

**دور إستراتيجية الاندماج على عائد السهم EPS**  
**دراسة تحليله لحالة مقترحة لشركات التأمين العراقية المسجلة في**  
**سوق العراق للأوراق المالية**

**م.م. محمد جاسم محمد**

**قسم علوم المالية والمصرفية/ كلية الإدارة والاقتصاد/**

**جامعة البصرة**

**دور إستراتيجية الاندماج على عائد السهم EPS**  
**دراسة تحليله لحالة مقترحة لشركات التأمين العراقية المسجلة في سوق العراق للأوراق**  
**المالية.**

م.م. محمد جاسم محمد

**The role of the merger strategy on EPS**  
**study Suggested analyzed in the Iraqi insurance companies**  
**registered in the Iraqi market for securities**

Mohammed Jasim Mohammed

**ABSTRACT**

The aim of this study to the statement of the role played by the merger strategy EPS in five Iraqi insurance companies And (recorded in the Iraqi market for securities) and to in order to achieve this goal has been adopted as a major hypothesis answered a preliminary study seeks to validate a, (there is no role for the merger strategy EPS), the hypothesis has been tested. The study found several of the most important conclusions

1 - There is a role for the merger strategy EPS.

2 - can identify the role of the merger on earnings per share EPS of the merged companies with high accuracy, on the contrary it in share price determined on the fact that the share price in the market denominational subject to a set of variables

The study included several recommendations, most notably the following: -

1 - The need to seek Iraqi insurance companies or working in Iraq towards merger to create a powerful economic entity is able to provide services and meet the needs of the Iraqi market and then the competition .

2 - Work to increase some of the indicators of the ethnic market, which helps in judging the feasibility of the merger.

- المجلد السابع
- العدد الثالث عشر
- تشرين الثاني 2014
- استلام البحث: 2013/11/10
- قبول النشر: 2014/ 1/20

م.م. محمد جاسم محمد

## دور إستراتيجية الاندماج على عائد

### السهم EPS

دراسة تحليله لحالة مقترحة لشركات التأمين العراقية المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية.

### المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى بيان الدور الذي تلعبه إستراتيجية الاندماج على معدل عائد السهم EPS في شركات التأمين العراقية الخمسة (المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية)، ولأجل تحقيق هذا الهدف فقد تم اعتماد فرضية رئيسية بوصفها أجابة أولية تسعى الدراسة إلى التحقق من صحتها وهي (لا يوجد دور لإستراتيجية الاندماج على العائد على السهم EPS)، وقد تم اختبار فرضية من خلال تحليل البيانات الفعلية .

وقد توصلت الدراسة إلى عدة استنتاجات من أهمها:-

1- هنالك دور لإستراتيجية الاندماج على العائد على السهم EPS.

2- يمكن تحديد دور الاندماج على ربحية السهم EPS للشركات المندمجة بدقة عالية، على العكس منه في تحديده على سعر السهم لكون سعر السهم في الأسواق المالية يخضع لمجموعه من المتغيرات.

وقد تضمنت الدراسة عدة توصيات أبرزها الآتي:-

1- ضرورة سعي شركات التأمين العراقية أو العاملة في العراق نحو تحقيق الاندماج لتكوين كيان اقتصادي قوي قادر على تقديم خدمات وتلبية حاجة السوق العراقية ومن ثم المنافسة.

2- العمل على زيادة بعض المؤشرات الخاصة بالسوق العراقية والتي تساعد في الحكم على جدوى الاندماج.

## المقدمة :

التأمين على الحياة والممتلكات المادية بمختلف أصنافها هي غاية كل مواطن، ولا يمكن للمرء أن يعيش هائناً ما لم يطمئن على حياته وأمواله ومسكنه، وغيرها من الممتلكات التي بحوزته. ويعد ظهور شركات التأمين وتناميها في الدول المتقدمة، ومنها الصناعية ظاهرة حضارية افرزها شغف شعوبها المتمدنة بالتأمين على حياتها، وكل ما يتعلق بالإفراد من أموال وممتلكات، ذلك أن النمو الكبير لشركات التأمين في تلك الدول جاء من الإقبال الكبير للمواطنين، وارتبط بالوعي التأميني الذي شاع وانتشر عبر وسائل علمية

## المبحث الأول : منهجية الدراسة ودراسات سابقة

### أولاً: منهجية البحث

#### مشكلة الدراسة : Study Problem

شهد العالم تطورات وتقنيات حديثة في شتى المجالات وخصوصاً مجال الخدمات. ورافق هذا التطور توجه العالم إلى ظاهرة الاندماجات والتكتلات بين الشركات لتحقيق مزايا النمو السريع واقتصاديات الحجم فضلاً عن تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة وغيرها من تلك الدوافع التي تقف خلف الاندماجات، ألا أن تحقيق تلك المزايا ليس بالأمر السهل، إذ أن قراراً إستراتيجياً مثل قرار الاندماج بين الشركات ليس من السهل اتخاذه بشكل عفوي أو ارتجالي على مستوى أي من الشركات (الإطراف بالعملية )

بل يحتاج إلى قدر وافٍ من الحيطة والحذر والتأني، ومعلومات ليس فقط عن الماضي بل عن المستقبل، ومنها أثر هذا القرار على المساهمين والأهم هي عوائد السهم لذلك جاءت مشكلة الدراسة على وفق التساؤل الآتي ( ما هو دور إستراتيجية الاندماج المقترح على عائد السهم للشركات المساهمة في قطاع التأمين EPS)؟

### هدف الدراسة : Study objectives :

تهدف الدراسة إلى توضيح دور إستراتيجية الاندماج على EPS وذلك من خلال التطرق إلى وسائل الاندماج الرئيسية ( النقدية وتبادل الأسهم ) وتحليل تلك البدائل على الاندماج المقترح في قطاع التأمين من خلال توضيح كل من تحليل الكلف و NPV لكل بديل، واختيار البديل الأفضل من حيث الكلفة و NPV. بالإضافة إلى الآتي :-

- 1- تحديد نسبة تبادل أسهم الشركات في ما بينها عند ما يتم اختيار بديل تبادل الأسهم كأحد وسائل إتمام الاندماج.
- 2- عدد الأسهم الجديدة الواجب إصدارها في حالة اختيار بديل تبادل الأسهم كأحد وسائل إتمام الاندماج.
- 3- تحديد الأرباح لكل شركة قبل الاندماج والأرباح الكلية المفترضة بعد الاندماج .

### أهمية الدراسة : Study importance :

أن لقيمة العائد على السهم EPS أهمية كبيرة في تحديد مدى نجاح أو فشل الاندماج، وبالتالي يعتقد أن نجاح الشركات في إدارة الاندماج له دور أساسي في تحقيق عائد يفوق العائد الذي يحصل عليه المساهم قبل الاندماج كأحد المبررات من وراء الاندماج ونجاحه . لذلك يمكن تحديد أهمية الدراسة بالآتي :-

- 1- أن اختيار الدور الذي تلعبه إستراتيجية الاندماج على العائد على السهم في الشركات المساهمة العراقية يكسب هذه الدراسة أهمية خاصة نظراً لوجود فروقات بين البيئة التي تمت فيها هذه الدراسة والدراسات السابقة.
- 2- أن هذه الدراسة سوف تقدم أدلة مستمدة من الواقع التطبيقي في البيئة العراقية عن مدى جدوى الاندماج بين الشركات ودورها على EPS.

### فرضيات الدراسة : Study Hypotheses

في ضوء مشكلة الدراسة وتساؤلها، حدد الباحث فرضية رئيسية للدراسة تكمن بعدم وجود دور إستراتيجية الاندماج على عوائد السهم EPS.

### افتراضات الدراسة : Study Assumptions

هنالك مجموعة من الافتراضات التي سوف تقوم عليها الدراسة مثل:-

1- معدل الخصم المعتمد في الدراسة 7% وتم استخرجه من خلال استخراج متوسط معدل الفائدة الممنوح من قبل المصارف التجارية على الودائع الثابتة لعام 2011.

2- معدل النمو 5% وهو المعدل المعتمد في اغلب الدراسات خصوصاً الدراسات التي أجريت في البيئة العراقية وبالذات المؤسسات التي تقدم الخدمات مثل المصارف وشركات التأمين كما في دراسة (جاسم والعارضى، 2010 : 15).

### منهج الدراسة : Methodology of Study

عمدت الدراسة إلى استخدام المنهج التحليلي في اختبار فرضيات الدراسة من خلال العلاقة بين متغيرات الدراسة بعد جمع البيانات ذات العلاقة بعينة الدراسة.

#### مجتمع الدراسة وعينتها:

شمل مجتمع الدراسة جميع شركات التأمين المساهمة العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية حتى عام 2011. وهي خمسة شركات انطبقت عليها الشروط الآتية:-

أ- أسهمها تتداول لدى العامة حتى عام 2011 .

ب- لم ينقطع التداول في أسهمها حول تأريخ نشر القوائم المالية ولم يتم دمجها أو تصفيتها خلال فترة الدراسة، فقط الاندماج المقترح.

ت- تتوفر أسعار الإغلاق لأسهمها لعام 2011.

والجدول التالي يوضح بعض البيان الخاصة بالشركات عينة الدراسة.

## جدول ( 1 )

البيانات الخاصة بالشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	رأس المال التأسيسي	الموجودات الكلية لعام 2011
1	الأمين للتأمين	2000/7/31	150000000	2480221415
2	دار السلام للتأمين	2000/6/11	300000000	3392639479
3	الأهلية للتأمين	2000/6/19	500000000	3061137252
4	الحمراء للتأمين	2001/1/7	300000000	4159076244
5	الخليج للتأمين	2004/9/1	1000000000	2196828989

المصدر: 1- التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لعام 2011، لسوق العراق للأوراق المالية.

## 2- الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية.

**Study boundaries : حدود الدراسة :****أ - الحدود المكانية للدراسة : Spatial boundaries of Study**

أُزمت متغيرات الدراسة أن تكون عينة الدراسة مختصة بقطاع حيوي يتطلب إعادة النبض إلى قلبه وهو قطاع التأمين العراقي بشركاته الخمس الرئيسية، (شركة الأمين للتأمين و شركة دار السلام للتأمين و الشركة الأهلية للتأمين و شركة الحمراء للتأمين وشركة الخليج للتأمين)

**ب - الحدود الزمنية للدراسة : Period boundaries of Study**

الحدود الزمنية للدراسة هي المدة التي قام فيها الباحث بدراسة الاندماج المقترح وتحليل البيانات الفعلية وهي بيانات عام 2011، وتم اختيار هذا العام لمجموعه من الأسباب مثل:

1- توفر البيانات الخاصة لجميع الشركات لعام 2011.

2- توفر أسعار أسهم جميع الشركات لعام 2011.

- 3- توفر أسعار الإغلاق لجميع الشركات لعام 2011.
- 4- يتمكن من الحصول على متوسط معدل الفائدة الممنوح من قبل المصارف التجارية على الودائع الثابتة لعام 2011.

### أدوات الدراسة : Study instruments

#### أ- أدوات الإطار النظري للدراسة : Conceptual Framework References of Study

من أجل أغناء الجانب النظر للدراسة فقد تم الاعتماد على إسهامات الكتاب والباحثين التي تم جمعها من المصادر المتمثلة بالمراجع العلمية من الكتب والمجلات الدورية و الأطاريح والبحوث والدراسات العلمية باللغتين العربية و الأجنبية، ذات الصلة بموضوع الدراسة فضلاً عن الاستعانة بشبكة المعلومات الدولية الانترنت.

#### ب- أدوات الإطار الميداني للدراسة : Field Framework References of Study

في هذا الجانب اعتمد الباحث على تحليل البيانات الفعلية للشركات الخمس وبيانات تقرير سوق العراق لأوراق المالية لعام 2011، بالإضافة إلى بيانات السوق المالية المنشورة في موقع سوق العراق لأوراق المالية الخاص بالشركات وأسعار أسهمها، كما تم الاعتماد على أسعار الإغلاق لعام 2011 ومعدل الفائدة المعتمد من البنك المركزي على الودائع.

#### ثانياً: الدراسات السابقة:

بما أن ما يميز البحث العلمي هو أن يتيح المجال للتعرف على وجهات نظر الآخرين، إذ تعد الجهود المعرفية السابقة من الأمور المهمة لأية دراسة جديدة، لذا هدف الباحث في هذه الفقرة لعرض بعض الدراسات المتعلقة بمتغيرات الدراسة التي شكلت احد المنابع المهمة التي أفاد منها البحث لفهم معطيات الدراسة الحالية ومتغيراتها، إذ أنها تناولت معلومات ذات صلة بموضوع الدراسة سواء كانت بشكل مباشر أم غير مباشر لتمثل انطلق الباحث من حيث

انتهى الآخرون وبعد الاطلاع على بعض الدراسات التي تناولت الاندماج، أوضح الباحث بعض هذه الدراسات بالآتي:

### فقد تناولت دراسة ( شعت ) 2012

دوافع تحقيق الاندماج في شركات التأمين العاملة في فلسطين ومحدداتها، دراسة تطبيقه هدفت إلى التعرف على الدوافع الرئيسية للاندماجات والمعوقات التي تواجهها، وقد تم الاعتماد على حزمة من البرامج الإحصائية المستخدمة في العلوم التطبيقية مثل برامج SPSS، وتم استخدام عينة مكونة من 107 من العاملين في ست شركات للتأمين، واهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة يكمن في ضعف رأس المال والذي يمثل أهم الدوافع لتحقيق الاندماج إضافةً إلى تدني حجم خدمات التأمين المقدمة في فلسطين.

### في حين حاولت دراسة ( الدباس ) 2012 لفت الانتباه

إلى أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها، وهي دراسة مقارنة قبل وبعد الاندماج في القطاع الصناعي الأردني تهدف الدراسة إلى بيان اثر الاندماج الحاصل في القطاع الصناعي وتحليل ذلك الأثر مالياً مع بيان أثر ذلك الاندماج على كل من السيولة والربحية، وقد تم استخدام نموذج TOBIS-q في قياس أداء الشركات، وتمت الدراسة في مجموعين صناعيين هما الضليل والشرق الأوسط، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي أن لا وجود لعلاقة ذات دلالة إحصائية بين الاندماج والأداء المحقق.

### في حين ركزت دراسة Olsan & Pagano 2002

The long-term impact of bank mergers on sustainable

على تحديد آثار الاندماج المصرفي في المدى البعيد على كل من معدلات النمو، وعائد الأسهم، كما استخدمت الدراسة أسلوب المقارنة لمعدلات النمو قبل الاندماج وبعد الاندماج في ثلاث سنوات، بهدف تحديد التغيير الذي تحدثه عمليات الاندماج على هذه المعدلات، وهي دراسة تحليلية، وقد توصلت الدراسة بعض الاستنتاجات منها تزايد فرص النمو باستمرار، للمصارف بعد عمليات الاندماج والتملك، أي أن تزايد معدلات النمو يعد بمثابة دافع لعمليات

الاندماج والتملك، ويرى الباحثان أن تحقيق معدلات أعلى للنمو سينتج عنه تدفقات نقدية متزايدة وعوائد للأسهم، مما يقود إلى حصول تحسينات في الأداء المالي والتشغيلي للمصارف. **بينما حاولت دراسة ( Helene Jo 2009 )**

التعرف على إجراءات وتعقيدات الاندماج والاكْتساب في الدنيمارك لخلق قيمة للشركات المندمجة، وقد كانت أسلوبياً نظرياً ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن الاندماج والاكْتساب يخلق قيمة لمساهمي الشركة المستهدفة وتدمير لقيمة مساهمي الشركة الدامجة .

#### أما دراسة 2012 Sun Jing

**Analysis of Merger and Acquisition Strategy of Multinationals in China and Chinese Enterprises Countermeasures**

فقد تناولت التعرض للإستراتيجيات الأخيرة التي شهدتها الصين للاندماج والاستحواذ في الشركات متعددة الجنسية لتنفيذها بشكل ناجح، وهي دراسة ذات أسلوب تحليلي أكدت الدراسة بعض الأخطاء التي ارتكبت من قبل الصين من جراء الاكْتسابات والاندماجات، كما تطرقت الدراسة على ضرورة زيادة الوعي والاختيار الأمثل في للاكْتساب والاندماج، وحددت الدراسة أن مجال الاندماجات في الصين هي في ثلاثة مجالات أولاً في مجال أنتاج وتوريد الطاقة الكهربائية والثانية في مجال المعادن وثالثاً في مجال أنتاج السلع الاستهلاكية.

#### مناقشة وموقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

بعد تفحص وتحليل الدراسات المذكورة أنفاً في مجال الاندماج تمكن من تثبيت الآتية:-

1- امتازت الدراسات السابقة بعرضها لأثر الاندماجات على كل من أداء الشركات وارباعها بصورة عامة بالإضافة إلى دوافع تحقيق الاندماجات والقيمة التي تم اكتسابها من خلال الاندماجات بالإضافة إلى كل من مجالات وموجات الاندماجات.

2- تباين في عينة الدراسات بين القطاعات الخدمية والقطاعات الإنتاجية التي شهدت اندماجات فعلية في حين دراستنا سلطت الضوء على قطاع حيوي يحتاج إلى إعادة النبط ويعتقد الباحث أن إعادة النبط من خلال الاندماج. ودوره على EPS

3- أن أوجه الاستفادة من الدراسات السابقة تتمثل في الاطلاع على المصادر المستخدمة في الجانب النظري والتعرف على آراء الكتاب والباحثين من جهة و أغناء الجانب النظري من جانب آخر، و التعرف على الوسائل الإحصائية المستخدمة فيها وتحديد أفضل الوسائل والأكثر ملائمة لاختبار فرضيات الدراسة الحالية بالاضافة إلى معرفة ما توصلت إليها تلك الدراسات السابقة والتوصيات بشأن ذلك والانطلاق من حيث انتهت.

## المبحث الثاني: المرتكزات الفكرية والمفاهيمية

### المقدمة:

أصبح موضوع الاندماج بين الشركات Merger أو تملك شركة أخرى Acquisition ظاهرة، واسعة الانتشار في الدول المتقدمة ترتبط بمواكبة التطورات المتعلقة بأتساع الأسواق وتحررها من القيود. فقد شهدت صناعة الخدمات المالية العالمية ومؤسساتها لاسيما خلال العقود الأخيرة من القرن الماضي، نمواً كبيراً، وتطوراً في الخدمات التي تقدمها وكذلك في هيكلها وحجمها.

### أولاً : مفهوم الاندماج : Concept of Merger

لقد تميز الباحثون والكتاب في عرضهم لمفهوم الاندماج وذلك من جوانب عديدة. ويرى جانكير بك هناك أربع جوانب يمكن النظر من خلالها للاندمماج وهي: ( جانكير بك، 2005:

( 62

1- لغوياً : يعني الاندماج خلط الشئ بمثيله.

2- إدارياً : يعرف على أنه العملية التي يصبح بواسطتها مشروعان أو أكثر مستقلين سابقاً تحت إدارة واحد.

3- مالياً: وهي عملية وضع موجودات والتزامات شركتين أو أكثر مستقلين سابقاً تحت سيطرة شركة واحدة يملكها مساهمو الشركتين الأصليتين.

4- استراتيجياً: تعد عملية الاندماج خياراً استراتيجياً أمام المنظمات.

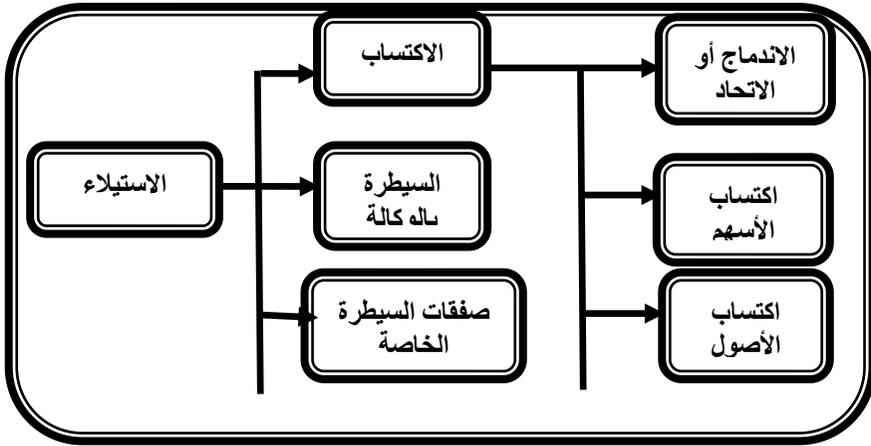
كما يرى Chui أن من أهم استراتيجيات الشركات لتحقيق أهداف الأعمال هو الاندماج، كما يعد نوع من الاستراتيجيات التي يمكن من خلاله ترقية وتحسين هيكل رأس المال للشركة ونقل الملكية والحقوق. (Chui, 2011: P33) لذلك يعد الاندماج صفقة إستراتيجية ( Strategic Transactions) من الصفقات المهمة وذلك لكونها تمثل قرار مصيرياً يؤدي إلى تغيرات جذرية في الشركة تطل الإدارة والملكية بل مصيرها ككل. لذلك نجد أن معظم الشركات الكبيرة منها والصغيرة تعكف على استغلال فرصة الاندماج والاكتماب من اجل النمو وكأداة إستراتيجية فعالة تستخدمها الإدارة العليا لتوجيه وتحقيق استراتيجياتها. (الزويبي، 2010: 69) في حين يرى (Owomoyela, 2012: P25) الاندماج هو خليط لشركتين أو أكثر مماثلة في النشاط التجاري في بعض الأحيان يؤدي الجمع بين تلك الشركات إلى تشكيل كيان جديد ذي تنظيم قوي للأعمال التجارية . كما يعرف الاندماج على أنه الاتحاد بين شركتين أو أكثر تحت إدارة واحدة . وقد يؤدي الاندماج إلى زوال كل الشركات المشاركة في هذه العملية وظهور شركة جديدة لها صفة قانونية مستقلة وهو ما يطلق عليه (Consolidation)، أو زوال إحدى الشركتين من الناحية القانونية وضمها إلى الشركة الدامجة التي تمتلك جميع حقوق الشركة المدموجة وتلتزم بكافة الالتزامات أنجاه الغير ويسمى (Merger) . وقد يكون الاندماج جزئياً من خلال تملك (Acquisition) إحدى الشركات لحصص مؤثرة من أسهم الشركة الأخرى. (خضر، 2005:ص2)

من خلال المفاهيم السابقة يمكن النظر إلى الاندماج (Merger) على أنه صفقة إستراتيجية تتضمن عملية مالية وقانونية وإدارية يتم من خلالها دمج شركة أو أكثر لتكوين كيان اقتصادي وإداري بهيكل جديد ذو امكانيات ومقدرات كبيرة لتقديم خدمات وزيادة في القدرة التنافسية.

## ثانياً: الفرق بين التملك والاستيلاء والاندماج

لقد فرق المهتمون في هذا المجال بين التملك والاستيلاء والاندماج، أن الفرق بين التملك والاندماج والاستيلاء يكون في أن الأول، يمثل السيطرة الفعلية من إحدى الشركات على موجودات أو إدارة شركة أخرى دون توحيد الشركتين في شركة واحدة. بمعنى آخر، القيام بعملية شراء إحدى الشركات من قبل شركة أخرى. ويشير كل من (Jones et.al., 2001, 3)، إلى أن التملك يحدث عندما تقوم الشركة الكبيرة بشراء أو تملك الشركة الصغيرة، والتملك من ناحية أخرى يختلف عن الاندماج، ففي حالة الاندماج تحل غالباً جميع الشركات الداخلة في هذه العملية ويزول كيائها القانوني، وتؤسس شركة جديدة. أما في حالة التملك، فتحل جميع الشركات الداخلة فيه باستثناء واحدة تظل محافظة على اسمها وكيانها القانوني، فضلاً عن أنه في هذه العملية، غالباً ما يكون الطرف البادئ بها هو أكبر وأقوى بكثير من الطرف أو الأطراف الأخرى، وهناك فرق آخر في وضع المساهمين في الشركة التي يتم دمجها أو تملكها، إذ يصبحون في حالة الاندماج مساهمين في الشركة الجديدة الدامجة، أما في حالة التملك فهم يتلقون مبالغ نقدية أو صكوكاً دائنة في الشركة المشترية (المملوكة) من دون أن يصبحوا مساهمين فيها. (David, 2001, 183) وعندما تندمج شركتان أو أكثر مع بعضهما، فإن هذا الاندماج يسمى امتلاكاً إذا كانت إحدى الشركتين هي المهيمنة بصورة حاسمة، ويسمى اندماجاً إذا كانت الشركتان متساويتين . (Jones et.al., 2001, 3) أما الاستيلاء فيرى البعض أنه يحدث عندما تمتلك شركة عدداً من أسهم شركة أخرى بشكل عدائي وغير مرغوب فيه ويسمى عادة بـ " السيطرة " (Jones et.al., 2001, P8). وتحدث السيطرة (الاستيلاء) عندما تقوم إدارة إحدى الشركات بتقديم عرض مباشر إلى مساهمي الشركة الأخرى إذ يكون السعر المقدم أعلى من سعر السهم الحالي في سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن السيطرة تتضمن اتصالاً مباشراً بين إدارة الشركة المسيطرة ومساهمي الشركة المقتنية (جانكير بك، 2005: 62) بينما يرى Helene أن الاندماج بين شركتين يؤدي إلى أنتاج أو أبرز هيكلي تنظيمي جديد يشمل الشركتين مجتمعتين معاً بينما الاستحواذ هو عملية شراء شركة من قبل شركة أخرى. مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة البصرة

(Helene,2009:p11) ويضيف Ross أن بيئة الأعمال اليوم يظهر فيها مصطلح الاندماج (Merger) بشكل واسع وشائع بحيث طغى على باقي الصيغ ويشير إلى أن سبب ذلك يعود إلى الإجراءات والتشريعات الخاصة بالاندماج والاكْتساب أصبحت متشابهة إلى حد كبير، كما أن الصحافة المالية تدعو العمليات على اختلاف أنواعها بالاندماج (Merger) دون الخوض بالتفاصيل. (Ross,2006:p798) ويمكن توضيح المصطلحات السابقة بالشكل التالي.



شكل ( 1 ) أنواع وأساليب الاستيلاء

Source : Ross, A Stephen : Randolph W. Westerfield , Brad fore D. Jordan ,  
Fundamentals of Corporate Finance ,7<sup>th</sup> Edition , McGraw-Hill/ Irwin ,Inc.  
United states of America, New York, 2006,p801

### ثالثاً: أهمية الاندماج

لا شك أن الحياة في تطور دائم ومستمر في جميع نواحي الحياة خاصة في مجال صناعة وابتكار الخدمات، وما يشهد العالم من نمو سريع في أغلب المجالات، وبالتالي أصبحت القدرات الفردية والإمكانيات المتواضعة و رؤوس الأموال المبعثرة غير قادرة على تحقيق

الأهداف الكبيرة، لذلك تبدو أهمية الاندماج في تحقيق مجموعة من الفوائد مثل زيادة وفورات الحجم و زيادة الحصة السوقية، و زيادة كفاءة تخصيص الموارد و توسيع قاعدة الموجودات و زيادة سمعة وشهرة الشركة من خلال الاسم المضاف بعد الاندماج و اكتساب أيدي عمل ماهرة وخبرات تقنية و تخصيص رأس المال من خلال انتقالها من شركة إلى أخرى و علاوة على ذلك استخدمت بعض الشركات الاندماج كإستراتيجية للدخول إلى أسواق جديدة ومناطق جغرافية جديدة (Chui,2011:p33) بالإضافة إلى تحقيق الائتمان والثقة لدى زبائن الشركات و يهيئ الاندماج للدولة فرصة لتقوية اقتصادها وزيادة رؤوس الأموال القوية التي تمكنها من التصدي والصمود والمحافظة على أسواقها الداخلية والخارجية وفتح أسواق جديدة . من أجل خلق قوة منافسة ضد قادة السوق. (جاسم و العارضي،2010: 7)

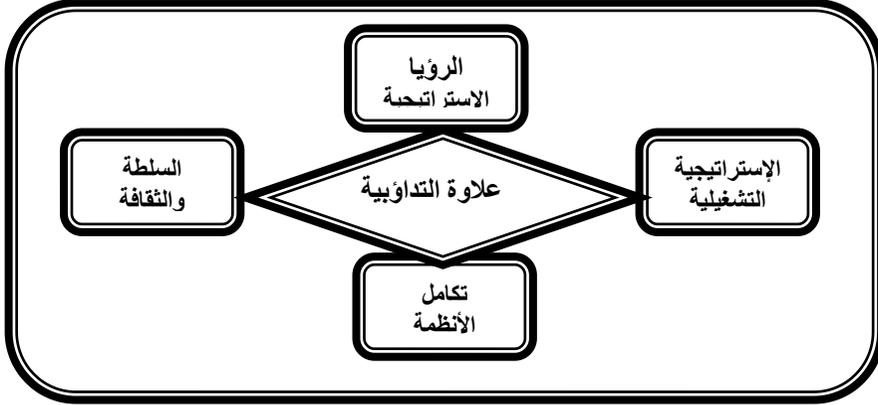
#### رابعا: دوافع الاندماج Motives of Merger

حدد الباحثون دوافع عديدة للاندماج قد تلتقي مع بعضها البعض وفيما يلي توضيح لبعض تلك الدوافع حسب وجهة نظر الباحثين. **فقد حدد كل من (Brigham & Ehrhardt,2008:p882) دوافع الاندماج بالاتي :-**

##### 1-التداؤب : Synergy

الدافع الرئيس لمعظم الاندماجات هو زيادة قيمة الشركات المندمجة، فإذا اندمجت الشركتان A مع B لتكوين شركة C، فإذا ازدادت قيمة الشركة C عن قيمتي الشركتين A و B كشركتين مستقلتين، فيقال أنه يوجد تداؤب. و يشير (الزويبي،2010:81) إلى عدة أنواع من التداؤبية تتحقق عند الاندماج هي:-  
أ- تداؤبية المبيعات (Sales Synergy) وتحصل عندما تحقق الشركات المندمجة فائدة من جراء دمج نظم مبيعات الخدمات وقنوات توزيع الخدمة والدعاية والإعلان.  
ب- تداؤبية تشغيلية (Operational Synergy) تظهر هذه التداؤبية من الاستفادة التامة من للعمليات التشغيلية في الشركتين المندمجتين.

- ت- تداؤئية استثمارية (Investment Synergy) وتتكون من خلال الاستخدام المشترك لعمليات البحث والتطوير وأستخدم الأموال و ورأس المال لكل منهما معاً.
- ث- تداؤئية الإدارة (Management Synergy) وتظهر عندما يتم تبادل خبرات الإدارة العليا بين الشركتين حيث يتم تشكيل فريق إداري متكون من نخبة الإداريين في كلتا الشركتين. كما حدد (Siower) أربعة أبعاد سميت أحجار زاوية التداؤئية لسرور Siower (Cornerstone of Synergy) ( الزويعي،2010:81) :-
- أ- الرؤية الإستراتيجية (Strategic vision) وتمثل الأهداف التي سيتم تحقيقها من وراء الاندماجات ومتابعتها بصوره مستمرة.
- ب- الإستراتيجية التشغيلية (Operating Strategy) وتتمثل بالخطوات التشغيلية المطلوبة لتحقيق الفوائد من الاندماجات.
- ت- تكامل الأنظمة (Systems Integration) ويقصد هنا عملية تنفيذ الاندماج مع مواصلة تطبيق أساليب تحسين الأداء لكلا الشركتين من اجل تحسن التداؤئية في أقصر وقت ممكن.
- ث- السلطة والثقافة (Power and Culture) تعزيز الثقافة المنظمة بعد الاندماج لكون الهيكل الثقافي سيتغير وبالتالي تعزيز عوامل التعاون وتقليل عوامل الصراع داخل الشركة الجديدة.



شكل (2) أنموذج أحجار زوايا التداوب لـ (Siower)

المصدر: الزويبي، محمد فائز، دور الاستراتيجيات المصرفية في بناء القدرات الجوهرية للمصارف، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة كربلاء/كلية الإدارة والاقتصاد، 2010: ص82.

## 2- الاعتبارات الضريبية : Considerations

حفزت الاعتبارات الضريبية عدداً من الاندماجات . مثال على ذلك يمكن أن تستحوذ شركة مريحة تقع في ضمن فئة ضريبية أعلى على شركة لها خسائر ضريبية تراكمية كبيرة، ويمكن تحويل هذه الخسائر بعد ذلك إلى وفرات ضريبية فورية بدلاً من تحميلها إلى الأمام، واستخدامها في المستقبل.

كما يمكن أن تخدم الاندماجات كطريقة لتدني الضرائب عند التصرف في السيولة الفائضة أيضاً. مثال ذلك إذا كان لدى شركة عجز في فرص الاستثمار الداخلي مقارنة بالتدفق النقدي الحر فيمكنها ذلك من :- (Brigham & Ehrhardt, 2008:p882)

- أ- أن تدفع حصص أرباح إضافية.
- ب- تستثمر في أوراق مالية قابلة للتسويق .
- ت- تعيد شراء جزء من أسهمها .

ث- تشتري شركة أخرى .

فإذا دفعت حصص أرباح إضافية سوف يكون على حملة الأسهم أن يدفعوا ضرائب فورية على التوزيع. وعادة يقوم شراء أوراق مالية قابلة للتسويق مكان جيد للاحتفاظ بالنقد الإضافي إلا أنه يقدم معدل عائد أقل مما يطلبه المساهمون . ويمكن أن ينتج عن شراء الأسهم مكاسب رأسمالية لحملة الأسهم، ألا أن استخدام السيولة الإضافية (الزائدة) في الحصول على شركة أخرى سيتجنب كل هذه المشاكل، وقد حفز هذا عددا من الاندماجات . ( Brigham & Ehrhardt,2008:p882)

### 3- شراء الأصول بأقل من تكاليف إحلالها **Purchase of Assets below Their replacement Cost**

قد تكون موجودات الشركة المدموجة أقل سعراً مقارنة بالسعر السوقي أو السعر الدفترى مما يحقق كفاءة في الكلفة.

### 4-التنويع : **Diversification**

عادة ما يذكر المديرون أن الاندماج هو سبب للتنويع . ويقصد بذلك أن التنوع يساعد على استقرار أرباح الشركة، وبالتالي المنافع للمساهمين . في حين يضيف (طالب وآخرون) أن التنويع الذي يحققه الاندماج يكون بثلاثة أشكال فقد يتحقق في محفظة الاستثمارات للشركة وهذا بدوره يؤدي إلى تقليل المخاطر غير النظامية ويؤدي إلى استقرار العائد نسبياً.

وقد يحقق التنوع من خلال الاندماج وخصوصاً في المناطق الجغرافية المنفرقة إلى نشر المخاطر الائتمانية للمؤسسات المالية وتقليلها. (طالب وآخرون،2013:335) وقد تكون هنالك رغبة في تنويع منتجات وخدمات جديدة، بالإضافة إلى وضع موطئ قدم في أسواق جديدة خصوصاً عندما تكون الأسواق المحلية مشبعة. (Ceausecu,2008:p61)

### 5-الحوافز الشخصية للمديرين : **Managers Personal Incentives**

يحب الاقتصاديون أن يفكروا في أن قرارات الأعمال لا تبنى على العوامل الاقتصادية فقط، خاصة تعظيم قيمة الشركة . إلا أن الكثير من قرارات الأعمال تبنى أكثر على الحوافز الشخصية للمدراء عند التحليلات الاقتصادية. فيحب قادة الأعمال القوة، وتأتي من إدارة الشركات الكبرى بدلاً من الشركات الصغيرة. (Brigham & Ehrhardt,2008:p882)

### 6- قيمة التقسيم : Breakup Value

يقدر بعض المتخصصين في الاندماج قيمة التقسيم، وهي قيمة الأجزاء الفردية للشركة إذا بيعت مستقلة . إذا كانت هذه القيمة أكبر من قيمة السوق الحالية للشركة، فيمكن أن يستحوذ المتخصصون في الاندماج على الشركة بقيمة السوق الحالية، أو بأعلى منها، ويتم بيعها على شكل أجزاء. (Brigham & Ehrhardt, 2008:p882)

في حين حدد كل من ( Rose & Hudgins, 2008: p626 to p629 ) دوافع الاندماج بالاتي :-

### 1- إمكانية الربح : Profit Potential

أن النمو السريع في عمليات الاندماج يشير إلى أن عدد المصارف التي يتم اندماجها في الولايات المتحدة في كل عام يتراوح بين ( 300 - 400 ) مصرف، هذا يعكس توقعات المالكين بأن الربح المتوقع سوف يزداد عند اكتمال عملية الاندماج، وذلك من خلال تقليل النفقات أو التوسع في العائدات والذي يؤدي في النهاية إلى ارتفاع قيمة أسهم الشركة وزيادة ثروة المساهمين.

### 2- تقليل المخاطر : Risk Reduction

أن الاندماجات بين الشركات تزيد من الحجم الكلي و الإمكانيات للشركة وتساعد على فتح أسواق جديدة ذات صفات تحقق تدفقات في السيولة تختلف في التوقيتات عن السيولة المتدفقة عن الخدمات المقدمة حالياً.

### 3- إنقاذ الشركات الفاشلة : Rescue of Failing Institutions

العديد من المؤسسات الفاشلة تم تشجيعها من قبل بعض المؤسسات الكبيرة مثل مؤسسات ضمان الودائع في الولايات المتحدة الأمريكية (FDIC)، وغيرها للاندماج. وذلك لندرة الخدمات المقدمة، ولتجنب مقاطعتها من قبل لزيائن، عندما تكون على وشك الانهيار. في حين يذكر (شعت) أن الشركات المتعثرة تتجه إلى الاندماج مع شركات أخرى ذات إمكانيات اقتصادية وإدارية أفضل للتخلص من الظروف الصعبة التي تعاني منها الشركات المتعثرة. شعت، 2012:48)

#### 4-دافع الضريبة والموقع السوقي: Tax and Market –Positioning Motives

العديد من الاندماجات تنشأ عندما تكون هناك شركة معينة لا تستطيع دفع ضرائب متراكمة عليها، وكان هذا هو احد الأسباب وراء اندماج مجموعة AKZO من هولندا و Nobel من السويد. (قنوع وآخرون، 2009:8)

#### 5-دافع حفظ الكلفة أو الكفاءة: Motive of Cost Savings or Efficiency

أن دافع حفظ الكلفة أو الكفاءة كان وراء العديد من الاندماجات وقد ذكر احد الموظفين في احد المصارف المندمجة أن الاندماج يخلق فرصاً لإيرادات إضافية، وقد ذكر في المسح الذي أجري حول المؤسسات المصرفية المندمجة في أوروبا خلال السنوات 1980 و 1990 البالغ عددها 107 مؤسسة فأن الدافع الوحيد للاندماج هو الرغبة في تقليل الكلف و زيادة الكفاءة تتبعها خطط التنوع في أسواق جديدة كجزء من إستراتيجية دولية. ( Rose & Hudgins, 2008 p626 to p629 )

#### 6-دافع تخفيض المنافسة : Device for Reducing Competition

التفسير الأخر لمئات أن لم يكن لآلاف لعمليات الاندماج بين الشركات يكون الرغبة في خفض درجة المنافسة في السوق. كما يذكر (زهية) أن التحرر أدى إلى زيادة حدة المنافسة بين الشركات وبالتالي تسعى تلك الشركات إلى الاندماج لزيادة قدرتها التنافسية. (زهية، 2004:178)

## 7- دافع الاندماج لتعظيم رفاه الإدارة : Mergers as a Device for Maximizing Management's Welfare

بعض الخبراء في هذا المجال يرى أن الاندماجات مدفوعة في المقام الأول بمصالح الإدارة. ومن المفترض أن يكون المديرين وكلاء المساهمين في الشركة، وتوجيه الشركة نحو تحقيق أهدافها ومصحة المساهمين. ومع ذلك، قد تعرض لإدارة عملية اندماج محتملة كوسيلة لزيادة الرواتب واستحقاقات الموظفين، وانخفاض المخاطر، وتعزيز سمعة المديرين في سوق العمل إلى العمل في شركات أكبر. لدرجة أن المدراء يجنون هذه الفوائد على حساب مساهمي الشركة وهنا تظهر مشكلة الوكالة. تمكن منافع الإدارة العليا من رفع التكاليف التشغيلية للشركة الدامجة، وخفض أرباحها، وانخفاض العوائد لمساهميها. كثير من المحللين يرى تعظيم رفاهية الإدارة واحدة من أهم (وأحيانا أكثر ضرراً) من جميع دوافع الاندماج. ( Rose & Hudgins, 2010: p626 to p629)

## 8-دوافع اندماجات أخرى : Other Merger Motives

قد تعتقد الإدارة أن الاندماج سوف يتيح قدرة متزايدة مؤهلة لنمو الشركة المكتسبة نسبة للنمو التاريخية، ومع ذلك فإن الاندماجات تساعد الشركات على التوسع إلى حدود أخرى، وهذه العوامل هي مهمة على وجه الخصوص في الأسواق أي أن زبائن الشركة سوف تنمو أكثر من نمو الشركة نفسها . (زايده،2006:58)

## 9-دوافع الاندماجات التي يحددها المدراء : That Executives and Employees Identify

في دراسة قامت بها كل من (Prasad & Prasad) تم سؤال أكثر من 25 مديراً من مديري أكبر المصارف المندمجة في الولايات المتحدة الأمريكية، تمت سؤالهم عن العوامل التي يتم أخذها في نظر الاعتبار عند اختيار شريك الاندماج، وأبرز عامل تم الإشارة إليه هو جودة الإدارة . وأكد عدد من الموظفين في الشركات أن الشركات تفضل الاندماج مع شركات تكون إدارتها منافسة إلى إدارتهم بالإضافة إلى العوامل الآخرة التي تمت الإشارة إليها سابقاً. ( Rose & Hudgins, 2008: p629)

### خامساً: أنواع الاندماجات Types of Merger

تنقسم عمليات الاندماج والاكتماب بين الشركات على أنواع عديدة فقد حدد كل من (Ross et al,2000:p763) ثلاثة أنواع رئيسة من الاندماجات وهي (الاندماج الأفقي، الاندماج الرأسي و الاندماج المختلط)

في حين أضاف لها كل من و **Brigham&Ehrhardt** نوعاً آخر لتكون أربعة أنواع من الاندماج وهي (الاندماج الأفقي و الاندماج الرأسي و الاندماج المجانس و الاندماج المختلط) وفيما يلي توضيح للأنواع الأربعة الرئيسة :-

#### 1- الاندماج الأفقي : Horizontal Merger

يحدث هذا النوع من الاندماج Horizontal Merger عندما تندمج إحدى الشركات مع شركة أخرى تمارس نفس النشاط أو أنشطة مترابطة، كالبنوك التجارية أو بنوك الاستثمار أو البنوك المتخصصة أو شركات التأمين وغيرها . ويكون اندماج Exxon Mobil عام 1999 مثلاً جيداً لمثل هذا النوع من الاندماجات.

#### 2-الاندماج الرأسي : Vertical Merger

ويحدث هذا النوع من الاندماج Vertical Merger عندما تندمج إحدى الشركات مع شركة أخرى تكون أحدهما أمتداداً للشركة الأخرى، كما في حالة اندماج أحد منتجات الصلب مع إحدى شركات الموردين مثل شركة تعدين حديد أو فحم أو اندماج منتج نפט مع شركة بترول كيمابويات تستخدم النفط كمادة خام . وفي مجال الخدمات يكون الهدف هو ضمان توفير الخدمات بشكل أفضل والوصول إلى الأسواق البعيدة قدر الإمكان.

#### 3- الاندماج المختلط : Conglomerate Merger

يحدث هذا النوع من الاندماج بين الشركات التي لا ترتبط بعضها مع البعض بنشاط معين، بما يحقق التكامل في الأنشطة بين الشركتين .

#### 4- الاندماج المجانس : Co generic Merger

يشمل الاندماج المجانس شركتين مرتبطتين مع بعضهما لكن لا تنتج نفس المنتج (أفقي)، أو شركات في علاقة منتج ومورد (رأسي). مثال على ذلك اندماج شركتي AOL و Time Warner . (Brigham&Ehrhardt,2008:p885)

في حين يرى البعض الآخر أن هنالك أربعة صيغ للاندماجات تتباين وتختلف باختلاف الدوافع من ورائها وكذلك تباين البيئة التي تعمل بها الشركات واختلاف الشركات ذاتها، لذلك قد يكون الاندماج وفق احد الصيغ الآتية:-

### 1-الاندماج من حيث الرغبة : ويقسم على (جانكير بك،2005:72) أ- الاندماج الطوعي: Friendly Merger

وهو الاندماج الذي يتم ودياً بين شركة وأخرى بقصد الحصول على فوائد تتمثل في تحقيق عوائد مرتفعة في ضوء اقتصاديات الحجم الكبير وما يتحقق عنها من وفورات، ويسمى في بعض الأحيان بالاندماج الودي وفي هذه الحالة تقوم الشركة الدامجه بتقديم عرض لشراء الشركة المدموجه ومن ثم تقوم إدارة كل من الشركتين بتقديم رسالة خطاب إلى مساهمي شركتهم، توصي فيه بالموافقة على عملية الاندماج، وفي حال تمت الموافقة، تقوم الشركة الدامجه بشراء أسهم الشركة المدموجه ويدفع قيمة الأسهم نقداً أو على شكل أسهم.

### ب- الاندماج العدائي: Hostile Merger

ويتم عندما تقوم سلطات الشركة الدامجه بالاتصال مباشرةً بمساهمي الشركة المرشح للدمج دون علم أو موافقة إدارته، وتقوم بتقديم عرض لشراء أسهمهم وفق سعر معين يتم من خلاله الموافقة على عملية الشراء، أو يقوم بجمع هذه الأسهم وشرائها عن طريق البورصة، وقد تقوم إدارة الشركة المدموجه باتخاذ هذا النمط من الاندماج، نظراً لتدني السعر الذي تقدمه الشركة الدامجه، ولرغبتها في الاحتفاظ باستقلالها المالي والإداري.

### ت- الاندماج القسري: Compulsory Merger

يتم عادةً عندما تلجأ السلطات الاشرافية إلى سن قوانين أو تشريعات أو تفرض شروطاً بهدف إزالة العثرات التي يواجهها القطاع المصرفي، وتقدم هذه السلطات بالمقابل حوافز تشجع المصارف على الاندماج كالاغفاءات الضريبية أو القروض الميسرة.

### ث- الاندماج من حيث الموقف التنافسي : ويقسم على (طالب وآخرون،2013:329)

### أ- الاندماج الدفاعي (Defensive Merger)

في هذا الاندماج تحاول الشركة البقاء في داخل منطقة عملياتها الأساسية للمحافظة على حصتها السوقية في العمل في ظل زيادة المنافسة.

ب- الاندماج الهجومي (Offensive Merger)

في هذا النوع نجد أن الشركة تحاول التوسع من أجل زيادة حصتها السوقية عن طريق زيادة أنشطة الشركة أو الدخول في أسواق جديدة أو الحصول على زبائن جدد في السوق الحالية والهدف هنا يكون في زيادة مقدرتها و قابليتها التنافسية.

ج- الاندماج من حيث الانتشار: ويقسم إلى (De Paula,2002:141)

أ- الاندماج المحلي (Domestic Merger)

ويقصد فيه اندماج شركتين داخل البلد الواحد وأن أهم الأسباب وراء ذلك تأتي من أجل تحقيق وفورات الحجم وزيادة كفاية رأس المال من أجل الإيفاء بمتطلبات السوق المحلية.

ب- الاندماج عبر الحدود (الدولي) (Cross-Border Merger International)

بموجب هذا النوع تندمج شركة مع شركة أخرى خارج حدود دولتها ويحدث ذلك أحياناً نتيجة لرغبة شركة ما للوصول إلى السوق الدولية لتحقيق عوائد أعلى وكذلك التخلص من بعض التشريعات المقيدة للعمل وللحاق بالزبون وتنويع الخدمات.

ح- الاندماج من حيث شكل الاندماج : ويقسم على (الزويبي،2010:79 )

أ- اندماج تام (Consolidation)

ويقصد بالاندماج هنا هو ذلك الاندماج الذي يحدث بين شركتين بحيث يؤدي إلى تلاشيهما كلياً وظهور شركة جديدة مستقلة اعتبارياً وقانونياً وإدارياً بدلاً عنهما

ب- الاندماج الجزئي (Absorption)

هو ذوبان الشركة المدموجة في الشركة الدامجه مع احتفاظ الأخيرة على هيكلها وإدارتها وشخصيتها الاعتبارية المستقلة ولكن مع تعزيز لأنشطتها وخدماتها.

## سادسا : موجات الاندماج Merger Waves

شهد العالم موجات اندماجات عديدة ولكن ابرز خمس موجات رئيسة للاندماجات حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية بوصفها الدولة الرائدة في مجال الخدمات والابتكارات . حدثت الموجه الأولى في أواخر العقد الأول من القرن التاسع عشر، عندما حدثت اندماجات في الصناعات النفطية والصلب وصناعات أساسية أخرى. وكانت الموجه الثانية في العشرينات من القرن العشرين عندما ساعد ازدهار أسواق المال إلى دمج الشركات في عدد من الصناعات بما في ذلك صناعة السيارات والاتصالات . أما الموجه الثالثة من الاندماجات فكانت في الستينات من القرن العشرين الميلادي عندما كانت الاندماجات المختلطة هي السائدة . وحدثت الموجه الرابعة في الثمانينات من القرن العشرين الميلادي عندما بدأت شركات LBO وشركات أخرى في استخدام junk bonds في تمويل كل طرق الاندماج . وتشمل الموجه الخامسة التحالفات الإستراتيجية المصممة لتمكين الشركات من المنافسة الأفضل في السوق العالمية. كما يمكن توضيح أكبر عشرة اندماجات حدثت خلال 31 ديسمبر 2005. مع ملاحظة أن الاندماجات الضخمة قد حدثت في السنوات الأخيرة وبصفة عامة، كانت الاندماجات الحديثة مختلفة كثيراً عن تلك التي حدثت في الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين الميلادي . ( Brigham & Ehrhardt, 2008: p886 )

جدول ( 2 )  
أكبر عشرة اندماجات حدثت خلال 31 ديسمبر 2005

Buyer	Target	Completion Date	Value (Billions, U.S. \$)
Vodafone AirTouch	Mannesmann	April 12, 2000	\$161
Pfizer	Warner-Lambert	June 19, 2000	116
America Online	Time Warner	January 11, 2001	106
Exxon	Mobil	November 30, 1999	81
Glaxo Wellcome	SmithKline Beecham	December 27, 2000	74
Royal Dutch Petroleum	Shell Transport and Trading	Shareholder approved as of September 2005	74
SBC Communications	Ameritech	October 8, 1999	72
VodafoneGroup	AirTouch	June 30, 1999	69
Sanofi-Syntelabo SA	Aventis SA	July 30, 2004	60
Bell Atlantic	GTE	May 30, 2000	60

Sources: "A Look at the Top 10 Global Mergers," Associated Press Newswires, January 11, 2001; various issues of The Wall Street Journal's "Year-End Review of Markets and Finance World-Wide Deals."

Sources: Brigham F. Eugene & Ehrhardt C. Michae, " Financial Management" , 12<sup>th</sup>, Thomson Learning, Inc, 2008.

فكانت معظم الاندماجات المبكرة عمليات مالية سعي فيها المشترون إلى شركات كانت تباع بأقل من قيمتها نتيجة للإدارة غير الكفوءة أو الكسولة . وبالمقابل كانت معظم الاندماجات الحديثة لشركات مالية وتمويل والاتصالات وغيرها وكلها مرت بتغييرات في هيكلها، وقوتها المنافسة.

كما تختلف الصفقات الحديثة من حيث طريقة تمويلها، وكيفية تعويض حملة أسهم الشركة المستهدفة أيضاً، ففي الثمانينات من القرن العشرين الميلادي كانت طريقة الدفع النقدي هي المفضلة للدفع لان المدفوعات النقدية الكبيرة يمكن أن تقنع حتى حملة الأسهم الأكثر تردد في الموافقة على الصفقة، إضافة إلى هذا كان يتم الحصول على النقد لتمويل هذه الصفقة من خلال الاقتراض، مما يحمل الشركة عبء دين ثقيل والذي عادة ما كان يؤدي إلى

صعوبات، وفي السنوات الأخيرة حلت طريقة تبادل الأسهم . ( Brigham & Ehrhardt )  
(2008:p886)

### سابعا: الأشكال القانونية للاندماجات : The Legal Forms of Acquisitions :

حدد كل من (Ross et al,2000:p763) ثلاثة طرق أساسية يمكن للشركات استخدامها للاندماج مع شركات أخرى.

#### 1- الاندماج أو الانضمام Merger or consolidation

الانضمام هو نوع من أنواع الاندماج كما أنها عملية قانونية بين شركتين أو أكثر احداهما عملاقة ويتم في هذا النوع من الاندماج ذوبان احدهما في الأخرى.(الدباس،2012:13)

#### 2- تملك الأسهم Acquisition of stock

في حالة تبادل الأسهم إذا كانت أسهم الشركات المندمجة من نوع واحد، و إذا كانت القيمة الفعلية لأسهم الشركة الدامجة تساوي القيمة الفعلية لأسهم الشركة المندمجة فلا صعوبة في إجراء عملية الاستبدال. ولكن هذا نادرا ما يحدث فكثيرا ما يوجد اختلاف بين القيمة الفعلية لأسهم الشركتين، وهنا يلزم تحديد القيمة الفعلية لأسهم الشركتين لتحديد معدل استبدال الأسهم، واستبدال الأسهم مقدار ما يساويه مقدرا بعدد من الأسهم التي تحل محلّه عند إجراء عملية الاستبدال، ويتحدد ذلك حسب العلاقة بين القيمة الحقيقية لسهم الشركة الدامجة والقيمة الحقيقية لسهم الشركة المندمجة. ومن الجدير بالذكر أن القيمة الحقيقية لأسهم الشركتين تختلف عن العلاقة بين أصول الشركة الدامجة وأصول المندمجة.والحقيقة أن مسألة تحديد المقابل الذي يساويه السهم مقدرا بعدد من الأسهم ليس بالأمر الهين، ويرجع السبب في ذلك لعدم قابلية أو صعوبة تجزئة السهم في بعض الأحيان وقد حاول المشرع تلافي هذه المشكلة بتقريب الكسور إلى أقرب عدد صحيح غير أن هذا الأمر له مشكلاته أيضا إذ يترتب عليه إثراء مساهمي إحدى الشركتين ووقوع ضرر على مساهمي الشركة الأخرى، ويجب في هذه الحالة تعويض المتضررين، وهذا ما يلزم الاتفاق عليه في المرحلة التمهيديّة للاندماج.

#### 3- تملك الموجودات Acquisition of Assets

وفقا لهذه الطريقة تعالج عملية الاندماج على أنها حيازة شركة أو أكثر بواسطة شركة أخرى أي انه توجد عملية شراء تفاوضية ولذلك تسجل الشركة الدامجة الأصول التي تم اقتناؤها والالتزامات التي تم قبولها على أساس قيمتها السوقية العادلة وقت الشراء ومقارنة تكلفة الشراء عن القيمة السوقية العادلة لصافي الأصول المكتتاة وفي حالة زيادة تكلفة الشراء عن القيمة السوقية العادلة لصافي الأصول المكتتاة فان الفرق بينهما يمثل شهرة موجبة، أما إذا كانت تكلفة الشراء تقل عن القيمة السوقية العادلة لصافي الأصول المكتتاة فان الفرق بينهما يمثل شهرة سالبة. وتتمثل أهم الانتقادات التي توجه إلى طريقة الشراء في الاعتراف بالشهرة واستهلاكها الذي يكون له تأثير سلبي على الأرباح خلال مدة طويلة، بالإضافة إلى عدم التجانس في تقييم الأصول والالتزامات حيث انه يتم تقييم أصول والتزامات الشركة المندمجة بقيمتها السوقية العادلة في حين تبقى أصول والتزامات الشركة الدامجة بقيمتها الدفترية. (القعيدة، 2012:15)

#### **ثامنا: العوامل المساعدة على الاندماج في العراق :-**

على الرغم من وجود أهم العوامل التي تساعد على توفير مناخ وأرضية للاندماجات في البيئة العراقية، وهو الجانب التشريعي الذي يسهل ذلك، ألا أننا لم نشهد حالات اندماج تذكر في العراق . ومنها قانون الشركات العراقي المرقم 21 لسنة 1997 المعدل لسنة 2004 ومواده هي الآتي: ( www. iraq-lq-Low.com )

المادة 148 يجوز دمج شركة أو أكثر بأخرى، أو دمج شركتين أو أكثر لتكوين شركة جديدة.  
المادة 149 تعدلت الفقرة (أولا) والفقرة (رابعا) من هذه المادة بموجب المادة (116) من قانون تعديل قانون الشركات رقم 21 لعام 1997 - الصادر عن سلطة الائتلاف المؤقتة، رقمه 64 صادر بتاريخ 2004، وأصبحت على الشكل الآتي :-  
يشترط لجواز الدمج بين الشركات :

**أولا - تعلق.**

**ثانيا - أن لا يؤدي الدمج إلى**

- 1- فقدان الشركة المساهمة شخصيتها المعنوية لصالح شركة محدودة أو تضامنية
- 2- فقدان الشركة المحدودة شخصيتها المعنوية لصالح شركة تضامنية

4- فقدان الشركة المساهمة أو المحدودة أو التضامنية أو المشروع الفردي شخصيتها المعنوية لصالح الشركة البسيطة

5- ثالثاً - أن لا يؤدي الدمج إلى زيادة عدد أعضاء الشركة المندمجة بها أو الناجمة عن الدمج على الحد المقرر لها قانوناً بحسب نوعها

رابعاً - تعلق

المادة 150 تعدلت الفقرة (ثالثاً) بموجب المادة (117) وعلق العمل بالفقرتين (رابعاً وخامساً) بموجب المادة (118) و تعدلت الفقرة (سادساً) بموجب المادة (119) من قانون تعديل قانون الشركات رقم 21 لعام 1997 - الصادر عن سلطة الائتلاف المؤقتة، رقمه 64 صادر بتاريخ 2004، وأصبحت على الشكل الآتي:

تتخذ لغرض الدمج، الإجراءات الآتية :

أولاً - إعداد دراسة اقتصادية وفنية للشركات المساهمة المراد دمجها تتضمن أهداف ومسوغات وشروط الدمج وأية بيانات أخرى، وتقديمها إلى الهيئة العامة لكل شركة ثانياً - يتخذ قرار الدمج في الهيئة العامة لكل شركة على انفراد، ويحدد فيه اسم ونوع الشركة التي سيتم الدمج ورأس مالها وعدد أعضائها ونشاطها، وترسل القرارات مع الدراسة إلى المسجل خلال عشرة أيام من اتخاذها.

ثالثاً - إذا قرر المسجل خلال فترة 15 خمسة عشر يوماً من استلامه للقرارات إنها تتماشى مع القانون، يقوم بدون تأخير بإصدار إذن بنشرها، ويبلغ الشركات ذات العلاقة بقراره، وتتولى الشركات نشر القرارات في النشرة وفي إحدى الصحف اليومية.

رابعاً - تعلق.

خامساً - تعلق.

سادساً - على الشركات التي وافق المسجل على دمجها توجيه الدعوة لعقد اجتماع مشترك لجمعياتها العمومية خلال 60 يوماً من تاريخ نشر قرار الدمج، ويكون الغرض من هذا الاجتماع المشترك تعديل العقود القائمة للشركات المندمجة أو وضع عقد جديد للشركة للتصديق عليه ونشره في النشرة وفي احد الصحف اليومية.

المادة 151 يعتبر الدمج نافذاً من تاريخ آخر نشر للعقد المعدل أو الجديد حسب الأحوال وتنتهي في هذا التاريخ، الشخصية المعنوية للشركات التي اندمجت في شركة أخرى أو التي

اندمجت مكونة شركة جديدة، ويكون تصديق المسجل على العقد في الحالة الأخيرة بمثابة إجازة التأسيس. المادة 152 تنتقل حقوق والتزامات الشركة المندمجة كافة إلى الشركة المدمج بها أو الناجمة عن الدمج.

### خلاصه القانون

يسري هذا القانون على الشركات المختلطة والشركات الخاصة وجميع المستثمرين، وتتطبق نصوصه على البنوك ما دامت لا تتعارض مع الأوامر الصادرة عن سلطة الائتلاف المؤقتة، بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر، الأمر ذو الرقم 40 الذي تم بموجبه إصدار قانون البنوك، والأمر ذو الرقم 18 الصادر عن سلطة الائتلاف المؤقتة الذي يحدد الإجراءات الصادرة عن سلطة الائتلاف المؤقتة. يطبق هذا القانون على صفقات الأسهم وشركات الاستثمار المالي وشركات التأمين وإعادة التأمين بقدر عدم تعارضه مع التشريعات المطبقة على تلك الصفقات والكيانات او مع اختصاص سلطات الدولة المعنية بتلك القطاعات. تستند قرارات مسجل الشركات المسجل فيما بعد إلى هذا القانون، ولا تتخذ على أساس الخطط الاقتصادية أو سياسة التنمية. وبصفة عامة، لن تمنع القرارات المتخذة من قبل المسجل طرفاً ثالثاً من مطالبة المسؤولين عن خرق هذا القانون بدفع تعويض عن ما تعرض له من ضرر نتيجة خرق هؤلاء المسؤولين لهذا القانون.

### ثامنا: إيجابيات وسلبيات الاندماج: Advantages and Disadvantages of Merger

أن لعمليات الاندماج مجموعة من الايجابيات ويرافقها عددٌ من السلبيات، وتكون نتائج عملية المقارنة بين الاثنين أساساً يتحدد في ضوئها تنفيذ عملية الاندماج من عدمها، ويتطلب من إدارة الشركة دراسة النتائج، ويمكن عرض السلبيات والاييجابيات على وفق الآتي

### إيجابيات الاندماج Advantages Of Merger

تحقق عملية الاندماج عدداً من المزايا المالية والإستراتيجية التي تحدث نقلة نوعية في حياة الشركة، إذ تحقق عملية الاندماج بين الشركات فائدة لجميع الأطراف المندمجة سواءً في

النواحي الاجتماعية أو الاقتصادية أو المالية، ويمكن عرض فوائد عملية الاندماج (إيجابياته) بالآتي:- (جانكيريك، 2005 : 74 - 67 )

1. يحقق الاندماج التوافق الاستراتيجي والتلاحم والتنسيق بين الأنشطة.
2. ينتج عن عملية الاندماج استثمار كبير للموارد المادية وغير المادية المتاحة الناجمة عن عملية الاندماج والتي ستمثل قوة مالية مضاعفة فضلاً عن تحقيق الوفورات في الكلف الإدارية وإعادة التنظيم الإداري والتخطيط للعمليات المطلوبة في السوق.
3. يحقق الاندماج تكوين شركة أكبر بدلاً من المنافسة في ذات القطاع والسوق أو في هيكل الصناعة، وبالتالي تجنب سلبيات المنافسة التي تترك آثاراً تضر بالشركات الصغيرة والضعيفة والتي لا تتحمل المنافسة الشديدة، وما يرافق ذلك من أضرار على مستوى الاقتصاد الوطني ككل.
4. يساهم في حل المشكلات المالية للطرفين المندمجين وتخفيض التكاليف والسهولة القانونية عند الاندماج.
5. زيادة الحصة السوقية والمحافظة عليها من خلال القدرة المالية الكبيرة الناتجة عن الاندماج.
6. يوفر فرصاً لأجراء إعادة هندسة العمليات والأنشطة لكافة أعمال الشركات المندمجة الجديدة، وتقديم استجابة الشركة إلى التغيير الذي طرأ على السياسة العامة بتبني إستراتيجية الاندماج.
7. تحسين نوعية الخدمات المقدمة، كما يتيح مجالاً أوسع للزبائن للاختيار، مما يترك آثاراً نفسية إيجابية، تؤخذ في الحسبان عند المفاضلة بين الشركات في التعامل.
8. جذب الاستثمارات المحلية والخارجية، لأن تكوين شركة كبيرة وقوية يشجع المستثمرين المحليين والخارجيين على الاستثمار في مثل هذه الشركات .
9. يعد شراء شركة قائمه (بفروعها) عموماً أقل كلفةً من تأسيس شركة جديد، أو فتح فروع جديدة بسبب ما تتمتع بها الشركة القائم من علاقات قائمة مع الزبائن، ومعظم هذه النقاط هي دوافع للاندماج.

## سلبيات الاندماج: Disadvantages of Merger

على الرغم من كثرة الايجابيات والمزايا التي يحققها الاندماج، إلا أن الأمر لا يخلو من بعض السلبيات التي قد تظهر أو تحدث بسبب عملية الاندماج، ويمكن عرض أبرز تلك السلبيات بالآتي: (قنوع وآخرون، 2009: 11)

1. يؤدي إلى تعميق مفهوم الاحتكار الذي يعد من اخطر السلبيات التي تواجهها عملية الاندماج، الأمر الذي يؤثر على مصالح المتعاملين في السوق المحلية حيث تفرض المؤسسات العملاقة شروطاً في تعاملاتها.
2. في بعض حالات اندماج الشركات الضعيفة مع الشركات القوية تؤدي إلى خلق شركات ضعيفة يمكن أن تكون مصدر أزمات مالية، حيث يحذر خبراء من أن التسرع في عملية الاندماج بشكل مفاجئ وبدون إجراء الدراسات الوافية والمسبقة للمركز المالي .
3. الاستغناء عن بعض الموظفين والعاملين في الشركات المحلية.
4. صعوبة دمج الثقافات وأساليب العمل.
5. من مزايا التخصص وتقسيم العمل السرعة في إنجاز الأعمال، ولكن نتيجة العلاقة العكسية بين الاندماج والتخصص، سوف يكون عاملاً للتأخير.

## المبحث الثاني :

### الجانب التطبيقي للدراسة

تمر عمليات الاندماج والاستحواذ بمراحل عدة بدءاً بالمفاوضات بين إدارتين ووصولاً إلى الاتفاق النهائي . وتشكل عملية تقييم كل من الشركتين الراغبتين في الاندماج أو قيمة الشركة التي تنوي الشركة الأخرى شرائها في حالة الضم عاملاً أساسياً في إتمام عملية الاندماج و نجاحها .

## أولاً: تحليل التداؤب

تقوم عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات على أساس توفر فرصة للنجاح بالإضافة إلى تعظيم الثروة لكل من الشركتين أو بما يسمى بمعادلة  $3=1+1$  بمعنى أن تتجاوز نتائج الصفقة مجموع قيمة كل من الشركتين، وهذا ما يسمى التداؤب .  
تتبع كلمة التداؤب من الكلمة اليونانية (Synergos) والتي تعني العمل معاً وتحقيق المزيد من العمل أكثر مما هو بشكل منفصل ويعرف التداؤب على أنه التداؤب التي تزيد من قيمة الشركات مجتمعة أكثر من كونها منفصلة.

(Helen,2009:p15)

لذلك سوف يتم تحليل التداؤب لجميع حالات الاندماج العشر المقترحة، وبالاعتماد على البيانات الفعلية المنشورة للشركات الخمسة وصولاً إلى النتائج الموضحة في الجدول اللاحق، حيث يتم تغيير رمز الشركة حسب الشركة والرمز الذي تم منحه لغرض الدراسة، للمعادلات كافة وبالعودة إلى الافتراضات وخصوصاً في ما يخص معدل النمو المفترض 5% . فقد تم استخراج متغيرات تحليل التداؤب على وفق المعادلات الآتية :- (Ross,2006:p 805)

1- معادلة التدفق النقدي للشركة صافي الدخل + الاندثار .

$$2- \text{معادلة قيمة الشركتين بعد الاندماج } VAB = \frac{CFAB}{D}$$

$$3- \text{معادلة قيمة الشركة } VA = \frac{CFA}{D}$$

4- معادلة التغير في القيمة لكنتا الشركتين مع قيمة الشركتين بعد الاندماج أو معادلة مقارنة التداؤب مع قيمة الشركتين .

$$VAB > VA + VB$$

$$\text{معادلة قيمة الشركة بعد الاندماج (الشركة المندمجة) } (V^{\circ}C) = \Delta V + VC$$

$$5- \text{معادلة التدفق النقدي للشركتين مجتمعين } CFAB = CFA + CFB + (g \cdot CFAB)$$

حيث أن:  $VAB$  : قيمة الشركتين بعد الاندماج  $CFAB$  : التدفق النقدي للشركتين

D: معدل الخصم المعتمد في الدراسة 7% وتم استخرجه من خلال استخراج متوسط معدل الفائدة الممنوح من قبل المصارف التجارية على الودائع الثابتة لعام 2011.

VA : قيمة الشركة A CFA : التدفق النقدي للشركة A

V°C : قيمة الشركة C عند اندماجها مع شركة . G : معدل النمو

ΔV : الكسب المتزايد للاندماج أو القيمة المضافة .

جدول ( 3 ) يوضح متغيرات تحليل التداوب المبالغ بالملايين

حالة الاندماج 1	CFA	CFB	CFAB	VA	VB	VAB	V*B	v Δ
القيم	1668 5346 5	2788 7830 5	468018 358.5	238362 0929	398397 5786	668597 6550	318379 835	31837 9835
حالة الاندماج 2	CFA	CFC	CFAC	VA	VC	VAC	V*C	v Δ
القيم	1668 5346 5	9758 8454	277664 015	238362 0929	195176 9080	396662 8786	372826 66857	353308 97777
حالة الاندماج 3	CFA	CFD	CFAD	VA	VD	VAD	V*D	VD
القيم	1668 5346 5	1338 0368 78	158013 4860.15	238362 0929	191148 12542.8	225733 55145	201897 34216	107492 1673.2
حالة الاندماج 4	CFA	CFE	CFAE	VA	VE	VAE	V*E	v Δ
القيم	1668 5346 5	- 7119 4694	100441 709.6	238362 0929	101706 7057-	143488 1566	948739 364	683276 93
حالة الاندماج 5	CFB	CFC	CFBC	VB	VC	VBC	V*C	v Δ
القيم	2788 7830 5	9758 8454	395290 097	398397 5786	195176 9080	560700 1385	166302 5599	- 288737 481
حالة الاندماج 6	CFB	CFD	CFBD	VB	VD	VBD	V*D	v Δ
القيم	2788 7830 5	1338 0368 78	169776 0942	398397 5786	191148 12542.8	242537 27742.8	179598 73128.8	115493 9414

v Δ	V*E	VBE	VE	VB	CFBE	CFE	CFB	حالة الاندماج 7
296690 8728.85	194949 841671. 85	593381 7457.85	101706 -7057	398397 5786	415367 222.05	1338 0368 78	2788 7830 5	القيم
v Δ	V*D	VCD	VD	VC	CFCD	CFD	CFC	حالة الاندماج 8
209767 31671.4	400915 44213.8	420433 13294.2	191148 12542.8	195176 9080	150740 6598.6	1338 0368 78	9758 8454	القيم
v Δ	V*E	VCE	VE	VC	CFCE	CFE	CFC	حالة الاندماج 9
538795 -623	- 155586 2680	395906 400	101706 -7057	195176 9080	277134 48	- 7119 4694	9758 8454	القيم
v Δ	V*E	VDE	VE	VD	CFDE	CFE	CFD	حالة الاندماج 10
172145 49266.8	172145 49266.8 -	190026 32760	101706 -7057	191148 12542.8	133018 4293.2	- 7119 4694	1338 0368 78	القيم

المصدر : من أعداد الباحث بالاعتماد على نتائج المعادلات السابقة

جدول ( 4 )

قيمة الشركات قبل الاندماج وبعد الاندماج (المبالغ بالملايين)

رقم الحالة	حالة الاندماج	مجموع قيمة الشركتين قبل الاندماج	مجموع قيمة الشركتين بعد الاندماج
1	شركة الأمين مع شركة السلام للتأمين	6367596715	6685976550
2	شركة الأمين مع الشركة الأهلية للتأمين	4335390009	39666287786
3	شركة الأمين مع شركة الحمراء للتأمين	21498433471.8	22573355145
4	شركة الأمين مع شركة الخليج للتأمين	1366553872	1434881565
5	شركة السلام مع الشركة الأهلية للتأمين	5935744866	5647001385
6	شركة السلام مع الشركة الحمراء للتأمين	23098788328.8	24253727742.8

5933817457.85	2966908729	شركة السلام مع شركة الخليج للتأمين	7
42043313294.2	21066581622.8	الشركة الأهلية مع شركة الحمراء للتأمين	8
395906400	934702023	الشركة الأهلية مع شركة الخليج للتأمين	9
1900263276	18097745485.8	شركة الحمراء مع شركة الخليج للتأمين	10

المصدر من أعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق.

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها والملخص بعضها في الجداول السابقة اتضح أن أكبر قيمة قد تحققت للانندماج بين الشركات عينة البحث كانت بين الشركة الأهلية و شركة الحمراء للتأمين والتي بلغت 42043313294.2 فيما تحققت أقل قيمة بين اندماج الشركة الأهلية مع شركة الخليج للتأمين والتي بلغت 395906400 وجاءت نتائج الحالات الأخرى بينهم موضحة في الجدول السابق فيما عدى بعض الحالات التي أسفرت النتائج إلى قيم نحو التراجع، وهي اندماج شركة السلام مع الشركة الأهلية للتأمين و شركة الحمراء مع شركة الخليج للتأمين، بالإضافة إلى اندماج الشركة الأهلية مع شركة الخليج للتأمين.

### ثانياً: تحليل الكلفة و NPV والقيمة الكلية للانندماج

الهدف من وراء هذا التحليل للانندماج بين الشركات توضيح أفضل طريقة للانندماج، كما يتوجب علينا القيام بتحليل كل من تكلفة الاندماج و NPV للشركات لكل نوع من بدائل الاندماج (النقدي وتبادل الأسهم) وقد أمكن تحديد المكاسب الإضافية. لذلك سوف يتم التحليل وفق بديلين هما التملك بالأسهم و الشراء النقدي (الشراء هل يتم نقدي أو من خلال تبادل الأسهم، وقد تم استخدام مجموعة من المعادلات وصولاً إلى المتغيرات الرئيسية للتحليل وهي :- ( Ross et al,2007: p610-612

### أ- البديل الأول Cash Acquisition

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

1- صافي القيمة الحالية

حيث أن  $V*B$  : قيمة الشركة B عند اندماجها مع الشركة A .

$Cost (B)$  : كلفة الشركة B وفق البديل الأول والتي تمثل قيمة الشركة B لان

البديل نقدي .

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

2- قيمة الشركتين بعد الاندماج وفق البديل الأول

حيث أن  $VA$  : قيمة الشركة A

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

3- قيمة الشركتين بعد الاندماج وفق البديل الثاني

حيث أن  $\Delta V$  : الكسب المتزايد للاندماج

### ب- البديل الثاني - Stock Acquisition

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

1- صافي القيمة الحالية

حيث أن  $Cost (B)$  : تمثل كلفة الشركة B وفق البديل الثاني والتي يتم استخراجها وفق

المعادلة الآتية:- ( Ross et al,2007:p611 )

$$\bullet \text{ كلفة الاندماج بالأسهم (تبادل الأسهم) البديل الثاني} = \frac{\text{قيمة الشركتين بعد الاندماج}}{\text{عدد الاسهم الواجب اصدارها}}$$

قيمة الشركة المندمجة

سعر السهم عند الاغلاق للشركة الدامجة

$$\text{عدد الأسهم الكلية الواجب إصدارها} = \frac{\text{كلفة التملك النقدي وفق البديل الأول}}{\text{سعر السهم عند الاغلاق للشركة الدامجة}} + \text{عدد أسهم الشركة}$$

الدامجة

### جدول ( 5 )

يوضح متغيرات تحليل الكلف و NPV الكلية للاندماج (المبالغ بالملايين)

حالة الاندماج 1	Cost B وفق البديل الأول	Cost B وفق البديل الأول	V*B	NPV وفق البديل الأول	NPV وفق البديل الثاني	VΔ	VAB وفق البديل الأول	VAB وفق البديل الثاني
القيم	7986 0000 00	218118 4.51	430235 5621	3683443 (79)	428054413 6	3183 7983 5	2015276 550	668597 6550
حالة الاندماج 2	Cost C وفق البديل الأول	Cost C وفق البديل الثاني	V*C	NPV وفق البديل الأول	NPV وفق البديل الثاني	VΔ	VAC وفق البديل الأول	VAC وفق البديل الثاني
القيم	2225 0000 00	361381 48.75	372826 66857	3505766 6857	372465287 08.25	3533 0897 777	1586209 29	396662 87786
حالة الاندماج 3	Cost D وفق البديل الأول	Cost D وفق البديل الثاني	V*D	NPV وفق البديل الأول	NPV وفق البديل الثاني	VΔ	VAD وفق البديل الأول	VAD وفق البديل الثاني
القيم	3300 0000 00	304883 03.51	201897 34216	1688973 4216	201592459 12.49	1074 9216 73.2	1450611 (328)	225733 55145
حالة الاندماج 4	Cost E وفق البديل الأول	Cost E وفق البديل الثاني	V*E	NPV وفق البديل الأول	NPV وفق البديل الثاني	VΔ	VAE وفق البديل الأول	VAE وفق البديل الثاني
القيم	1480 0000 00	869810 40.	948739 (364)	2428739 (364)	949609174 (4.	6832 7693	4511843 (5)	143488 1565
حالة الاندماج 5	Cost C وفق البديل الأول	Cost C وفق البديل الثاني	V*C	NPV وفق البديل الأول	NPV وفق البديل الثاني	VΔ	VBC وفق البديل الأول	VBC وفق البديل الثاني
القيم	2225 0000 00	157288 9.02	166302 5599	5619744 (01)	166145271 0	2887 3748 (1)	3422001 385	564700 1387
حالة الاندماج 6	Cost D وفق البديل الأول	Cost D وفق البديل الثاني	V*D	NPV وفق البديل الأول	NPV وفق البديل الثاني	VΔ	VBD وفق البديل الأول	VBD وفق البديل الثاني
القيم	3300 0000	100118 061.85	179598 73128.	1465987 3128.8	179498550 66.95	1154 9394	1067589 (7342.2)	242537 27742.8

		14			8		0	
VBE	وفق VBE البديل الأول	VΔ	وفق NPV البديل الثاني	وفق NPV البديل الأول	V*E	وفق Cost E البديل الثاني	وفق Cost E البديل الأول	حالة الاندماج 7
593381 7457	5472253 (86)	2966 9087 28.85	194874219 4.98	4698416 71	194984 1671.8 5	109947 6.02	1480 0000 00	القيم
VCD	وفق VCD البديل الأول	VΔ	وفق NPV البديل الثاني	وفق NPV البديل الأول	V*D	وفق Cost D البديل الثاني	وفق Cost D البديل الأول	حالة الاندماج 8
231642 54790.2	5590635 6756.6	2097 6731 67.4	399647193 21.4	3679154 4213.8	400915 44213. 8	126824 892.6	3300 0000 0	القيم
VCE	وفق VCE البديل الأول	VΔ	وفق NPV البديل الثاني	وفق NPV البديل الأول	V*E	وفق Cost E البديل الثاني	وفق Cost E البديل الأول	حالة الاندماج 9
880822 500	1092929 (737)	5387 9523 ( )	159171818 5.95	7586268 (0)	155586 2680	585550 5.95	1480 0000 00	القيم
VDE	وفق VDE البديل الأول	VΔ	وفق NPV البديل الثاني	وفق NPV البديل الأول	V*E	وفق Cost E البديل الثاني	وفق Cost E البديل الأول	حالة الاندماج 10
190026 3283	1092929 737	1619 7482 209.8	155501082 3	7586268 0	155586 2680	851857 24.	1480 0000 00	القيم

جدول ( 6 )

ملخص نتائج التحليل لقيمة الشركتين وفق الأسلوبين (لتبادل النقدي والتبادل بالأسهم)

رقم الحالة	حالة الاندماج	قيمة التملك النقدي	قيمة التملك بالأسهم
---------------	---------------	--------------------	---------------------

6685976550	1473904787	شركة الأمين مع شركة السلام للتأمين	1
39666287786	158620929	شركة الأمين مع الشركة الأهلية للتأمين	2
22573355145	(1450611328)	شركة الأمين مع شركة الحمراء للتأمين	3
1434881565	(45118435)	شركة الأمين مع شركة الخليج للتأمين	4
5647001385	3422001385	شركة السلام مع الشركة الأهلية للتأمين	5
24253727742.8	(10675897342.2)	شركة السلام مع الشركة الحمراء للتأمين	6
5933817457	(547225386)	شركة السلام مع شركة الخليج للتأمين	7
23164254790.2	55906356756.6	الشركة الأهلية مع شركة الحمراء للتأمين	8
880822500	(1092929737)	الشركة الأهلية مع شركة الخليج للتأمين	9
1900263283	(1092929737)	شركة الحمراء مع شركة الخليج للتأمين	10

المصدر: من أعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق من خلال الجدول ( 6 ) يتضح أن الاندماج عن طريق التملك بالأسهم ذو جدوى مالية على العكس من الاندماج عن طريق التملك النقدي، الذي يظهر أنحلل في اغلب حالات الاندماج المقترحة وحتى وإن كانت ليست خسارة لكنها أقل مقارنة بالتملك بالأسهم. ومن خلال الجدول نفسه يتضح أن القيمة الحالية لحالة الاندماج لشركة الأمين مع الشركة الأهلية للتأمين قد حققت أعلى قيمة بلغت ( 39666287786 ) مقارنة بحالة اندماج الشركة الأهلية للتأمين مع شركة الخليج التي حققت أقل قيمة ( 880822500 )، وجاءت الشركات الأخرى بينهما وحسب ما موضح أعلى .

### ثالثاً: تحليل أثار الاندماج على أرباح السهم الحالية والمستقبلية.

لا بد من إشارة إلى أن من أهم جوانب تقييم عملية الاندماج هو تحليل التأثير الفوري على أرباح السهم الحالي EPS، والسبب في ذلك يعود إلى أن التأثير في إرباح الأسهم يمكن تحديدها بكل دقة بينما يصعب التنبؤ بسعر السهم في السوق لكثرة العوامل التي تؤثر عليه، لذلك فإن مديري الشركات والمساهمين يضعون أهمية خاصة على التأثير الفوري على ربحية السهم في عملية الاندماج، لذلك سوف يتم التركيز هنا على مجموعة من العوامل الواجب تحليلها في تقييم عملية الاندماج وهي :- ( خضر، 2012:9) (Ross,2000:p767) (جاسم والعارضى، 2010:25)

والجدول اللاحق يوضح هذه التأثيرات المهمة.

أ- نسبة الاستبدال لكل حالة من الاندماج المقترحة وفق المعادلة الآتية :-

$$\bullet \text{ نسبة الاستبدال} = \frac{\text{سعر السهم في السوق للشركة المستهدفة}}{\text{سعر السهم في السوق للشركة الدامجة}}$$

ب- عدد الأسهم الجديدة الواجب إصدارها لاقتناء الشركة المستهدفة وفق المعادلة الآتية:-

$$\bullet \text{ عدد الأسهم} = \frac{\text{قيمة الشركة}}{\text{نسبة الاستبدال}}$$

عدد الأسهم الكلية = عدد الأسهم للشركة الدامجة + عدد الأسهم الواجب إصدارها

• الأرباح الكلية بعد الاندماج = أرباح الشركة الدامجة + أرباح الشركة المدموجة

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{الأرباح الكلية بعد الدمج}}{\text{عدد الأسهم الكلية الدمج}}$$

#### جدول رقم (8)

#### EPS مقارنة ربحية الأسهم للشركات المدمجة قبل وبعد الاندماج

جدول رقم (9)  
مقارنة ربحية الأسهم EPS  
للشركات المندمجة قبل وبعد الاندماج

الحالة	أسماء الشركات حسب الحالة	اسم الشركة المندمجة	ربحية السهم قبل الاندماج	ربحية السهم بعد الاندماج
1	شركة الأمين مع شركة السلام للتأمين	شركة السلام للتأمين	0.10	0.13
2	شركة الأمين مع الشركة الأهلية للتأمين	شركة الأهليّة للتأمين	0.06	0.03
3	شركة الأمين مع شركة الحمراء للتأمين	شركة الحمراء للتأمين	0.06	0.02
4	شركة الأمين مع شركة الخليج للتأمين	شركة الخليج للتأمين	ZERO	0.02
5	شركة السلام مع الشركة الأهلية للتأمين	شركة الأهليّة للتأمين	0.02	0.02
6	شركة السلام مع شركة الحمراء للتأمين	شركة الحمراء للتأمين	0.10	0.02
7	شركة السلام مع شركة الخليج للتأمين	شركة الحمراء للتأمين	ZERO	0.02
8	الشركة الأهلية مع شركة الحمراء للتأمين	شركة الحمراء للتأمين	0.71	0.26
9	الشركة الأهلية مع شركة الخليج للتأمين	شركة الخليج للتأمين	ZERO	0.002
10	شركة الحمراء مع شركة الخليج للتأمين	شركة الخليج للتأمين	ZERO	0.001
	التأمين			
9	الشركة الأهلية مع شركة الخليج للتأمين	شركة الخليج للتأمين	0.02	0.01
10	شركة الحمراء مع شركة الخليج للتأمين	شركة الخليج للتأمين	0.71	0.001

- من خلال بيانات جدول رقم ( 8 ) و جدول رقم ( 9 ) أتضح الآتي :-
- 1- في حالة الاندماج الأولى أن كل من مساهمي شركة السلام ومساهمي شركة الأمين للتأمين لم تتعرض ربحية السهم إلى أي أحلال بل على العكس من ذلك فقد لوحظ تحسن Accretion قد طرأ على ربحية السهم فقد تغيرت ربحية سهم شركة الأمين البالغ 0.06 قبل الاندماج وربحية سهم شركة السلام البالغه 0.10 قبل الاندماج إلى 0.13 بعد الاندماج.
  - 2- في حالة اندماج شركة الأمين مع الشركة الأهلية للتأمين : لوحظ أن مساهمي شركة الأمين للتأمين قد تعرضوا إلى أحلال في ربحية السهم حيث كانت ربحية السهم 0.06 قبل الاندماج وأصبحت 0.03 بعد الاندماج وعلى العكس من ذلك فقد لوحظ تحسن Accretion قد طرأ على ربحية مساهمي أسهم الشركة الأهلية البالغه 0.02 قبل الاندماج إلى 0.03 بعد الاندماج.
  - 3- في حالة اندماج شركة الأمين مع شركة الحمراء للتأمين قد تعرض ربحية سهم شركة الحمراء إلى الإحلال في ربحية السهم حيث كانت قبل الاندماج 0.71 وأصبحت بعد الاندماج 0.42 بينما مساهمي شركة الأمين فقد تحسن Accretion ربحية السهم فقد كانت قبل الاندماج 0.06 وأصبحت بعد الاندماج 0.42.
  - 4- في حالة اندماج شركة الأمين مع شركة الخليج للتأمين قد تعرض مساهمي شركة الأمين إلى الإحلال في ربحية السهم حيث كانت قبل الاندماج 0.06 وأصبحت بعد الاندماج 0.02 أما بالنسبة إلى مساهمي شركة الخليج فقد حدث تحسن Accretion على ربحية السهم فقد كانت قبل الاندماج صفر وأصبحت بعد الاندماج 0.02.
  - 5- في حالة اندماج شركة السلام مع الشركة الأهلية للتأمين : لوحظ أن مساهمي شركة السلام للتأمين قد تعرضوا إلى أحلال في ربحية السهم حيث كانت ربحية

السهم 0.10 قبل الاندماج في حين لم يحدث أي تغيير على ربحية مساهمي أسهم الشركة الأهلية البالغه 0.02 قبل الاندماج حيث استمرت على ما هي عليه عليه قبل الاندماج 0.02 بعد الاندماج.

6- في حالة اندماج شركة السلام مع الشركة الحمراء للتأمين : لوحظ أن مساهمي شركة الحمراء للتأمين قد تعرضوا إلى أحلال في ربحية السهم حيث كانت ربحية السهم 0.71 قبل الاندماج وأصبحت بعد الاندماج 0.28 وعلى العكس من ذلك فقد طرأ تحسن Accretion على ربحية مساهمي أسهم الشركة الأهلية البالغه 0.02 قبل الاندماج إلى 0.28 بعد الاندماج.

7- في حالة اندماج شركة السلام مع شركة الخليج للتأمين : لوحظ أن مساهمي شركة السلام للتأمين قد تعرضوا إلى أحلال في ربحية السهم حيث كانت ربحية السهم 0.10 قبل الاندماج وأصبحت 0.002 في حين حدث تحسن Accretion على ربحية مساهمي أسهم شركة الخليج للتأمين البالغة صفر قبل الاندماج إلى 0.002 بعد الاندماج.

8- في حالة اندماج الشركة الأهلية مع شركة الحمراء للتأمين : لوحظ أن مساهمي شركة الحمراء للتأمين قد تعرضوا إلى أحلال في ربحية السهم حيث كانت ربحية السهم 0.71 قبل الاندماج وأصبحت 0.26 في حين حدث تحسن Accretion على ربحية مساهمي الشركة الأهلية للتأمين البالغة 0.02 قبل الاندماج إلى 0.26 بعد الاندماج.

9- في حالة اندماج شركة الأهلية مع شركة الخليج للتأمين : لوحظ أن مساهمي الشركة الأهلية للتأمين قد تعرضوا إلى أحلال في ربحية السهم حيث كانت ربحية السهم 0.02 قبل الاندماج وأصبحت 0.01 في حين حدث تحسن Accretion على ربحية مساهمي شركة الخليج للتأمين البالغة صفر قبل الاندماج إلى 0.01 بعد الاندماج.

10- في حالة اندماج الشركة الحمراء مع شركة الخليج للتأمين : لوحظ أن مساهمي شركة الحمراء للتأمين قد تعرضوا إلى أحلال في ربحية السهم حيث كانت ربحية السهم 0.71 قبل الاندماج وأصبحت 0.001 في حين حدث تحسن Accretion على ربحية مساهمي شركة الخليج للتأمين البالغة صفر قبل الاندماج إلى 0.001 بعد الاندماج.

من خلال نتائج تحليل حالات الاندماج المقترحة العشر السابقة لوحظ في بعض الحالات، أن بعض الشركات قد عانت من أحلال في ربحية السهم الواحد، أن الاندماج في هذه الحالات (الإحلال) هي غير مجدية، هذا النتيجة لا تأخذ بالحسبان تأثير معدل نمو الأرباح المستقبلية الناتجة عن عملية الدمج

### **المبحث الثالث: الاستنتاجات والتوصيات :-**

#### **أولاً: الاستنتاجات**

في ضوء النتائج المستخلصة من عرض وتحليل الجانب النظري والتطبيقي للدراسة فقد تم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات من أهمها:

- 1- وجود مجموعه من التسهيلات لعمليات الاندماجات في البيئة العراقية متمثلة بالقوانين والتشريعات التي تحيز وتسهل الاندماج (قانون الشركات العراقية).
- 2- هنالك دور إستراتيجية الاندماج على العائد على السهم EPS، وهو عكس ما جاء في فرضية الدراسة، والذي تم إثبات ذلك من خلال تحليل البيانات الفعلية .
- 3- يمكن تحديد التغير في ربحية السهم EPS للشركات المندمجة بدقة عالية، على العكس منه في تحديد سعر السهم كون سعر السهم في السوق المالية يخضع لمجموعه من المتغيرات.
- 4- ليس جميع حالات الاندماج مجدية فبعض حالات الاندماج شهدت انحلالاً في معدل ربحية السهم EPS و على العكس فبعض حالات الاندماج كانت مجدية وشهدت تحسن في معدل EPS .

- 5- يجب الاختيار وبعناية طريقة أو أسلوب الاندماج (هل الاندماج يتم نقدي أم من خلال تبادل الأسهم) لكونها عملية مهمة في الحكم على جدوى الاندماج.
- 6- التداؤب كأسلوب من أساليب تحليل الاندماج قد أسهم في زيادة قيمة الشركات المندمجة بشكل يفوق قيمة الشركات قبل الاندماج.

### ثانياً : التوصيات

- في ضوء الاستنتاجات التي تم التوصل إليها يمكن بلورة أهم التوصيات :-
- 1- ضرورة سعي شركات التأمين العراقية أو العاملة في العراق نحو تحقيق الاندماج لتكوين كيان اقتصادي قوي قادر على تقديم خدمات وتلبية حاجة السوق العراقية ومن ثم المنافسة.
  - 2- يجب أن تكون عمليات الاندماج مبنية على دراسات تفصيلية من واقع الشركات الراغبة في الاندماج وطبيعة أدائها مع ملاحظة واخذ بنظر الاعتبار كافة الظروف المحلية التي تمر بها البلاد .
  - 3- ضرورة القيام بمزيد من الدراسات العملية في قطاع خدمات التأمين سواء بخصوص اندماجات الشركات أو غيرها في سبيل الارتقاء بهذا القطاع الحيوي والمهم .
  - 4- الأخذ بنظر الاعتبار معدل النمو الجديد لأرباح الشركة المقتتية هو وسطي موزون لمعدل نمو الشركتين قبل الدمج كأوزان في حساب الفترة الزمنية اللازمة للارتفاع بالأرباح للشركة المقتتية إلى مستواها ما قبل الدمج.

## المصادر

- 1- جاسم، ارشد عبد الأمير و العارضي، جليل كاظم مدلول، "إستراتيجية اندماج المصارف"، العدد السابع عشر، مركز دراسات الكوفة، 2010.
- 2- جانكير بك، مها مصطفى؛ "المصارف العراقية بين خيار الرسملة والاندماج" رسالة ماجستير غير منشورة جامعة الموصل كلية الإدارة والاقتصاد، 2005 .
- 3- خضر، أحسان، "الدمج المصرفي"، جسر التنمية الكويتي، 2005.
- 4- الدباس، معتصم محمد، "أثر الاندماج على أداء الشركات وإرباحها"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرون، العدد الثاني، جامعة البلقاء التطبيقية الأردن، 2012.
- 5- زائدة، مهيب محمد "دوافع الدمج المصرفي في فلسطين ومحددته"، رسالة ماجستير، الجامع الإسلامية غزة كلية التجارة، 2006.
- 6- زهية، بركات " الاندماج المصرفي بين العولمة ومسؤولية اتخاذ القرار"، ملة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد الثاني، 2004.
- 7- الزويبي، محمد فائز، "دور الإستراتيجيات المصرفية في بناء القدرات الجوهرية للمصارف"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، 2010.
- 8- شعت، سامر شعبان، "دوافع تحقيق الاندماج بين شركات التأمين العاملة في فلسطين"، رسالة ماجستير الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة: 2012.
- 9- طالب، علاء فرحان والموسوي، حيدر يونس و حسن، محمد فائز، "إدارة المؤسسات المالية" دار الأيام للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى: 2013.
- 10- القعايدة، فادي فلاح "أثر الاندماج على الربحية" رسالة ماجستير، جامعة الشرق الاوسط، 2012.

11- قنوع، نزار وشريف، طرفة واسماعيل، رولا " الاندماج المصرفي وضرورته في العالم العربي " مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد 2009، 1.

### Refrains

- 1- Brigham F. Eugene & Ehrhardt C. Michae, " Financial Management" , 12<sup>th</sup>, Thomson Learning, Inc, 2008.
- 2- Chui, B.S, "A Risk Management Model for Merger and Acquisition", International Journal of Engineering Business Management, Vol. 3, No. 2 (2011) Vol. 3, No. 2 (2011) ISSN 1847-9790, pp 37-44.
- 3- Charles W.L. hill & Gareth R. Jones" Strategic Management Theory", Houghton Mifflin Company, 2001.
- 4- Ceausecu A." Mergers & Acquisitions Strategic option for Companies" Annals of petrosani, Economics, 2008. issn1582-5949.
- 5- De paula Luis Fernando Rodrigues" Expansion strategies of banks: does size matter ", **Journal:** Nova Economia **ISSN:** 01036351 **Year:** 2002 **Volume:** 12 **Issue:** 2 **Pages:** 133-146 **Provider:** Economics Department at Federal University of Minas Gerais, - **Publisher:** Economics Department at Federal University of Minas Gerais.
- 6- Fred R. David" strategic Management Concept&Cases". Prentice Hall, 2001.
- 7- Helene, J. Berre. "Mergers & Acquisitions – Value Creation through the Realization of synergies", Master Thesis, Copenhagen Business School, Department of Economics Cand. Merc. Applied Economics and Finance, 2009.
- 8- Owomoyela, S. K." Effects of Merger and Acquisition on the Technological Performance of Nigerian Business Organizations" International Journal of Economic Development Research and Investment Vol 3 No. 3 Dec 2012
- 9- Rose, Peter S. and Sylvia, C. Hudging, "Bank Management & Financial Services" 7<sup>th</sup> Edition , McGraw-Hill/ Irwin , Inc. United states of America, New York, 2008.
- 10- Ross, A Stephen : Randolph W. Westerfield , Bradfore D. Jordan , Fundamentals of Corporate Finance , 5<sup>th</sup> Edition , McGraw-Hill/ Irwin, Inc. United states of America, New York, 2000.
- 11- Ross, A Stephen : Randolph W. Westerfield , Brad fore D. Jordan , Fundamentals of Corporate Finance , 7<sup>th</sup> Edition , McGraw-Hill/ Irwin, Inc. United states of America, New York, 2006.
- 12- Ross, A Stephen : Randolph W. Westerfield , Jeffrey F. Jaffe, Bradfore D. Jordan , Corporate Finance , McGraw-Hill/ Irwin , Inc. United states of America, New York, 2007.

13-Sun, Jing," Analysis of Merger and Acquisition Strategy of Multinationals in China and Chinese Enterprises Countermeasures" Cross-Cultural Communcation,Vol.8 No.2,2012,pp56-60.

14-OlsnG &Pogano M"The Long-term impact of bank mergers on sustainable growth and Shareholder return " Villanova University, College of Commerce