحليل البديلين ومن ثم الخروج بقرار استثماري يصب في الأستراتيجية المالية للشركة المندمجة :-

البديل الأول : التملك النقدي Cash Acquisition

تتمثل الكلفة (Cost) ضمن هذا البديل بالنقد المدفوع لتملك الشركة (B) من قبل الشركة (A) التي تدفع نقداً لتمتلك كل أسهم الشركة (B) وعلى هذا الأساس يمكن تحديد (NPV) للتملك النقدي على النحو التالي :-

$$NPV = V*B - Cost (A) .$$



$$\therefore NPV = 11450 - 396 = 11054.$$

$$\boxed{VAB = VA + (V*B - CostA)}$$

$$\therefore VAB = 10833 + 11054 = 21887$$

البديل الثاني : التملك بالأسهم Stock Acquisition

ويكون هذا البديل على العكس تماماً من البديل الأول، حيث لا يدفع النقد هنا ويستعاض عنه بالأسهم التي تدفع من قبل الشركة (A) الى الشركة (B) لغرض تملكها. ويمكن تحديد قيمة الشركة المندمجة هنا من خلال المعادلة :-

$$\boxed{VAB = VA + (VB + \Delta V)}$$

حيث أن :-

VAB : قيمة الشركة الناجمة عن الاندماج

VA , VB , A = VB : أقيام الشركة

ΔV : التغيير في المكاسب قبل وبعد الاندماج

وعند اعتماد هذه المعادلة لدراسة وتحليل التكلفة و NPV والقيمة الكلية للشركة الناجمة عن الاندماج في البيئة المصرفية العراقية (عينة البحث) يكون بالإمكان التوصل الى النتائج الهامة التالية :-

$$\boxed{VAB = VA + (VB + \Delta V)}$$

$$\therefore VAB = 10833 + 10392 + 1058 = 22283$$

$$1450 = \frac{2400}{1,650} = \frac{\text{قيمة الشركة}}{\text{سعر السهم عند الإغلاق}}$$

عدد الأسهم الواجب إصدارها. $1690 = 240 + 1450$

$$13 = \frac{22283}{1690} = \frac{VAB}{\text{سعر الأسهم الواجب إصدارها}}$$

التكلفة (Cost) $18910 = 1450 * 13$

$$\boxed{NPV = V*B - Cost}$$

$$\therefore NPV = 11450 - 18915 = - 7465$$

استراتيجية اندماج المصارف

∴ يتحتم على الشركة المندمجة أن تتخذ قراراً استثمارياً وذلك باتباع أسلوب التملك النقدي بدلاً من التملك بالأسهم لكونه يمثل مردوداً أعلى وهو ٢١٨٨٧ في حين الأسلوب الآخر (التملك بالأسهم) سوف يحقق خسارة قيمتها (7465).

الحالة (2) : اندماج المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد

$$\Delta V = VAB - (VA + VB)$$

$$\therefore \Delta V = 18058 - 17199 = 859$$

$$V^*B = VB + \Delta V$$

$$\therefore V^*B = 6808 + 859 = 7667$$

وهذه النتيجة تمثل ما تدفعه الشركة (A) الى الشركة (B) والسؤال هنا، ما هي المنافع التي تجنيها الشركة (A) من هذا القرار الاستثماري ؟ .. والجواب يعتمد على نوعية البديل المعتمد في الشراء هل هو نقدي أو بشكل أسهم. لذلك سوف يتم تحليل البديلين ومن ثم الخروج بقرار استثماري يصب في الاستراتيجية المالية للشركة المندمجة.

* استخرجت هذه الاقيام من سجلات الشركة

البديل الاول : التملك النقدي Cash Acquisition

$$NPV = V^*B - Cost(A)$$

$$\therefore NPV = 7667 - 702 = 6965$$

$$VAB = VA + (V^*B - Cost(A))$$

$$\therefore VAB = 10391 + 6965 = 17356$$

البديل الثاني: التملك بالأسهم Stock Acquisition

$$\geq VAB = VA + VB + \Delta V$$

وعند الاعتماد على هذه المعادلة لدراسة وتحليل التكلفة و NPV والقيمة الكلية للشركة الناجمة عن الاندماج في البيئة المصرفية العراقية (عينة البحث) يكون بالإمكان التوصل الى النتائج الهامة التالية :-

$$VAB = 10391 + 6808 + 859 = 18058$$

$$٤٦٢ = \frac{1800}{٣,٩٠٠} = \frac{\text{قيمة الشركة}}{\text{سعر السهم عند الإغلاق}}$$

$$٦٤٢ = ١٨٠ + ٤٦٢ \text{ عدد الأسهم الواجب إصدارها.}$$



استراتيجية اندماج المصارف

$$28 = \frac{18058}{642} = \frac{VAB}{\text{سعر الأسهم الواجب إصدارها}}$$

$$\text{التكلفة (Cost)} = 28 * 462 = 12936$$

$$\geq \boxed{NPV = V*B - CostA}$$

$$\therefore NPV = 7667 - 12936 = - 5269$$

∴ يتحتم على الشركة المندمجة أن تتخذ قراراً استثمارياً وذلك بأتباع أسلوب التملك النقدي بدلاً من التملك بالأسهم لكونه يمثل مردوداً أعلى وهو 17356 في حين الأسلوب الآخر (التملك بالأسهم) سوف يحقق خسارة قيمتها 5269 .

الحالة (3) : اندماج مصرف الشرق الأوسط مع مصرف بغداد

$$\geq \boxed{\Delta V = VAB - (VA + VB)}$$

$$\therefore \Delta V = 18522 - 17641 = 883$$

$$\boxed{V*B = VB + \Delta V}$$

$$\therefore V*B = 6808 + 884 = 7692$$

وهذه النتيجة تمثل ما تدفعه الشركة (A) الى الشركة (B) والسؤال هنا، ما هي المنافع التي تجنيها الشركة (A) من هذا القرار الاستثماري؟ ... والجواب يعتمد على نوعية البديل المعتمد في الشراء هل هو نقدي أو بشكل أسهم؟ لذلك سوف يتم تحليل البدلين ومن ثم الخروج بقرار استثماري يصب في الإستراتيجية المالية للشركة المندمجة :-

البديل الأول : التملك النقدي Cash Acquisition

$$\boxed{NPV = V*B - Cost(A)}$$

$$\therefore NPV = 7692 - 396 = 7296$$

$$\boxed{VAB = VA + (V*B - Cost(A))}$$

$$\therefore VAB = 10833 + 7296 = 18129$$

البديل الثاني :- التملك بالأسهم Stock Acquisition

استراتيجية اندماج الهصارف

ويكون هذا البديل على العكس تماماً من البديل الاول، حيث لا يدفع النقد هنا ويستعاض عنه بالأسهم التي تدفع من قبل الشركة (A) الى الشركة (B) لغرض تملكها. ويمكن تحديد قيمة الشركة المندمجة هنا من خلال المعادلة التالية :-

$$VAB = VA + VB + \Delta V .$$

$$\therefore VAB = 10833 + 6808 + 884 = 18525$$

$$1455 = \frac{2400}{1,650} = \frac{\text{قيمة الشركة}}{\text{سعر السهم عند الإغلاق}}$$

$$1695 = 240 + 1455 \text{ عدد الأسهم الواجب إصدارها.}$$

$$13 = \frac{18525}{1455} = \frac{VAB}{\text{سعر الأسهم الواجب إصدارها}}$$

$$\text{التكلفة (Cost)} = 18915 = 1455 * 13$$

$$\geq \boxed{NPV = V*B - CostA .}$$

$$\therefore NPV = 7692 - 18915 = - 11223$$

∴ يتحتم على الشركة المندمجة أن تتخذ قراراً استثمارياً وذلك بإتباع اسلوب التملك النقدي بدلاً من التملك بالأسهم لكونه يمثل أعلى مردودٍ وهو 18129 في حين الأسلوب الآخر (التملك بالأسهم) سوف يحقق خسارة قيمتها (11223) .

وبالامكان استعراض النتائج التي ظهرت من خلال الحالات الثلاث آنفة الذكر

جدول (٣)

ملخص اظهار نتائج تحليل الكلفة (Cost) و (NPV) وفق الاسلوبين (النقدي، الأسهم) للحالات الثلاث

رقم الحالة	حالة الاندماج	قيمة التملك النقدي	قيمة التملك بالأسهم	القرار الاستثماري بقيمة أحد الأسلوبين والذي يمثل أعلى مردود
(١)	مصرف الشرق الاوسط مع المصرف التجاري العراقي	٢١٨٨٧	- ٧٤٦٥	٢١٨٨٧



استراتيجية اندماج المصارف

(٢)	المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد	١٧٣٥٦	-٥٢٦٩	١٧٣٥٦
(٣)	مصرف الشرق الاوسط مع مصرف بغداد	١٨١٢٩	-١١٢٢٣	١٨١٢٩

يتبين من الجدول (٣) أن الاندماج عن طريق التملك أو الاندماج النقدي يشكل جدوى مالية على العكس منه في الاندماج عن طريق الاسهم الذي يظهر خسائر وهذه الحالة تنطبق على كل عينة البحث. ومن الجدول نفسه يتبين بأن القيمة الحالية لحالة الاندماج بين مصرف الشرق الاوسط مع المصرف التجاري العراقي جاء بأعلى قيمة اذ بلغت (21887)، فيما تحققت أقل قيمة حالية لحالة الاندماج بين المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد حيث بلغت (17356)، وجاءت البقية بينهما في حالة الاندماج بين مصرف الشرق الاوسط مع مصرف بغداد حيث بلغت (18129).

ج. تحليل آثار الاندماج على أرباح السهم الحالية والمستقبلية.

سيتم التركيز هنا على عاملين أساسيين من العوامل الواجب تحليلها في تقويم عملية الاقتناء وهي :-

1. التأثير الفوري على الأرباح بالسهم الحالية.

2. التأثير على الأرباح بالسهم المستقبلية .

وفيما يلي سيتم تناول هذين العاملين كلاً على إنفراد :-

1. التأثير الفوري على الأرباح بالسهم الحالية.

لا بد من الإشارة الى أن من أهم جوانب تقييم عملية الاندماج هو تحليل تأثيرها الفوري على الأرباح بالسهم EPS للشركة الباقية، والسبب في ذلك أن التأثير في الأرباح بالسهم يمكن تحديدها بكل دقة بينما يصعب التنبؤ بالتأثير على سعر السهم في السوق لكثرة العوامل التي تؤثر عليه، لذلك فإن مديري الشركات والمساهمين يضعون أهمية خاصة على التأثير الفوري للدمج على الأرباح بالسهم. وسيتم التحليل على ضوء البيانات المستحصلة من المصارف موضوع البحث وعلى النحو التالي:-

١- المصرف التجاري العراقي مع مصرف الشرق الاوسط: كحالة أولى للسنة المالية

٢- المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد: 2001.

٣- مصرف بغداد مع مصرف الشرق الاوسط: حالة ثانية للسنة المالية 2001.

حالة ثالثة للسنة المالية 2001.

الحالة الاولى: المصرف التجاري العراقي مع مصرف الشرق الأوسط

يدرس المصرف التجاري العراقي امكانية اقتناء مصرف الشرق الأوسط بطريقة تبادل الأسهم

وعلى ضوء البيانات المالية التالية :-

جدول (٤)



استراتيجية اندماج المصارف

بيانات ومؤشرات المصرف التجاري العراقي ومصرف الشرق الأوسط للسنة المالية ٢٠٠١

البيان	المصرف التجاري	مصرف الشرق الأوسط
اجمالي الأرباح (مليون)	١,١٥٩	١,١٥٢
عدد الأسهم العادية (مليون)	١,٨٠	٢,٤٠
الأرباح بالسهم (بالدينار)	٠,٦	٠,٥
سعر السهم في السوق (بالدينار)	٣,٩٠٠	١,٦٥٠
نسبة سعر السهم الى الأرباح بالسهم (PE)	٦,٥ مرة	٣,٣ مرة

ولنفترض أن المصرف التجاري العراقي قدم عرضاً لاقتناء كامل أسهم مصرف الشرق الأوسط بسعر دينارين للسهم أي بزيادة قدرها ٢١% عن سعر السوق، هذا يعني أن نسبة تبادل الأسهم قد حددت بـ (١,٩٥ = ٢ ÷ ٣,٩٠٠) أي سهم واحد من أسهم المصرف التجاري العراقي لكل 1.95 من أسهم الشرق الأوسط، هذا يترتب على المصرف التجاري اصدار 1.23 مليون سهم جديد (2.40 مليون ÷ 1.95) لاقتناء مصرف الشرق الأوسط.

بافتراض بقاء المصرفين بعد الدمج على حالهما فإن تأثير الدمج الفوري في الأرباح بالسهم للمصرف الباقي (المصرف التجاري العراقي) يمكن قياسه كالاتي :

جدول (٥)

تحليل المؤشرات المالية للمصرف الباقي

(المصرف التجاري العراقي) بعد عملية الإندماج مع مصرف الشرق الأوسط للسنة المالية ٢٠٠١

السعر المعروض للمصرف التجاري العراقي	٢	٣
نسبة تبادل الأسهم	١,٩٥	١,٣
الأرباح	٢,٣١١	٢,٣١١
عدد الأسهم	٣,٠٣	٣,٦
الأرباح بالسهم	٠,٧٦	٠,٦

يلاحظ أن هناك تحسناً فورياً Accretion قد طرأ على الأرباح بالسهم لمساهمي المصرف التجاري العراقي بعد الدمج حيث ارتفعت الـ (EPS) من 0.6 الى 0.76 دينار، لكن مساهمي الشرق



استراتيجية اندماج المصارف

الأوسط السابقين يصابون بانخفاض (إنحلال) في الأرباح بالسهم. في حين كان كل 1.95 سهم من أسهم مصرف الشرق الأوسط يكسب 0.98 (0.5 * 1.95) فإن اسهم المصرف التجاري العراقي الذين أصبحوا يحملونه الان يكسب 0.76 ديناراً، أي أقل بـ 0.22 ديناراً.

لنعيد هذه الحسابات الان باستعمال سعر أعلى لشراء أسهم مصرف الشرق الأوسط كما في جدول (٥) أيضاً، ولنفترض أن المصرف التجاري العراقي قدم عرضاً بثلاثة دنانير للسهم لاقتناء مصرف الشرق الأوسط أي بزيادة قدرها 81% عن سعر السوق أن نسبة تبادل الأسهم في هذه الحالة تساوي (٣,٩٠٠ ÷ ٣ = ١,٣) أي سهم من المصرف التجاري العراقي لكل 1.3 من أسهم مصرف الشرق الأوسط، وبالتالي فإن على المصرف التجاري العراقي أن يصدر 3.6 أسهم (٢,٤ ÷ ١,٣ + ١,٨٠) في هذه الحالة اذا بقيت أرباح المصرفين بدون تغيير فإن عملية الاقتناء تؤدي الى ثبات ربحية السهم تقريباً وهي (0.6).

ويحدث انحلال في الأرباح بالسهم في أي وقت تكون فيه نسبة سعر السهم الى الأرباح بالسهم (PE) المدفوعة للشركة المقتناة (مصرف الشرق الأوسط) أكبر من (P/E) للشركة المقتنية (المصرف التجاري العراقي) أي أن: (3 ÷ 0.5 = 6) وهذه النتيجة أقل من (6.5) PE للمصرف التجاري العراقي لذلك لا يحدث انحلال في الربحية للسهم.

يتبين في مثل هذه الحالة مدى أهمية السعر المعروض لسهم الشركة المراد اقتناؤها (مصرف الشرق الأوسط) من قبل المصرف التجاري العراقي وبالتالي فإن نسبة تبادل الأسهم المعتمدة عليه لها دور في تحديد ما اذا كان سيحدث زيادة أو نقصان أولي في الأرباح بالسهم بعد الدمج. لذلك تبقى نسبة تبادل الأسهم من أهم العوامل الخاضعة للمفاوضات في عملية الدمج.

2. الحالة الثانية : المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد.

لنفترض أن المصرف التجاري العراقي يدرس امكانية اقتناء مصرف بغداد بطريقة تبادل الأسهم وعلى ضوء البيانات المالية التالية :-

جدول (٦)

بيانات ومؤشرات المصرف التجاري العراقي ومصرف بغداد للسنة المالية ٢٠٠١

البيان	المصرف التجاري	مصرف بغداد
أجمالي الأرباح (مليون)	١,١٥٩	٠,٧٠٧
عدد الأسهم العادية (مليون)	١,٨٠	٠,١٧٥



استراتيجية اندماج المصارف

٤,٠٤	٠,٦	الأرباح بالسهم (دينار)
٢,٨٥٠	٣,٩٠٠	سعر السهم في السوق (دينار)
٠,٧١ مرة	٦,٥ مرة	نسبة سعر السهم الى الأرباح بالسهم (P/E)

لنفترض أن المصرف التجاري العراقي قدم عرضاً لاقتناء كامل أسهم مصرف بغداد بسعر 3.44 ديناراً للسهم أي بزيادة مقدارها (21%) عن سعر السوق، هذا يعني أن نسبة تبادل الأسهم قد حددت بـ $(1.13 = 3.44 \div 3.900)$ أي سهم واحد من المصرف التجاري العراقي لكل 1.13 من أسهم مصرف بغداد، هذا يترتب على المصرف التجاري العراقي اصدار 0.15 مليون سهم جديد $(0.15 = 1.13 \div 0.175)$ لاقتناء مصرف بغداد.

بافتراض بقاء أرباح المصرفين بعد الدمج على حالهما، فإن تأثير الدمج الفوري في الأرباح للسهم للشركة الباقية (المصرف التجاري العراقي) يمكن قياسه كالاتي :-

جدول (٧)

تحليل المؤشرات المالية للمصرف الباقى (المصرف التجاري العراقي)

بعد عملية الاندماج مع مصرف بغداد للسنة المالية ٢٠٠١

٥,١٦	٣,٤٤	السعر المعروض لسهم مصرف بغداد
٠,٧٦	١,١٣	نسبة تبادل الأسهم
١,٨٦٧	١,٨٦٧	الأرباح
٢,٠٣	١,٩٥	عدد الأسهم
٠,٩٢	٠,٩٦	الأرباح بالسهم

يلاحظ أن هناك تحسناً فورياً (Accretion) قد طرأ على الأرباح لمساهمي المصرف التجاري العراقي بعد الدمج حيث ارتفعت الـ EPS من (0.6) الى (0.96) ديناراً، لكن مساهمي مصرف بغداد السابقين يصابون بانخفاض (انحلال) في الأرباح بالسهم، ففي حين كان كل 1.13 يكسب 4.6 دنانير $(4.6 = 4.04 * 1.13)$ أرباحاً بالسهم، فإن أسهم المصرف التجاري العراقي الذين أصبحوا يحملونه الان يكسب 0.96 ديناراً.

لنعيد هذه الحسابات الان باستعمال سعر أعلى لشراء أسهم مصرف بغداد، ولنفتراض أن المصرف التجاري العراقي قدم عرضاً بـ (5.16) ديناراً للسهم لاقتناء أسهم مصرف بغداد، أي بزيادة قدرها 0.81

استراتيجية اندماج المصارف

عن سعر السوق. أن نسبة تبادل الأسهم في هذه الحالة تساوي (0.76)، أي سهم من أسهم المصرف التجاري العراقي لكل 0.76 سهماً من مصرف بغداد، وبالتالي فإن على المصرف التجاري العراقي أن يصدر 0.23 مليون سهم جديد ($0.76 \div 0.175$). في هذه الحالة إذا بقيت أرباح المصرفين بدون تغيير، فإن عملية الاقتناء تؤدي الى زيادة في الأرباح بالسهم التي سترتفع من (0.6) الى (0.9) دنانير. ويحدث عادة انحلال في الأرباح بالسهم في أي وقت تكون فيه نسبة سعر السهم الى الأرباح بالسهم P/E المدفوعة للشركة المقتناة (مصرف بغداد) اكبر من الـ PE للشركة المقتنية (المصرف التجاري العراقي) والعكس بالعكس. ففي هذه الحالة أن الـ (P/E) لمصرف بغداد تساوي الى (1.28) أي (5.16 \div 4.04 = 1.28) فهي بالنتيجة أقل من الـ (PE) للمصرف التجاري لذلك لا يحدث انحلال في ربحية السهم لمصرف بغداد بحسب ما هو مذكور في أعلاه.

يتبين من هذه الحالة مدى أهمية السعر المعروض لسهم الشركة المراد اقتناؤها وبالتالي فإن نسبة تبادل الأسهم المعتمدة عليه في تحديد ما اذا كان سيحدث زيادة أو نقصان أولي في الأرباح بالسهم بعد الدمج. لذلك تبقى نسبة تبادل الأسهم من أهم العوامل الخاضعة للمفاوضات في عملية الدمج.

3. الحالة الثالثة : مصرف بغداد مع مصرف الشرق الأوسط

لنفترض أن مصرف بغداد يدرس امكانية اقتناء مصرف الشرق الأوسط بطريقة تبادل الأسهم وعلى ضوء البيانات المالية التالية :-

جدول (٨)

بيانات ومؤشرات مصرف بغداد ومصرف الشرق الأوسط للسنة المالية ٢٠٠١

مصرف الشرق الأوسط	مصرف بغداد	البيان
١,١٥٢	٠,٧٠٧	أجمالي الأرباح (مليون)
٢,٤٠	٠,١٧٥	عدد الأسهم العادية (مليون)
٠,٥	٤,٠٤	الأرباح بالسهم (دينار)
١,٦٥	٢,٨٥٠	سعر السهم في السوق (دينار)
٣,٣ مرة	٠,٧١ مرة	نسبة سعر السهم الى الأرباح بالسهم (P/E)

لنفترض أن مصرف بغداد قدم عرضاً لأقتناء كامل أسهم مصرف الشرق الأوسط بسعر 2 دينار للسهم الواحد أي بزيادة قدرها 21% عن سعر السوق. هذا يعني أن نسبة تبادل الأسهم قد حددت بـ



استراتيجية اندماج المصارف

الأوسط. $(1.4 = 2 \div 2.85)$ ، أي سهم واحد من أسهم مصرف بغداد لكل (1.4) من أسهم مصرف الشرق الأوسط.

الشرق الأوسط. هذا يترتب على مصرف بغداد اصدار (1.7) ملايين سهم جديد $(1.7 = 1.4 \div 2.4)$ لاقتناء مصرف الشرق الأوسط.

بافتراض بقاء أرباح المصرفين بعد الدمج على حالهما فإن تأثير الدمج الفوري في الأرباح بالسهم للمصرف الباقي (مصرف الشرق الأوسط) يمكن قياسه كالاتي :-

جدول (٩)

تحليل المؤشرات المالية للمصرف الباقي (مصرف بغداد)

بعد عملية الاندماج مع مصرف الشرق الأوسط للسنة المالية ٢٠٠١

١,٧	٢	السعر المعروض لسهم مصرف بغداد
١,٦٨	١,٤	نسبة تبادل الأسهم
١,٩	١,٩	الأرباح
٠,٢٨	١,٨٧	عدد الأسهم
١ دينار	١ دينار	الأرباح بالسهم

يلاحظ أن هناك تدهوراً قد طرأ على الأرباح بالسهم لمساهمي مصرف بغداد بعد الدمج حيث انخفضت الـ (EPS) من (4.04) الى (1)، لكن مساهمي مصرف الشرق الأوسط السابقين لم يصابوا بانخفاض (انحلال) في الأرباح بالسهم. ففي حين كان كل (1.4) من أسهم مصرف الشرق الأوسط يكسب (0.7) دينار $(0.7 = 0.5 * 1.4)$ أرباح بالسهم. فإن أسهم مصرف بغداد التي أصيبت الان تكسب ديناراً واحداً أي أكثر بـ (0.3).

لنعيد هذه الحسابات الان باستعمال سعراً أقل لشراء أسهم مصرف الشرق الأوسط ولنفترض قدم عرضاً بـ (1.7) دنانير للسهم لاقتناء أسهم مصرف الشرق الأوسط أي بزيادة مقدارها (0.03) أن نسبة تبادل الأسهم في هذه الحالة تساوي الى $(1.68 = 1.70 \div 2.85)$ أي سهم من مصرف بغداد لكل (١,٦٨) من اسهم مصرف الشرق الأوسط، وبالتالي فإن على مصرف بغداد أن يصدر (0.10) ملايين سهم جديد $(0.10 = 1.68 \div 0.175)$ مليون سهم، في هذه الحالة اذا بقيت أرباح المصرفين بدون تغيير، فإن عملية الاقتناء تؤدي الى زيادة في الأرباح بالسهم التي سترتفع من (٤,٠٤) الى (6.78) ويحدث تحسن فوري (Accretion) على أرباح الأسهم لمصرف بغداد، ويحدث عادة انحلال في الأرباح بالسهم



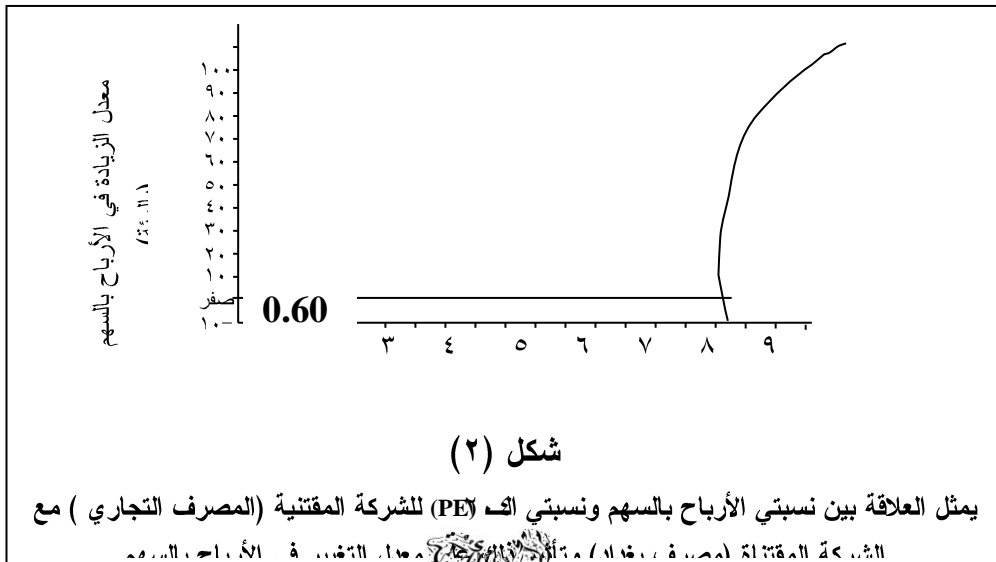
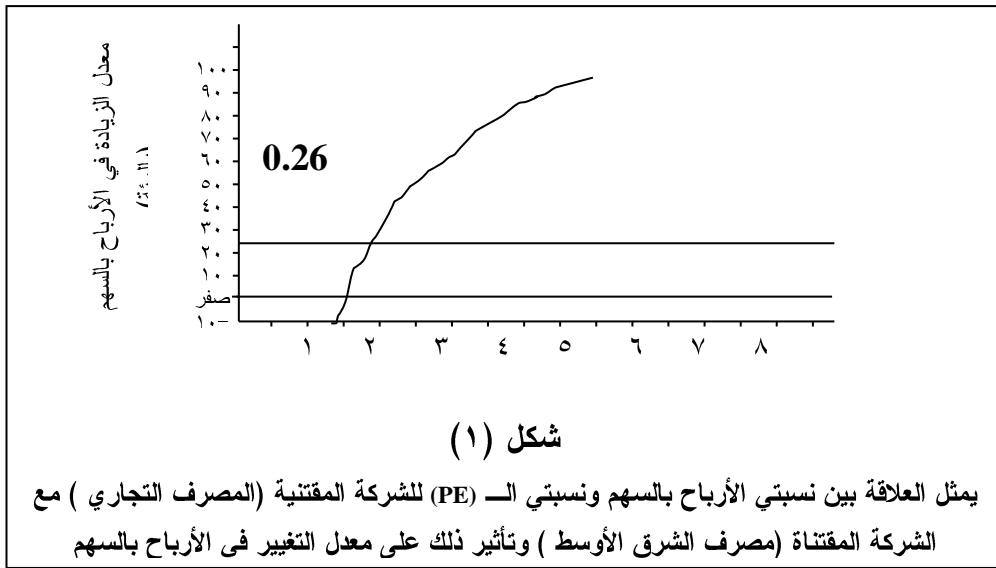
في أي وقت تكون فيه نسبة سعر السهم الى الأرباح بالسهم (P/E) المدفوعة للشركة المقتناة (مصرف الشرق الأوسط) اكبر من الـ (P/E) للشركة المقتنية (مصرف بغداد).

من ذلك يتبين أهمية السعر المعروف لسهم الشركة المراد اقتناؤها (مصرف الشرق الأوسط) وبالتالي نسبة تبادل الأسهم المعتمدة عليه في تحديد ما اذا كان سيحدث زيادة أو نقصان أولي في الأرباح بالسهم بعد الدمج، لذلك تبقى نسبة تبادل الأسهم من أهم العوامل الخاضعة للمفاوضات في عملية الدمج. من خلال ما تم تحليله من الحالات الثلاث أعلاه فمن الممكن القول بصورة عامة امكانية حدوث زيادة أو نقصان فورية في الأرباح بالسهم أثر دمج شركتين. إن مقدار هذه الزيادة يعتمد على الفرق في نسبة سعر السهم على الأرباح بالسهم للشركتين (PE Ratios) وعلى حجم الشركتين مقاساً بإجمالي الأرباح.

بالتحديد كلما كانت نسبة السعر بالسهم الى الأرباح بالسهم (PE Ratios) العائدة للشركة المقتنية اكبر بالمقارنة الى تلك العائدة الى الشركة المقتناة، وكلما كانت أرباح الشركة المقتناة أكبر مع أرباح الشركة المقتنية كلما كانت نسبة الزيادة في الأرباح بالسهم للشركة المقتنية أكبر.

إن هذه العلاقات يمكن إيضاحها بالأشكال (١، ٢، ٣) للحالات الأنفة الذكر، حيث يقيس الشكل على المحور الأفقي نسبة سعر السهم الى الأرباح بالسهم للشركة المقتنية على نسبة سعر السهم الى الأرباح بالسهم للشركة المقتناة أي $(PE)_A / (PE)_B$ ويقيس على المحور العمودي معدل الزيادة في الأرباح بالسهم للشركة الباقية، وتبين المنحنيات الثلاثة المرسومة داخل الأشكال أن معدل الزيادة في الأرباح بالسهم يكون أكبر كلما زادت نسبة $(PE)_A / (PE)_B$ ولأية نسبة معطاة لأرباح الشركة المقتناة على أرباح الشركة المقتنية EB/EA هذا اذا تحركنا على كل المنحنيات الثلاثة بمفرده ولكن يلاحظ أيضاً أن معدل الزيادة في الأرباح بالسهم لأي نسبة $(PE)_A / (PE)_B$ يكون أكبر اذا ازدادت نسبة أرباح الشركة المقتناة الى أرباح الشركة المقتنية EA/EB .

استراتيجية اندماج المصارف



-
0.5

2. التأثير على الأرباح بالسهم المستقبلية :-

إن التحليل المقدم أعلاه قد يقود الى الاستنتاج بأن عملية الاقتناء التي تؤدي الى انحلال أولي في الأرباح بالسهم هي غير مجدية، أن مثل هذا الاستنتاج غير دقيق وقد يكون بعيداً عن الصحة لأنه لا يأخذ بالحسبان تأثير معدل نمو الأرباح المستقبلية الناتج عن عملية الدمج، فمثلاً اذا كان معدل نمو أرباح الشركة المقتناة أكبر من معدل نمو أرباح الشركة المقتنية، فإن عمليات الاقتناء قد تكون مجدية حتى ولو نتج عنها انحلال أولي في الأرباح بالسهم لمساهمي الشركة المقتنية. ذلك لأن معدل النمو الأعلى لأرباح الشركة المقتناة قد يؤدي في النهاية أي بعد بضعة سنوات الى أرباح بالسهم اعلى لمساهمي الشركة المقتنية. ومن الممكن اخذ معدل النمو الجديد لأرباح الشركة المقتنية هو وسطي موزون لمعدل نمو الشركتين قبل الدمج كأوزان.

وعند استعمال معدل النمو من الممكن حساب الفترة الزمنية (عدد السنوات) اللازمة لارتفاع الأرباح بالسهم للشركة المقتنية الى مستواها ما قبل الدمج، لذلك سوف يتم الحصول على عدد السنوات اللازمة لعودة الأرباح بالسهم الى مستواها قبل الدمج بحل المساواة التالية لتحديد قيمة (n) وذلك كما يلي :-

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

حيث 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:

وسوف يعتمد معدل نمو الأرباح المتوقع للشركة المقتنية بمقدار (10%) ، وأن معدل نمو الأرباح للشركة المقتناة هو (21%).



استراتيجية اندماج المصارف

وبحل المعادلة على ضوء الحالات الثلاث السابقة سوف يتبين لنا عدد السنوات المطلوبة للتغلب على الانحلال الأولي في الأرباح وعودة الأرباح بالسهم الى مستواها قبل الدمج وهو على النحو التالي :-

الحالة الأولى : المصرف التجاري العراقي مع مصرف الشرق الأوسط

جدول (١٠)

معدل النمو الموزون لاندماج المصرف التجاري العراقي مع

مصرف الشرق الأوسط للسنة المالية ٢٠٠١

اسم المصرف	معدل النمو	الوزن	حاصل الضرب
المصرف التجاري العراقي	٠,١٠	٠,٥٠	٠,٠٥
الشرق الأوسط	٠,٢١	٠,٥٠	٠,١١
معدل النمو الموزون			٠,١٦

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

$$0.6 (1+0.10)^n = 0.6 (1+0.16)^n$$

وبحل المساواة للوصول الى نقطة التعادل يمكن التوصل الى عدد السنوات المطلوبة للتغلب على

الانحلال الأولي في الأرباح وعودة الأرباح بالسهم الى مستواها قبل الدمج كالتالي:-

$$1.32 = 1.392$$

$$N = 2$$

عليه يكون $n=2$ سنة لتحقيق الهدف اعلاه.

الحالة الثانية : المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد :

جدول (١١)

معدل النمو الموزون لاندماج المصرف التجاري العراقي مع مصرف بغداد للسنة المالية ٢٠٠١

اسم المصرف	معدل النمو	الوزن	حاصل الضرب
المصرف التجاري العراقي	٠,١٠	٠,٦٢	٠,٠٦٢
مصرف بغداد	٠,٢١	٠,٣٨	٠,٠٨
معدل النمو الموزون			٠,١٤٢

وباستعمال المعادلة

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



استراتيجية اندماج المصارف

$$0.6 (1 + 0.10)^n = 0.92 (1 + 0.14)^n$$

$$1.98 = 2.05$$

$$N = 3 \text{ سنة}$$

الحالة الثالثة: مصرف بغداد مع مصرف الشرق الأوسط

جدول (١٢)

معدل النمو الموزون لاندماج مصرف بغداد مع مصرف الشرق الأوسط للسنة المالية ٢٠٠١

اسم المصرف	معدل النمو	الوزن	حاصل الضرب
مصرف بغداد	٠,١٠	٠,٣٨	٠,٠٣٨
الشرق الأوسط	٠,٢١	٠,٦٢	٠,١٣
معدل النمو الموزون			٠,١٧

وباستعمال المعادلة

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

$$0.04 (1 + 0.10)^n = 6.78 (1 + 0.17)^n$$

وعند حل المساواة نتوصل الى n

n = ١ تقريباً بعد استعمال طريقة التجربة والخطأ

$$\therefore 4.44 = 7.93$$

$$N = 1$$

حيث يتقارب الرقمان اكثر عند السنة الاولى دون غيرها وهذا ما يؤكد تأثير ربحية وبالتالي سعر

السهم في المستقبل القريب أي بعد سنة واحدة.

المبحث الثالث

الاستنتاجات والتوصيات



لاستنتاجات

- ١- أمكن تطبيق إستراتيجيات الاندماج والشركة القابضة في البيئة المصرفية العراقية.
- ٢- التداؤب كإسلوب من أساليب الاندماج والمحتوى الرئيس له قد أسهم في زيادة قيمة الشركات المندمجة بشكل يفوق مجموع الشركات قبل الاندماج.
- ٣- يشكل الاندماج جدوى مالية عالية للشركات المندمجة وهذا الأمر يتوقف أساساً على أي من الأساليب للإندماج تستعمل؟ هل هو أسلوب التملك النقدي الذي يشير إلى دفع نقد للشركة المكتسبة؟ أم أسلوب التملك عن طريق الأسهم والذي يشير الى دفع اسهم (إصدار أسهم جديدة) للشركة المكتسبة؟ ووفقاً لذلك تحدد صافي القيمة الحالية (NPV) للشركات المندمجة، والتي أمكن من خلالها الوقوف على أهمية التملك النقدي في بيئة البحث. لما يحمله أسلوب التملك عن طريق إصدار الأسهم من مساوئ تتعلق بانخفاض أسعارها والإنحلال الأولي والكامل لأرباحها وظروف المضاربة في أسواق المال كل ذلك يجعل عملية التملك بالأسهم عديمة الجدوى في البيئة المصرفية.
- ٤- يمكن تحديد آثار الاندماج في ربحية السهم (EPS) للشركة المقتنية بدقة عالية على العكس منه في تحديد آثارها على سعر السهم كونه لا يخضع إلى مؤشرات عديدة داخلية تتعلق بأداء المصارف وخارجية تتعلق بظروف وطبيعة سوق المال والمؤشرات الاقتصادية الأخرى.
- ٥- لسعر سهم الشركة المراد إقتناؤها أهمية كبيرة وعامل هام في نجاح أو فشل عملية الاندماج وفي ضوءه تتحدد نسبة تبادل الأسهم وأرباح السهم بعد الاندماج التي تتأثر بدورها بالفرق بين نسبة سعر السهم على الأرباح بالسهم للشركتين (RE Ration) وعلى حجم الشركتين مقاساً بإجمالي الأرباح.
- ٦- يتوجب عند دراسة جدوى الاندماج الأخذ بنظر الاعتبار تأثير معدل نمو الأرباح المستقبلية الناتج عن عملية الاندماج، فإذا كان معدل نمو أرباح الشركة المقتناة أكبر من معدل نمو أرباح الشركة المقتنية فإن عملية الإقتناء تكون مجدية حتى ولو نتج عنها إنحلال أولي في الأرباح بالسهم لمساهمي الشركة المقتنية، ذلك أن معدل النمو الأعلى لأرباح الشركة المقتناة يؤدي بعد بضعة سنوات إلى أرباح بالسهم أعلى لمساهمي الشركة المقتنية.
- ٧- إن حجم الإستثمار المطلوب لإقتناء شركة أخرى يفوق حجم الإستثمار المالي المطلوب للقبض (الشركة القابضة) على شركة أخرى، وذلك لأن من طبيعة عمل الشركة القابضة هو شراء جزء من ملكية الشركات الأخرى من بورصة الأسهم وبسعر السهم



التوصيات

- ١- نشر الوعي الثقافي لدى العاملين من خلال تنظيم دورات مستمرة وشرح أبعاد التطور وسبل الرقي والوصول اليه من خلال عمليات الاندماج.
- ٢- العمل على تخصيص موظفين أكفاء من خلال التدريب والاطلاع على التجارب في الدول المتقدمة التي سبقت في تطبيقات الاندماج.
- ٣- يتوجب على الشركة المقتنية قبل أن تباشر بعملية الاندماج أن تدرس كل ما يتعلق بالشركة المقتناة من ظروف داخلية وخارجية كأسعار الأسهم وربحياتها الحالية والمستقبلية وظروف السوق المالية والمضاربة وحجم الاستثمار.
- ٤- العمل على زيادة كفاءة السوق المالية كونها هي التي تحدد نوع الترابط والتداخل بين إستراتيجيات الاندماج وبين القيمة الحقيقية للأسهم.
- ٥- ضرورة انتباه الشركات عينة البحث الى مسألة الاندماج وما يحويه من مضامين تساعد في زيادة فاعلية وكفاءة المنشآت المصرفية كالذي ينجم عن التداؤب .
- ٦- ضرورة ان يكون تركيز اهتمام الشركات على الاندماج النقدي دون الاندماج بالاسهم لما يحمله الاول من اهمية بالغة تتحقق من خلاله اهداف الاندماج على عكس الاسلوب الثاني الذي يجعل من استراتيجيات الاندماج عديمة الجدوى .
- ٧- يتوجب الاخذ بعين الاعتبار والانتباه الى سعر السهم وجعله الاساس الذي يبنى عليه الاندماج ، اذ كلما كان اقتناء الشركات مبنيا على اساس سعر سهم اقل كلما كان الاندماج يقود الى ربحية عالية على العكس منه في الاندماجات ذات الاسعار العالية والتي قد تقود الى انحلال اولي في ربحية السهم .
- ٨- التنبؤ بما يكون عليه سعر السهم بعد الاندماج مستقبلا حيث ان بعض الشركات وكما تم الوصول اليها في الجانب التطبيقي ، قد ينجم عنها اندماج ذا نتائج غير مشجعة الا ان عدد السنوات التي تجعل من الاندماج ذا قيمة عالية يكون اقل نسبياً .

المصادر

- ١- اتحاد المصارف العربية، " هل بدأ عصر المصارف العربية العملاقة " ، مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد(١٩) العدد(٢١٧)، بيروت، ١٩٩٩.



- ٢- البساط، هشام، " نظريات الدمج المصرفي"، بحث في كتاب الدمج المصرفي، اتحاد المصارف العربية، بيروت، ١٩٩٢.
- ٣- توفيق، جميل أحمد، وعلي شريف، "الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، ١٩٨٥.
- ٤- الدوري، زكريا مطلق، "أثر الاندماج في المنظمة: دراسة تطبيقية في المنشأة العامة للمشروبات الغازية والكحولية"، رسالة ماجستير بإدارة الأعمال، مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد غ. م.، ١٩٨٤.
- ٥- الدوري، زكريا مطلق، "الإدارة الإستراتيجية: مفاهيم وعمليات وحالات دراسية"، جامعة بغداد، ٢٠٠٣.
- ٦- ربيع، محمد عوض، "نحو إمكانية تطبيق إستراتيجية مالية ومصرفية: دراسة ميدانية في عينة في منشآت القطاع اليماني"، أطروحة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، ٢٠٠٠.
- ٧- الشماع، خليل محمد حسن وآخرون، "نظرية المنظمة"، الطبعة الأولى، دار الشؤون الثقافية، بغداد، ١٩٨٩.
- ٨- غراب، كامل السيد، "الإدارة الإستراتيجية: أصول علمية وحالات عملية"، جامعة الملك سعود الطبعة الأولى، ١٩٩٥.
- ٩- الميداني، محمد أيمن عزت، "الإدارة التمويلية في الشركات"، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، ١٩٨٩.
- ١٠- وستون، مرد، برجهام، يوجين، "التمويل الإداري"، الجزء الأول، ترجمة عدنان داغستاني، وأحمد نبيل عبد الهادي، دار المريخ للنشر، الرياض، ١٩٩٣.
- ١١- ياسين، سعد غالب، "الإدارة الدولية : مدخل استراتيجي"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ١٩٩٩.
- 12- Anthonly, w., & perrewe, R., & Kacmer, M., " Human Resource management :A Strategic approach", 3th, ed., U. S. A, 1999.
- 13- Argenti, p., " The fast forward MBA pocket Reference" Canada, 1997
- 14- Block, S. & Hirt, G, "Foundations of Financial management", 4th, ed, U. S. A, 1987.
- 15- Boseman, G., & phatak, A., "Strategic Management, Text and cass" second, Edition, U. S. A 1989.



- 16- Brealy,R, & Myers,S. “Principles of Corporate Finance”, 3th, ed, Mc Graw-Hill, International ed., 1988.
- 17- Brockington, R., “Financial Management”, D.p. publications ltd, 6th, ed., Great Britain, London : progress sive printing (Uk) ltd., 1993 / 1994.
- 18- Chrystall, K., & lipsey, R., “Economics for Business and Management”, Great Britain, 1997.
- 19- Cussow,D, “The New Merger Came: New York, N.Y.” Mic Graw-Hill Book Co., 1978 .
- 20- Daft, R., “Organization Theory and Design”, seventh edition, U.S.A, 2001 .
- 21- Edward, R., & Edward, G., “The Commercial Banking”, 4th ed, prentic Hall, New Jersey, 1989.
- 22- Hanson,J. “A dictionary of economics and commerce”, London : mecdonald Evans Ltd, 1967
- 23- Harrison J., & John, C., “Foundation in strategic management”, U.S.A, 1998 .
- 24- Hempel, R., & Graig, J., “Strategic Management”, Kogan Page limited, London, 1993 .
- 25- Hill, C., & Jones,G., “Strategic Management : An integrated Approach”, 4th., ed., U.S.A., 1998 .
- 26- Masson, J.,&Mayer,M., “Modren Retailing : theory and practice”, Fifth edition, U.S.A, 1990
- 27- Mayo, H., “Financial Institution, Investment, and Management : An Introduction” , seventh, ed, U.S.A., 2001 .
- 28- Nickels,W.,&James, M.,&Susam,M., “Understanding Business”, second edition, U.S.A, 1990
- 29- Parsons, R., & Baumgarther, J., “Anotomy of Mergers”, Engleweed cliffs : New Jersey, prentic- Hall, 1970 .

- 30- Pinnington, A., & Edwards., J., & Oxford, “Introduction to Human Resource Management” Great Britain, 2000 .
- 31- Ross, ST., & Westerfiled, R., & Jordan, B., “Fundamentals of Corporate Finance” 4th, ed, U.S.A., 1998 .
- 32- Sharpe,w., and Alexander, G., “Investment”, 4 th, ed, N.J prentic Hall, 1nc., 1990 .
- 33- Solomon, E.,& Pringle, J., “An Introduction to Financial Management”, U.S.A., 1977 .
- 34- Terpstra, V.,& Sarathy, R., “International Making”, Eight edition, U.S.A., 2000 .
- 35- Walters, D.,& Hanrahan, J., “Retail Strategy”, planning and control, Great Britain, 2000 .
- 36- Websters, “Third new International Dictionary of the English Language Unabridged, Chicago : Encyclopedia Britannica”, 1nc., vol. 4, 1976 .
- 37- Weston, Fred, Besley, Scott and Brigham, E., “Essentials of Managerial Finance”, 11th, ed., NY : Dryden press, 4 th, ed., U.S.A., 1996 .