

# تخطيط الأثر التجميعي لعملية الاندماج وظوره في ترسيخ قرار الاندماج

م. سمير منير عبد الملك الشماع\*

## المستخلص:

عندما تقوم الوحدات الاقتصادية او الشركات بتصنيع قرار الاندماج فهي تحتاج الى دراسة هذا القرار من خلال معرفة القيمة السوقية للشركة المستهدفة وكذلك القيمة السوقية للشركة المغيّرة ، بالإضافة الى ضرورة تحديد الأثر التجميعي ( قيمة المنافع الإضافية التشغيلية والمالية ) لهذا القرار من خلال تحليل قرار الاندماج لمعرفة الطريقة التي يمكن من خلالها ان يؤدي قرار الاندماج الى نمو قيمة الشركة . هذا التحليل يعد مهما جدا للمالكين او حملة الاسهم للتأكد من قرار الاندماج سوف يؤدي الى زيادة القيمة السوقية للاسهم التي يمتلكونها وبالتالي الموافقة على قرار الاندماج.

## Abstract

*When the economical Units, or companies, try to make the Merger Decision , they need to study this decision through knowing the market value of the Target and that of the Acquiring , In addition to the necessity of identifying the Synergy ( additional benefits value ,operation & financial ) of his decision through analysis the merger decision to know the procedure through which this decision can lead to growing the company value .*

*This analysis is very important for Owners or Stockholders to be sure that the merger decision will lead to an increase in the market value of the shares they hold and later to the agreement on this decision .*

## المقدمة

اهتم الفكر المحاسبي ومنذ بدايته بجزئيات منفصلة في إطار مفاهيم الإدارة المالية والتحليل المالي مثل قرارات التمويل.. وكيفية إدارة الموجودات .. واستراتيجيات إدارة رأس المال العامل ، الا ان هذا الاهتمام المالي بدأ يتركز على المستوى الكلي للشركة في إطار نفس المفاهيم المالية السابقة ، الا انه يتميز بالشمول ، حيث يعد الاهتمام بعملية الاندماج Merger والسيطرة Acquisition على الشركات تحولا جذريا في الفكر المحاسبي المالي بعد ان اصبح الاندماج والسيطرة يمثل حلا جذريا للشركات الكبيرة (وكذلك الصغيرة)

\* الجامعة المستنصرية / كلية الإدارة والاقتصاد/قسم المحاسبة  
مقبول للنشر بتاريخ 2011/11/21

التي تتمتع بالاستقرار واصبح النمو ضرورة ملحة لها للابتعاد عن مرحلة التدهور ، وبالتالي اصبح من الضروري الاهتمام في تقييم قرار الاندماج وتحديد مدى الاستفادة المرجوة منه .

### أهمية البحث

تأتي أهمية البحث من ان عملية الاندماج اصبحت حلاً ضرورياً للوحدات الاقتصادية ، للابتعاد عن مرحلة التدهور في دورة حياتها واعادة نمو نشاطها وتطوير ادائها وزيادة العوائد المتحققة لصالح المالكين في ظل تحليل قرار الاندماج لتحديد كلفة وعائد مثل هذه القرارات .

### هدف البحث

يهدف البحث الى دراسة وتحليل الاثر التجميعي ( قيمة المنافع الاضافية ) لعملية الاندماج مما يمكن متخذي القرارات المالية من ترشيد قراراتهم المتعلقة بالاندماج .

مشكلة البحث

تتركز مشكلة البحث في بيان كيفية تحليل و تقييم قرار الاندماج وتحديد القيمة المناسبة او العادلة في ظل تحليل الاثر التجميعي للمنافع الاضافية الناتجة عن عملية الاندماج لضمان ترشيد قرار الاندماج .

فرضية البحث

يقوم البحث على فرضية مفادها " ان تحديد الاثر التجميعي لعملية الاندماج يسهم في صناعة وترشيد قرار الاندماج و تعزيز نمو الوحدة الاقتصادية " .

### منهج البحث

سيعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي والاستفادة من المصادر العلمية في مجال المحاسبة والتحليل المالي المتاحة واستخدام ادوات التحليل المالي لتقييم قرار الاندماج وتقديم التوصيات اللازمة مع ملاحظة عدم وجود عمليات اندماج في العراق في السنوات الاخيرة مما ادى الى اللجوء الى مشروع اندماج مقترح ، مع التركيز على الاندماج بهدف السيطرة .

### مفهوم الاندماج وأهميته

الاندماج - كقرار استثماري ومالي (1) - لديه العديد من المفاهيم الجزئية منها اتحاد المصالح Consolidation بين شركتين أو أكثر من خلال المزج الكامل بينهم ونقل الذمة المالية لتأسيس شركة جديدة ذات شخصية معنوية مستقلة قوامها الشركات المندمجة مع بعضها ، أو قيام شركة بالانضمام أو الاندماج Merger يفقدها كيانها القانوني لصالح شركة أخرى تحتفظ بكيانها القانوني ، أو قيام شركة بالسيطرة ( التملك أو الاقتناء ) Acquisition على شركة أخرى جزئياً أو كلياً بهدف السيطرة عليها والتأثير في قراراتها لتحقيق الاهداف المرجوة (2) ، ذلك لان قرار التملك أو الاقتناء هو قرار استثماري . ولكل من هذه المفاهيم شروطها المالية والقانونية واجراءاتها المحاسبية وطريقة تحديد قيمة أو سعر الاندماج لهذه الشركات في ظل كل مفهوم من هذه المفاهيم .

ويلاحظ ان السيطرة على الشركات يمكن ان يتم بطريقة ودية بالاتفاق بين الشركتين بما يحقق الفائدة المرجوة من عملية اندماج الشركتين ، أو ان تتم السيطرة بطريقة عدائية Hostile Takeover تحدث ضد رغبة ادارة الشركة المستهدفة Target من خلال تقديم عرض شراء بسعر اعلى من السعر السوقي الحالي للشركة المستهدفة مما يؤدي الى التغلب على مقاومة الادارة وذلك بتحفيز المساهمين في الشركة المستهدفة لقبول العرض (3).

وتأتي أهمية الاندماج ، باختلاف اسبابه واهدافه ، الى ان العوامل التي تدفع الى الاندماج ليست واحدة في كل الاقتصاديات ولكنها يجب ان تكون مشروعة ولاتتناقض مع دوافع المجتمع . وهذه الأهمية تأتي من (4) :

1. الاندماج اسرع وسيلة لدخول الشركات الى الاسواق .
  2. استغلال الطاقات من خلال الاندماج .
  3. اعطاء الشركات قدرة اكبر على التطوير والابتكار .
- وهذا يعني ان الاندماج يسهم في تجميع واعادة تخصيص الموارد المتاحة على الانشطة ذات الكفاءة وتوحيد المهارات الادارية والفنية بما يؤدي الى ترشيد استغلال الموارد .

## انواع الاندماج

يمكن ان يتحقق الاندماج بين الوحدات الاقتصادية ( الشركات ) وفقا للانواع او الاشكال الاتية (5) :

### 1. الاندماج الافقي Horizontal Merger

يحصل الاندماج الافقي بين الشركات التي تمارس نفس النشاط ( تنتج السلعة او الخدمة نفسها وتبيع السلعة او الخدمة في السوق نفسه ) لتحقيق اقتصاديات الحجم لتخفيض التكاليف وتقليل حدة المنافسة وزيادة كفاءة المهارات الادارية، كما في المصارف وشركات السيارات .

### 2. الاندماج العمودي Vertical Merger

وهو الاندماج الذي يحصل عندما تندمج شركتان تقوم كل منهما بانتاج سلعة او خدمة تتكامل مع السلعة او الخدمة التي تنتجها الاخرى مما يحقق تكامل العمل او النشاط للشركتين للاستفادة من اقتصاديات التقنيات الحديثة ، ومثال على هذا الاندماج هو اندماج شركة انتاج الورق مع شركة اعمال الطباعة . والاندماج العمودي قد يأخذ صيغة الاندماج الخلفي Backward الذي يحدث في اوقات الازدهار عندما يكون الطلب متزايد الامر الذي يدفع الشركات الى تامين السلع الوسيطة او المكملة للانتاج .

### 3. الاندماج المختلط Conglomerate Merger

يطلق عليه ايضا بالاندماج المتنوع وهو اندماج يهدف الى تكوين مجموعة اقتصادية متكاملة ومؤثرة في الحياة الاقتصادية و تساهم في التركيز الرأسمالي في كثير من الدول . وقد توسع هذا النوع من الاندماجات في تسعينات القرن الماضي مثل الاندماج بين Sheraton Hotel Corporation And International Telephone and Telegraph . ويساعد هذا النوع من الاندماج في الاستفادة من مزايا التنوع لتخفيض المخاطرة (6) .

ويوجد ثلاث انواع لهذا النوع من الاندماج هي (7) :

- أ. الاندماج بغرض امتداد المنتجات، اي توسيع خطوط الانتاج بين وحدات اقتصادية او شركات تعمل في أنشطة مترابطة مع بعضها البعض ، وهو اندماج متحد المركز .
- ب. الاندماج بغرض الامتداد الجغرافي ، اي تحقيق السيطرة الجغرافية لمجموعة شركات او وحدات اقتصادية تعمل في مناطق جغرافية غير متداخلة .
- ت. الاندماج بغرض التنوع ، وهو اندماج مجموعة شركات تعمل بانشطة مختلفة وغير مترابطة .

### اسباب الاندماج والسيطرة على الشركات

هنالك عدت اسباب تدفع الوحدات الاقتصادية او الشركات الى الاندماج منها (8) :

1. الاستفادة من وفورات الحجم ( اقتصاديات الحجم ) : كثيرا ما يتم تبرير عمليات الاندماج بانها وسيلة لتوفير وفورات الحجم عندما تستطيع شركة باداء وظيفتها افضل من شركتين ، فمثلا اندماج شركة AT and T وشركة NCR لتصميم وتصنيع اجهزة الكمبيوتر الشخصية المعتمد على VNIH حقق هذا الاندماج وفورات الحجم المتصلة بالبحوث والتطوير واقتصاد في تكاليف الادارة .
2. تحسين الادارة المستهدفة : يعد هذا السبب من الدوافع المهمة للاندماج . فالشركة التي يقل ادائها عن اداء الصناعة التي تعمل فيها بشكل مستمر ومنظم تكون مستهدفة في عملية الاندماج ، لذا يؤدي الاندماج الى خلق قيمة في اعادة بناء وتطوير الادارة (9) .
3. دمج وتوحيد الموارد المكملة لبعضها : يؤدي الاندماج الى خلق قيمة جديدة عن طريق دمج الموارد المكملة لبعضها لدى الشركتين المندمجتين ، فمثلا دمج وحدة تطوير البحث في شركة AT and T ووحدة التوزيع لشركة NCR ادى الى تقوية وحدات التوزيع والبحث والتطوير من خلال عملية الدمج ، كما ان دمج الموارد المالية لدى الشركتين عزز القدرة المالية الناتجة عن الاندماج .
4. الاستفادة من المزايا الضريبية : هناك ميزتان ضريبيتان تنتج عن الاندماج هما :  
أ. اكتساب حق ترحيل الخسائر الناتجة عن التشغيل ، فإذا كانت شركة ما لا تتوقع تحقيق ارباح فأنها قد تلجا للاندماج مع شركة اخرى رابحة لغرض ترحيل خسائرها التشغيلية .  
ب. الحماية الضريبية الناشئة عن زيادة الرافعة المالية للشركة المستهدفة .
5. تقديم تمويل منخفض التكلفة : يؤدي الاندماج في بعض الاحيان الى تقديم تمويل منخفض التكلفة للشركة المستهدفة ذات المشاكل المالية لمواجهة تلك المشاكل دون الرجوع الى سوق المال للحصول على هذا التمويل .
6. زيادة ريع اسواق المنتجات : وذلك عن طريق الاندماج والتحول الى شركة رائدة في الصناعة يمكن لشركتين صغيرتين من السيطرة على مخرجاتها من المنتجات بهدف رفع السعر وزيادة الارباح .

### التحليل المالي لدوافع الاندماج

يرى البعض بان المبرر المالي للاندماج بين شركتين هو خلق قيمة اضافية عن ما تحققه الشركتين بشكل مستقل . فإذا كانت قيمة اسهم الشركة بعد الاندماج اكبر من حاصل جمع قيمة اسهم الشركتين قبل الاندماج فهذا يعني انه قد تم خلق قيمة اضافية من الاندماج ، هذه القيمة تتحقق من الاثر التجميعي لاندماج الشركات او كما يقال  $2 + 2 = 5$  وليس 4 (10) ، او ان الاثر التجميعي الناتج عن الاندماج هو القيمة الاضافية للشركة بعد اندماج الشركتين والذي يمكن حسابه كما يأتي (11) :

الاثـر التـجميعـي (القيمة المضافة) = قيمة الشركة بعد الاندماج - ( قيمة الشركة المندمجة الاولى + قيمة الشركة المندمجة الثانية )

او

$$\text{Synergy} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

الاثـر التـجميعـي = Synergy

قيمة لشركة A

A

قيمة لشركة B

B

قيمة الشركتين بعد الاندماج = V

AB

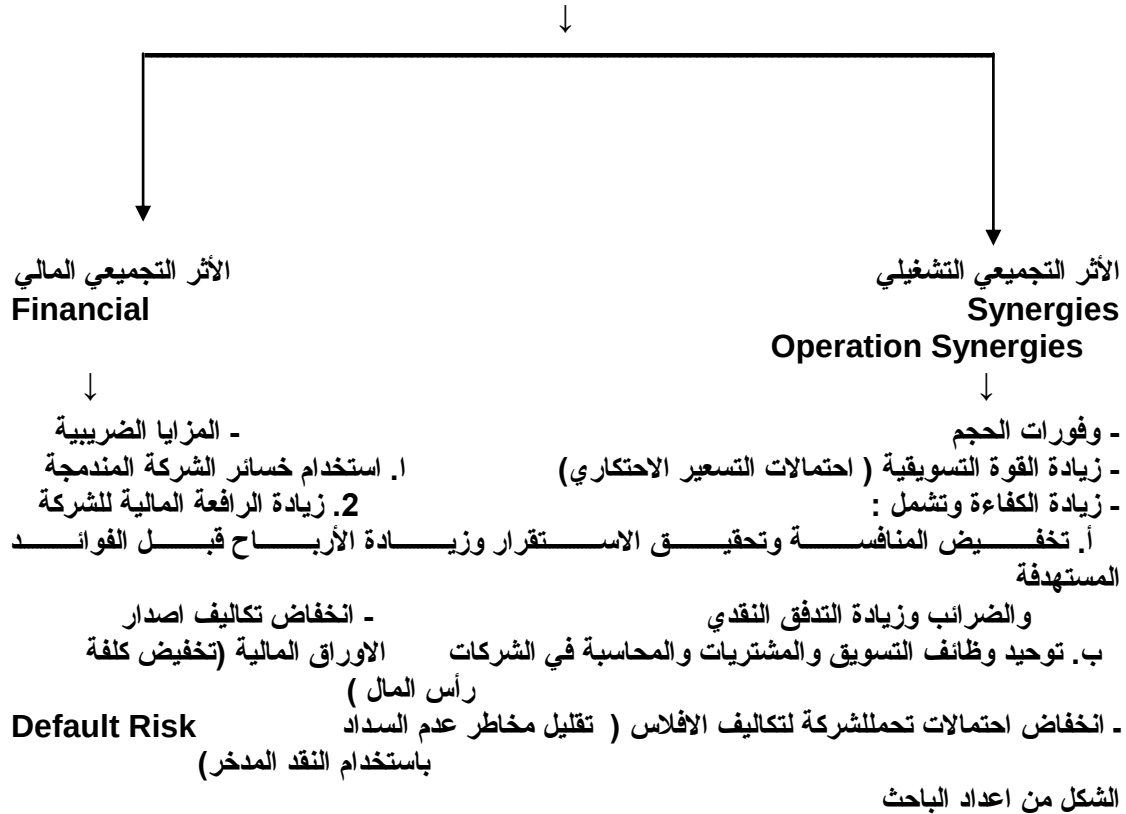
فـشـركـة T and AT دفعت في عام 1990 مبلغ 7.5 بليون دولار للاستحواذ او السيطرة على شركة NCR ، وان هذا السعر يشمل بحدود 12% علاوة على سعر السوق لشركة NCR حيث ان القيمة السوقية لشركة NCR هو 6.7 بليون دولار ، لذا فان الاثر التجميعي ( قيمة المنافع الاضافية ) لعملية الاندماج بلغت 0.8 بليون دولار .

وينشأ هذا الاثر التجميعي (قيمة المنافع الاضافية) لقرار الاندماج من مصدرين هما (12) :

1. الاثر التجميعي التشغيلي : يمثل زيادة الايرادات وتخفيض التكاليف للشركات المندمجة وزيادة في التدفق النقدي ، وتحسين صناعة القرار (زيادة الكفاءة) وبيع الموجودات الفائضة واستخدام افضل للنقد المحفوظ .

2. الاثر التجميعي المالي : يمثل المزايا الضريبية وتخفيض لكلفة راس المال .

والشكل ادناه يوضح مصادر القيمة الاضافية الناتجة عن الاثر التجميعي  
 الاثر التجميعي ( قيمة المنافع الاضافية )



الشكل من اعداد الباحث

ان عدم تحقيق منافع اضافية من عملية الاندماج يجعل هذه العملية غير مبررة لانه اذا لم يكن هنالك وجود للاثر التجميعي يصبح قرار الاندماج قرار غير رشيد ، وذلك لان المساهمين يستطيعون تنويع استثماراتهم من اسهم العديد من الشركات دون الحاجة الى الاندماج طالما لم تحقق منافع اضافية . ولتوضيح ذلك افترض د. محمود صبح ان هنالك شركتين أ ، ب يفكران في الاندماج فيما بينهما ، وكانت القيمة المالية لهما كما يأتي (13) :

| القيمة المالية / الشركة | أ       | ب       |
|-------------------------|---------|---------|
| القيمة السوقية للشركة   | 1 مليون | 2 مليون |
| معامل بيتا ( B ) *      | 1       | 0.9     |

\* معامل لقياس المخاطرة غير القابلة للتنويع ( للمزيد راجع كتاب د. محمود صبح ، التحليل المالي والاقتصادي للاسواق المالية ، جامعة عين شمس )

فعند غياب الاثر التجميعي تكون قيمة الشركتين 3 مليون دولار والاوزان الترجيحية المستخدمة في عملية الاندماج هي 3/ 1 للشركة أ و 2/ 3 للشركة ب . وبادخال تأثير معامل بيتا ( مقياس للمخاطرة غير القابلة للتنويع ) الناتج عن الاندماج نجد ان المعامل بلغ 0.93 (  $0.9 \times 3/2 + 1 \times 3/1$  ) وهذه النسبة للمعامل يستطيع مستثمروا الشركتين تحقيقه من خلال تشكيل حافظة استثمارية لاسهمهم دون الحاجة للاندماج .

وكثيرا ما يلاحظ استخدام الاثر التجميعي الناتج عن قرار الاندماج في تعديل سعر الشراء للشركة المستهدفة.

تحليل قرار الاندماج

لما كان قرار الاندماج للشركة الدامجة ( المغيرة ) يعد قرار استثماريا بامتياز ، لذا مطلوب من الشركة المغيرة ان تقوم بتحليل هذا القرار لمعرفة وتقدير المنافع التي ستحصل عليها من الشركة المدمجة ( المستهدفة ) على شكل تدفقات نقدية اضافية مقابل التكاليف التي ستتحملها عن هذا القرار ومدى المخاطرة والعائد الناتج عنه .

ويمكن تلخيص ذلك في العلاقة الاتية (14):

صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية = المنافع - التكاليف  
والمنافع يمكن احتسابها كما يأتي :

المنافع =  $\Delta$  ق + قيمة الشركة المستهدفة (تمثل بالقيمة السوقية )  
 $\Delta$  ق = القيمة الحالية للمنافع الإضافية المتوقع الحصول عليها من الاندماج (الآثر

التجميعي

التكاليف = السعر المدفوع ثمننا للشركة المستهدفة ( نقداً او اسهم)  
وفي السوق راس المال الكفاء Efficient Capital Market وعند عدم وجود منافع اضافية فان  
صافي القية الحالية للشركة المستهدفة يساوي قيمتها السوقية . لذا على الشركة الدامجة ان تحقق منافع  
تشغيلية ومالية من عملية الاندماج .

ان تحديد الآثر التجميعي ( قيمة المنافع الإضافية ) لعملية الاندماج ( السيطرة او الاستحواذ ) يمكن  
تحديده من خلال نموذج خصم التدفقات النقدية Discounted Cash Flow Model  
وكما في الصيغة الآتية (15) :

$$\Delta CF_t = \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t}$$

$$\text{Synergy} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t}$$

$$\Delta \text{ ق} = \frac{\Delta \text{ د ت}}{1+r}$$

$\Delta \text{ د ت} = \Delta \text{ CF} =$  الاختلاف بين التدفق النقدي بتاريخ محدد لاندماج الشركة ومجموع التدفق النقدي  
للشركتين قبل الاندماج ، بمعنى اخر تمثل الزيادة في التدفق النقدي بتاريخ محدد للاندماج بعد الضريبة.  
 $r =$  المخاطر لنسبة الخصم المعدل الملائم لزيادة التدفق النقدي

ويمكن تحليل الزيادة في لتدفق النقدي الى اربعة اجزاء هي :

$\Delta \text{ د ت} = \Delta \text{ الايرادات} - \Delta \text{ التكاليف} - \Delta \text{ الضريبة} - \Delta \text{ راس المال المطلوب بتاريخ الاندماج}$   
( الاستثمار الإضافي )

ولتوضيح الآثر التجميعي لقرار الاندماج اعتمد الباحث على تقديرات مشروع اندماج مقترح لاحدى  
الشركات مع بعض التعديلات مستفيدا من عملية الاندماج التي قامت بها شركة AT& T للسيطرة و  
الاستحواذ على شركة NCR .

والجدول ادناه يوضح المشروع المقترح لعملية اندماج بطريقة السيطرة التي تقوم بها شركة A المغيرة  
قيمتها السوقية 250000 د. لاندماج مع شركة B المستهدفة قيمتها السوقية 150000 د. عربي وان  
كلا الشركتين ممولة بالكامل من قبل المالكين ، علما ان الشركة A قررت استثمار مبلغ اضافي للسنتين  
الاولى والثانية لاندماج وانه لا منافع اضافية بعد السنة الخامسة من الاندماج ، وان نسبة العائد على  
الاستثمار المطلوب خلال السنوات الخمسة هو 15 % .

| السنة   | $\Delta$ الايراد | $\Delta$ الكلفة * | $\Delta$ الضريبة ** | $\Delta$ الاستثمار الإضافي | $\Delta$ الاستهلاك الإضافي *** |
|---------|------------------|-------------------|---------------------|----------------------------|--------------------------------|
| الاولى  | 60000            | 30000             | 4000                | 30000                      | 10000                          |
| الثاني  | 120000           | 60000             | 8000                | 40000                      | 20000                          |
| الثالثة | 140000           | 70000             | 6000                | ---                        | 15000                          |
| الرابعة | 100000           | 50000             | 4000                | --                         | 10000                          |
| الخامسة | 80000            | 40000             | 4000                | ---                        | 10000                          |

\*  $\Delta$  الكلفة تمثل 50 % من  $\Delta$  الايراد

\*\*  $\Delta$  الضريبة تم احتسابه وفق ما يأتي :  $\Delta$  الضريبة =  $\Delta$  الاستهلاك الإضافي  $\times 40\%$  نسبة الضريبة

\*\*\* الاستهلاك الإضافي يعنى به استهلاك الاستثمارات الإضافية التي استثمرتها الشركة A

### ملاحظة :

ان التحليل الذي سنقوم به هو تحليل الاثر التجميعي الكلي ( قيمة المنافع الاضافية الكلية ) والتي تجمع الاثر التجميعي التشغيلي ( قيمة المنافع الاضافية التشغيلية ) والاثر التجميعي المالي ( قيمة المنافع الاضافية المالية ) وذلك لعدم توفر بيانات شاملة ( كما موضح في الشكل السابق ) - يمكننا من احتساب كل من الاثر التجميعي التشغيلي والاثر المالي بشكل مستقل ومايشكله كل منهما في الاثر التجميعي الكلي .

ولاحتساب المنافع الاضافية للاثر التجميعي نقوم باحتساب صافي التدفق النقدي بتاريخ الاندماج بعد الضرائب . حيث تم احتساب التدفق النقدي للسنة الاولى ( وينطبق على بقية السنوات ) كما يأتي :

$$\Delta \text{ د ت} = \Delta \text{ الايراد} - \Delta \text{ الكلفة} - \{ (\Delta \text{ بالدخل} \times 40\% - \text{نسبة الضريبة}) - (\Delta \text{ الاستهلاك الاضافي} \times \text{الضريبة}) \} - \Delta \text{ الاستثمار الاضافي}$$

$$\begin{aligned} \text{السنة الاولى} &= 60000 - 30000 - \{ (\Delta \text{ بالدخل} \times 40\% - (\Delta \text{ الاستهلاك} \times 40\%)) - (\Delta \text{ الاستثمار} \times 40\%) \} - 30000 \\ &= 30000 - \{ 4000 - 12000 \} - 30000 = (8000) \end{aligned}$$

والجدول ادناه يوضح القيمة الحالية للتدفق النقدي للسنوات الخمسة المقترحة للدراسة :

| السنة                        | التدفق النقدي | معامل القيمة الحالية بسعر خصم 15% | $\Delta \text{ ق}$ |
|------------------------------|---------------|-----------------------------------|--------------------|
| الاولى                       | ( 8000 )      | 0.870                             | ( 6960 )           |
| الثانية                      | 4000          | 0.756                             | 3024               |
| الثالثة                      | 48000         | 0.658                             | 31584              |
| الرابعة                      | 34000         | 0.572                             | 19448              |
| الخامسة                      | 28000         | 0.497                             | 13916              |
| اجمالي قيمة المنافع الاضافية |               |                                   | 61012              |

اذن المنافع التي ستحصل عليها شركة A فيما لو اتخذت قرار الاندماج بلغت :

$$\text{المنافع} = 150000 + 61012 = 211012 \text{ د.}$$

لذا على الشركة المغيرة A ان تقدم عرضا للحصول على الشركة المستهدفة B اكبر من قيمتها السوقية البالغة 150000 د. ، وعلى فرض ان هذا العرض بلغت قيمته 185000 د. ، فان صافي القيمة الحالية للمنافع الاضافية ( الاثر التجميعي ) هو  $211012 - 185000 = 26012 \text{ د.}$

وبالتالي فان قيمة الشركة A بعد الاندماج باستخدام التمويل النقدي اصبح يساوي 276012 د. (  $250000 + 26012$  ) وهو اكبر من قيمتها السوقية الحالية قبل الاندماج بسبب الاثر التجميعي للمنافع الاضافية الناتجة عن قرار الاندماج .

ولما كان قرار الاندماج هو قرار استثماري ، فان الجزء المهم والاساسي فيه هو ا خيار طريقة التمويل المناسبة والتي تحقق للشركة المغيرة زيادة القيمة السوقية لاسهمها . ويمكن للشركة ان تمويل عملية الاندماج باحدى الطريقتين الاتيتين (16) :

#### 1. استخدام النقد

لو فرضنا ان عدد اسهم الشركة المغيرة A بلغ 5000 سهم فان قيمة السهم قبل الاندماج هي 50 د. ، في حين قيمة السهم بعد الاندماج سوف تبلغ 55.20 د. (  $5000 \div 276012$  ) وهذا يعني ان استخدام النقد سيجعل المنافع الاضافية للاثر التجميعي لقرار الاندماج من نصيب مساهمي الشركة المغيرة بالكامل .

#### 2. استخدام الاسهم

لما كان العرض المقدم للشركة المستهدفة يبلغ 185000 د. ، فان عدد الاسهم التي على الشركة المغيرة اصدارها لصالح شركة B المستهدفة تبلغ 3700 سهم (  $50 \div 185000$  ) سيتم اضافتها الى اسهم الشركة A بعد الاندماج فعند ذاك يبلغ عدد اسهم الشركة 8700 سهم ، تكون حصة الشركة المستهدفة تشكل نسبة 42.5% (  $3700 \div 8700$  ) ، في حين ان قيمة الشركة A بعد الاندماج تساوي 461012 د. (  $211012 + 250000$  ) ، وان تكلفة استخدام الاسهم لاتمام الصفقة بلغت 195930 د. (

461012 × 42.5 % ) . لذا فإن القيمة الصافية للآثر التجميعي لشركة A بعد الاندماج بلغ 15082 د . ( 211012 – 195930 ) وهذا يجعل حصة مساهمي شركة A من المنافع الإضافية للآثر التجميعي أقل في حالة تسديد الصفقة على شكل أسهم .

مما تقدم نرى أن صناعة قرار الاندماج يفرض على الشركة المغيّرة تحليل هذا القرار من حيث التعرف على الآثر التجميعي الذي تحققه الشركة والذي يرفع من قيمة أسهمها ويعزز من نموها ، بالإضافة إلى المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام الشركة المغيّرة في تمويل قرار الاندماج .

## الخاتمة

إن صناعة قرار الاندماج أو السيطرة يتطلب من الشركة المغيّرة إجراء دراسة وتحليل الآثر التجميعي (قيمة المنافع الإضافية) التي يمكن أن تنتج عن هذا القرار قبل المضي في إتمام صفقة قرار الاندماج قبولاً أو رفضاً سواء كان الاندماج أفقياً أو عمودياً أو مختلطاً (متنوع) . ذلك لأن قرار الاندماج يمكن الوحدة الاقتصادية أو الشركة من تكوين مجموعة اقتصادية جديدة قادرة على الاستمرارية والمنافسة مستفيدة من مزايا الاندماج ، كالاستفادة من وفورات الحجم والمزايا الضريبية وتحسين الأداء من خلال زيادة رقعة الأسواق المتاحة وخفض التكاليف ومزايا دمج الموارد المكملّة لبعضها ، وبالتالي يوفر قرار الاندماج حلاً ضرورياً للشركة للابتعاد عن مرحلة التدهور في حياتها وإعادة التوسع والنمو في نشاطها .

لذا يوصي الباحث صانعي قرار الاندماج في الشركة المغيّرة اتباع الخطوات والإجراءات الآتية لصناعة قرار رشيد يؤدي إلى نمو الوحدة الاقتصادية :

1. دراسة وتحليل القيمة السوقية للشركة المغيّرة و الشركة المستهدفة .
2. دراسة المزايا التي يمكن تحقيقها من عملية الاندماج .
3. تحليل الآثر التجميعي من خلال معرفة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتحققة من عملية الاندماج والسيطرة .
4. ضرورة تحليل الآثر التجميعي الكلي لتحديد مساهمة كل من الآثر التجميعي التشغيلي والآثر التجميعي المالي .
5. دراسة وتحليل طريقة تسديد صفقة الاندماج بما يحقق المنافع الإضافية الأفضل لمالكي الشركة المغيّرة وبالتالي تعزيز نموها واستمراريتها .



## المصادر

1. د. محمد عبد العزيز عبد الكريم ، الادارة المالية ، مكتبة التجارة والتعاون ، 1987 ، ص.310
2. سمير منير الشماع ود.سالم محمد عبود، المحاسبة المالية المتقدمة ، دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية ،بغداد ، 2011 ، ص ص 304 - 321 .
3. د. محمود صبح ، القرارات المالية الاستراتيجية، جامعة عين شمس ، مصر، 1996، ص.38
4. سمير منير الشماع ، مصدر سابق ، ص ص 304 - 306 .
5. د. عبد الكريم جابر شنجار ، اتجاهات القطاع المصرفي العربي نحو الاندماج ، الموقع : [www.Philadelephia.edu.jo](http://www.Philadelephia.edu.jo) .
6. James R. Hitchner , Financial Valuation , John Wiley , Inc. , NJ ,2003 , p. 851 .
7. سمير منير الشماع ، مصدر سابق ، ص 307 .
8. د. طارق عبد العال حماد ، اندماج و خصخصة البنوك ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 1999 ، ص 10 .
9. James R. Hitchner , p. 851 .
10. د. محمود صبح ، مصدر سابق ، ص 40 .
11. Stephen A. Ross And Others , Corporate Finance , 7ed ,McGraw- Hill , Int. , ed. ,Irwin , 2005 , p. 802 .
12. James . R. Hitchner , p. 845
13. د. محمود صبح ، مصدر سابق ، ص 43 .
14. المصدر السابق ، ص 44 .
15. Stephen A. Ross and Others , p . 802
16. د. محمود صبح ، ص ص 47-50