

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحي -جيجل-



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير  
العنوان:

أثر الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي للشركات  
دراسة حالة - شركتي Vivendi SA & Lafarge-

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

لزعر سامي

إعداد الطلبة:

- لعورعوادي سميرة

- مشاطي إلهام

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: قيرة عمر
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: لزعر سامي
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: عيمر عبد الحفيظ

السنة الجامعية: 2017 - 2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كَلَّمَكَ ١٤١٧

# شكر وتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى الذي منحنا العلم والمعرفة والقدرة على إتمام هذا العمل المتواضع.

ويسرنا أن نتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى أستاذنا الفاضل

"عيمر عبد الحفيظ "

الذي لم يتوانى في مساعدتنا لإثراء هذا العمل، والذي لم يبخل علينا بالنصح والتوجيه والإرشاد، وكذا حرصه الدائم على إتمام هذا العمل.

كما نتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذ

" لزعر سامي "

على قبوله الإشراف على هذا العمل وعلى نصائحه وتوجيهاته القيمة.

ولا يفوتنا أن نتقدم بعظيم الشكر والامتنان إلى الأساتذة الكرام

في كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والإداريين والعاملين

فيها على حسن وطيبة المعاملة وبالأخص

" الأستاذ نسيم حمودة " و " الأستاذ فيصل بوميهمز "

كما نشكر الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الموقرة

وكل من أسهم في انجاز هذا العمل

سواء بالتشجيع أو المساندة

سميرة - إلهام

# فهرس المحتويات

شكر وتقدير

إهداء

IV.....	فهرس المحتويات.....
VI.....	قائمة الجداول.....
VIII.....	قائمة الأشكال.....
IX.....	قائمة الملاحق.....
أ - ز.....	مقدمة.....

43 - 08

### الفصل الأول: الإطار العام لعمليات الاندماج والاستحواذ

09 .....	تمهيد.....
10.....	1- ماهية عمليات الاندماج والاستحواذ.....
10.....	1-1- التطور التاريخي لعمليات الاندماج والاستحواذ.....
11.....	1-2- مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ وتصنيفاتها.....
17.....	1-3- دوافع عمليات الاندماج والاستحواذ.....
21.....	1-4- النظريات المفسرة لعمليات الاندماج والاستحواذ.....
25.....	2- الجانب المالي لعمليات الاندماج والاستحواذ.....
26.....	2-1- عمليات الاستحواذ.....
38.....	2-2- عمليات الاندماج.....
40.....	2-3- العوامل المؤثرة في اختيار نمط تمويل عمليات الاندماج والاستحواذ.....
43.....	خلاصة.....

70 - 44

### الفصل الثاني: الأداء المالي للشركات

45.....	تمهيد.....
46.....	1- ماهية الأداء المالي.....
46.....	1-1- مفهوم ومجالات الأداء.....
49.....	1-2- مفهوم الأداء المالي أهميته وأهدافه.....

51.....	3-1- معاير الأء المالى.....
52.....	4-1- مقومات الأء المالى الءىء.....
53.....	2- ءقءم الأء المالى ومؤشرات قءاسه.....
53.....	2-1- مفهوم وخطوات ءقءم الأء المالى.....
55.....	2-2- أهمة وأءاف ءقءم الأء المالى.....
57.....	2-3- مؤشرات ءقءم الأء المالى.....
70.....	ءلاصة.....

**الفصل الءالء: أءر الانءماء والاسءءواء على الأء المالى لشركءى Lafarge و Vivendi SA 71 - 97**

72.....	ءمهء.....
73.....	1- أءر الانءماء على الأء المالى لشركة Lafarge.....
73.....	1-1- ءءءم عام لشركة Lafarge.....
74.....	1-2- ءقءم الأء المالى لشركة Lafarge قبل وبعء الانءماء.....
85.....	2- أءر الاسءءواء على الأء المالى لشركة Vivendi SA.....
85.....	2-1- ءءءم عام لشركة Vivendi SA.....
86.....	2-2- ءقءم الأء المالى لشركة Vivendi SA قبل وبعء الاسءءواء.....
97.....	ءلاصة.....
100-98.....	ءائمة.....
101.....	قائمة المراءع.....

الملاحق

ملءص

# قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
11	توزيع عمليات الاندماج والاستحواذ وفقا لمعيار طبيعة النشاط خلال الفترة 1966-1990	(01)
16	أنواع عمليات الاندماج والاستحواذ حسب طبيعة نشاط الشركات	(02)
69	الفرق بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة	(03)
75	البيانات المالية لشركة Lafarge	(04)
75	النسب المالية لشركة Lafarge	(05)
76	نسبة التداول قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(06)
77	نسبة السيولة المختصرة قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(07)
77	نسبة السيولة الجاهزة قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(08)
78	نسبة صافي رأس المال العامل قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(09)
78	نسبة العائد على الأصول قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(10)
79	نسبة العائد على حقوق الملكية قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(11)
79	نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(12)
80	نسبة صافي الربح إلى صافي المبيعات قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(13)
80	نسبة العائد على السهم قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(14)
81	نسبة الأرباح الموزعة قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016	(15)
82	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب السيولة قبل وبعد الاندماج	(16)
82	اختبار t- test for independent sample لنسب السيولة ( شركة Lafarge )	(17)
83	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب الربحية قبل وبعد الاندماج	(18)
83	اختبار t- test for independent sample لنسب الربحية ( شركة Lafarge )	(19)
84	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب السوق قبل وبعد الاندماج	(20)
84	اختبار t- test for independent sample لنسب السوق ( شركة Lafarge )	(21)



86	البيانات المالية لشركة Vivendi SA	(22)
87	النسب المالية لشركة Vivendi SA	(23)
88	نسبة التداول قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(24)
88	نسبة السيولة المختصرة قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2013-2017	(25)
89	نسبة السيولة الجاهزة قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(26)
89	نسبة صافي رأس المال العامل قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(27)
90	نسبة العائد على الأصول قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(28)
90	نسبة العائد على حقوق الملكية قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(29)
91	نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(30)
91	نسبة صافي الربح إلى صافي المبيعات قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(31)
92	نسبة العائد على السهم قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(32)
92	نسبة الأرباح الموزعة قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013-2017	(33)
93	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب السيولة قبل وبعد الاستحواذ	(34)
94	اختبار t-test for independent sample -لنسب السيولة (شركة Vivendi SA)	(35)
94	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب الربحية قبل وبعد الاستحواذ	(36)
95	اختبار t-test for independent sample -لنسب الربحية (شركة Vivendi SA)	(37)
95	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب السوق قبل وبعد الاستحواذ	(38)
96	اختبار t-test for independent sample -لنسب السوق (شركة Vivendi SA)	(39)

# قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
15	عمليات الاندماج والاستحواذ العمودية	(01)
25	عمليات الاندماج والاستحواذ	(02)
27	الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم	(03)
32	الاستحواذ عن طريق تبادل الأسهم	(04)
39	عملية الاندماج عن طريق الامتصاص	(05)
40	عملية الاندماج عن طريق المزج	(06)
48	العلاقة بين الكفاءة والفعالية	(07)

# قائمة الملاحق

العنوان	الملحق
ميزانيات شركة Lafarge للسنوات 2012-2016	(01)
ميزانيات شركة Vivendi SA للسنوات 2013-2017	(02)
الجدول الإحصائية لنتائج اختبار الفرضية الأولى	(03)
الجدول الإحصائية لنتائج اختبار الفرضية الثانية	(04)

مقدمة

في ظل التحديات الجديدة التي يفرضها المحيط الاقتصادي المعاصر، سواء فيما يخص تحرير التجارة الخارجية وانفتاح الأسواق واتساع نطاق الاستثمار، أو فيما يتعلق بتسارع وتيرة العولمة ومتطلباتها، وجدت غالبية الشركات نفسها عاجزة عن تحقيق النمو والتوسع الكافي لمواكبة تطورات العصر، ومواجهة المحيط الذي تتواجد فيه، فاتجهت نحو عمليات التكتل والانضمام فيما بينها بمختلف الأشكال والصيغ. وهذا ما أصبح يعرف بعمليات الاندماج والاستحواذ. والغرض من ذلك تجميع طاقاتها وتقوية مركزها في عالم لا يقر بثبات، ولا يعترف بسكون، حيث يتميز باقتصاديات الحجم وتسارع في النمو. إذ لا مكان فيه لأي خطأ، وهذا ما جعلها في وضع يتطلب منها التحرك بانضباط صارم وفق خطط وبرامج ذات توقيتات معيارية وقياسية تسمح لها بتعظيم ثروة الشركة في الأجل الطويل.

باعتبار أن عمليات الاندماج والاستحواذ من أبرز الخيارات الإستراتيجية التي تمكن الشركات من خلق كيانات اقتصادية كبرى تستطيع من خلالها مواجهة احتدام المنافسة وضمان استمراريتها، فقد أدى الأمر إلى تعاضدها إلى درجة وصفها بأنها ظاهرة العصر. كما أنها باتت مطلبا ملحا من جانب كثير من المنظمين والمتعاملين في أسواق المال، حيث شهد العالم صفقات ضخمة لعمليات الاندماج بين الشركات بأشكال مختلفة وبدوافع وأهداف متعددة مما أحدث دوامات من الفكر المتسائل عن حقيقة هذه الظاهرة، وأهدافها، وأسبابها، وواقعها، وآثارها الإيجابية والسلبية على نمو الشركات وتطورها. وقد أسفر هذا عن نتائج متباينة بين مؤيد ومعارض ومتفائل ومتشائم.

كإحدى آليات النمو الخارجي، عادة ما تلجأ الشركات إلى عمليات الاندماج والاستحواذ لتحسين أدائها وتحقيق الأهداف المالية التي لا تستطيع أن تحققها بمفردها أو للتغلب على مشاكل قائمة حاليا أو متوقعة في المستقبل. وهذا ما يساعد على تعزيز موقفها المالي. إلا أن قرار الاندماج والاستحواذ يعتبر من القرارات المصيرية التي تنطوي على مخاطر كبيرة. لذلك تزايد الاهتمام بكيفيات وأساليب ترشيد القرارات المرتبطة بهذه العمليات.

## 1- إشكالية الدراسة

إن نجاح أو فشل عمليات الاندماج والاستحواذ في تحقيق أهدافها له انعكاسات على الأداء المالي للشركات. نتيجة لذلك تحتاج منظمات الأعمال إلى تقييم أوضاعها قبل وبعد عمليات الاندماج والاستحواذ لتلافي الآثار السلبية وتعزيز الجوانب الإيجابية. وعلى ضوء ما سبق، ارتأينا طرح الإشكالية التالية:

### كيف تؤثر قرارات الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي للشركات؟

لتوضيح مختلف جوانب هذه الإشكالية نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هو مضمون عمليات الاندماج والاستحواذ؟  
 - ما هي الأسباب التي تؤدي بالشركات إلى اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ؟ وما هي خلفياتها النظرية؟

- ما هو أثر الاندماج على الأداء المالي لشركة Lafarge؟  
 - ما هو أثر الاستحواذ على الأداء المالي لشركة Vivendi SA؟

## 2- فرضيات الدراسة

للإجابة على هذه التساؤلات وفحص حثثيات الموضوع تطلب الأمر دراسة الفرضيات التالية:

### 2-1- الفرضية الرئيسية الأولى

$H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

$H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

### 2-1-1- الفرضية الفرعية الأولى

$H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

$H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

### 2-1-2- الفرضية الفرعية الثانية

$H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

$H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

### 2-1-3- الفرضية الفرعية الثالثة

$H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.



$H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

### 2-2- الفرضية الرئيسية الثانية

$H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

$H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

### 2-2-1- الفرضية الفرعية الأولى

$H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

$H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

### 2-2-2- الفرضية الفرعية الثانية

$H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

$H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

### 2-2-3- الفرضية الفرعية الثالثة

$H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

$H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

### 3- أهمية الدراسة

تتلخص أهمية هذه الدراسة فيما يلي:

- تزايد عدد حالات الاندماج والاستحواذ بين الشركات بشكل كبير في العالم. مما يتطلب الاهتمام بهذا الموضوع والجوانب المتعلقة به.

- عمليات الاندماج والاستحواذ يمكن أن تستفيد منها الشركات الوطنية العمومية أو الخاصة.
- عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات تؤدي إلى توحيد الإدارات وخط التفكير وانسجامة، وبالتالي توفير الجهود وتوحيدها.
- تسمح عمليات الاندماج والاستحواذ بالحد من المنافسة وفتح أسواق جديدة، ومن ثم جودة الإنتاج وخفض النفقات.
- معرفة أثر عمليات الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي يمكن الشركات من التعامل والاستفادة منها بصورة أفضل ، واستغلالها بأفضل الطرق لتحقيق الغاية التي وجدت من أجلها.
- يعتبر موضوع الاندماج والاستحواذ من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية.

#### 4- أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- عرض ماهية عمليات الاندماج والاستحواذ ومختلف أشكالها القانونية والمالية.
- بيان أغراض ودوافع عمليات الاندماج والاستحواذ.
- إبراز أثر عمليات الاندماج والاستحواذ على تحسين الأداء المالي للشركات.

#### 5- دوافع اختيار الموضوع

- اختيار هذا الموضوع كانت وراءه أسباب موضوعية وأخرى شخصية دفعتنا لدراسته نذكر منها:
- الاهتمامات الشخصية لتحليل القضايا المعاصرة خاصة المواضيع المتعلقة بالإستراتيجية والمنافسة.
  - الرغبة في اختيار موضوع جديد ولم يتعرض لدراسات كثيرة من قبل.
  - الرغبة في تزويد مكتبة الكلية بمرجع عن عمليات الاندماج والاستحواذ باللغة العربية، نظرا إلى قلتها ونقصها في المكتبات الجامعية باللغتين العربية والأجنبية.

#### 6- حدود الدراسة

- 6-1- الحدود المكانية: اقتصرت الدراسة على شركة Lafarge وشركة Vivendi SA الفرنسيين.
- 6-2- الحدود الزمنية: شملت الدراسة الفترة 2012-2016 بالنسبة لشركة Lafarge، والفترة 2013-2017 بالنسبة لشركة Vivendi SA. اقتصرت الدراسة على فترة سنتين قبل عملية الاندماج والاستحواذ وثلاث سنوات بعدها.

**6-3 الحدود الموضوعية:** تبحث هذه الدراسة في أثر عمليات الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي للشركات، حيث لم يتم استخدام جميع مؤشرات قياس الأداء المالي، إذ تم اختيار بعض النسب شائعة الاستخدام والمتمثلة في نسب السيولة، ونسب الربحية، ونسب السوق.

#### 7- الدراسات السابقة

نشير أنه في حدود إطلاعنا على البحوث السابقة التي تناولت موضوع الدراسة من رسائل وأطروحات، استطعنا الحصول على بعض منها خلال المدة الزمنية لإنجاز الدراسة والتي لا تقل أهمية.

**7-1- دراسة بوسقمة ريمة: مذكرة ماستر بعنوان الهندسة المالية وأساليب تطبيقها في المؤسسات (الجزائر-2015)**

تناولت الباحثة في هذه الدراسة موضوع الاندماج كأسلوب من أساليب الهندسة المالية، وأكثرها انتشاراً، حيث قامت بدراسته دراسة نظرية من مفهوم ودوافع وكذا مراحلها، ومن ثم أجرت دراسة تطبيقية واختارت مؤسسة تسيير المنطقة الصناعية بسكيكدة وامتصاصها من قبل شركة سوناطراك كعينة للدراسة. وتوصلت الباحثة في هذه الدراسة إلى وجود تحسن على مستوى مرودية العمال وزيادة إنتاجيتهم، بالإضافة إلى ارتفاع نسق العمل بين الوحدات التابعة مع بعضها البعض. مما يشكل مؤشرات أولية عن نجاح عملية الامتصاص. غير أن الباحثة ترى أن الحكم النهائي لنجاح أو فشل عملية الامتصاص يتطلب دراسة مالية ومحاسبية معمقة لشركة سوناطراك ومقارنة بين ما تم التوصل إليه والأهداف المسطرة. وكذا المقارنة بين النتائج المعيارية المتوقعة لعمليات اندماج المؤسسات.

**7-2- دراسة محمود محمد المصري: رسالة ماجستير بعنوان تقييم عمليات الاندماج والاستحواذ من قبل البنوك الأجنبية في القطاع المصرفي المصري (مصر-2013)**

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة تقييم عمليات الاندماج والاستحواذ التي تمت في القطاع المصرفي من قبل البنوك الأجنبية. مستخدماً في ذلك أسلوب التحليل المقارن بالاعتماد على عرض وتحليل ميزانيات ثلاث بنوك في القطاع المصرفي المصري تم الاستحواذ عليها من قبل بنوك أجنبية، وتمثلت عينة الدراسة وتمثلت عينة الدراسة في بنك بيريوس، وبنك الإسكندرية، والبنك الوطني المصري. وقد توصل الباحث إلى استنتاج أن عمليات الاندماج والاستحواذ التي تم تحليله لم تكن متشابهة في نتائجها النهائية، فقد نجح بعضها في تحقيق الأهداف المرجوة منها والبعض الآخر فشل في ذلك. وبالتالي حسب الباحث لا يمكن تعميم النتائج وبالتالي حسب الباحث لا يمكن تعميم النتائج على جميع العمليات التي تمت في القطاع المصرفي المصري بل لابد من دراسة كل حالة على حدة ومعرفة أسباب نجاحها أو فشلها.

### 7-3- دراسة محمد الدباس: مقال بعنوان أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها (الأردن - 2012)

قام الباحث بدراسة تأثير اندماج الشركات المساهمة العامة في قطاع الصناعة على أدائها المالي وأرباحها، وقد اختار كعينة للدراسة اندماج مجمع الضليل الصناعي مع مجمع الشرق الأوسط للصناعة والتجارة، والتي تمت عام 2007. حيث قام بدراسة تأثير هذه العملية على أداء الشركة المتوازن بواسطة نموذج (TOBINS-q) من ناحية، وعلى أرباحها من خلال مؤشرات الربحية والسيولة بواسطة نسب مالية عديدة. وذلك من خلال إجراء تحليل مقارن قبل سنتين وبعد سنة من الاندماج، وقد تم اختبار نتائج التحليل باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (spss) وقد توصل البحث إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عملية اندماج الشركات وأرباحها وكذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عملية اندماج الشركات وأدائها. وقد أوصت الدراسة بأن يسبق عملية الاندماج حلول مالية أخرى كإعادة الهيكلة المالية، والعمل على البحث في العوامل المسببة للتعثر المالي الذي استدعى عملية الاندماج.

### 8- منهجية الدراسة

#### 8-1- أسلوب الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي، حيث سيتم دراسة ظاهرتي الاندماج والاستحواذ والتعرف على ماهيتهما، واستعراض مختلف النظريات المفسرة لهما ولدوافعهما، وكذلك بعض المؤشرات المستخدمة لتقييم الأداء المالي. كما تم استخدام الأسلوب التحليلي المقارن لقياس الأداء المالي لكل شركة قبل وبعد عمليات الاندماج والاستحواذ ومقارنة النتائج مع بعضها البعض وتحليلها، بالاعتماد على ميزانيات الشركات محل الدراسة.

#### 8-2- مصادر الدراسة

اعتمدنا في دراستنا على عدد من المصادر تتمثل في:

8-2-1- مصادر رئيسية: القوائم المالية للشركات محل الدراسة لسنوات قبل وبعد الاندماج والاستحواذ.

8-2-2- مصادر ثانوية: الكتب والمراجع التي تناولت موضوع الاندماج والاستحواذ، وموضوع التحليل المالي وأساليبه الحديثة. كما تضمنت هذه المصادر الدراسات السابقة التي بحثت في موضوع الاندماج والاستحواذ.

### 9- هيكل الدراسة

للإلمام بمختلف الجوانب الرئيسية للموضوع تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول: فصلين نظريين وفصل تطبيقي. يتناول الفصل الأول ماهية عمليات الاندماج والاستحواذ من مفهوم، وتصنيفات، ودوافع، ثما في

ذلك التركيبات المالية لهذه العمليات. ويدرس الفصل الثاني ماهية الأداء المالي ومؤشرات قياسه. أما الفصل الثالث فخصص للدراسة الميدانية، حيث تضمن دراسة تحليلية لشركة Lafarge الفرنسية واندماجها مع شركة Holcim السويسرية. وتحليل استحواذ شركة Vivendi SA الفرنسية على شركة Dailymotion الفرنسية.

## 10- صعوبات الدراسة

- ضيق المدة الزمنية الممنوحة لإنجاز الدراسة.
- نقص المراجع التي توفرت لدينا والتي تناولت هذا الموضوع.
- اختلاف زوايا النظر لدى الباحثين بخصوص هذا الموضوع.
- عدم توفر نماذج للدراسة في الجزائر.

# الفصل الأول: الإطار النظري لعمليات الاندماج والاستحواذ

تمهيد

- 1- ماهية عمليات الاندماج والاستحواذ
- 2- الجانب المالي لعمليات الاندماج والاستحواذ

خلاصة

**تمهيد**

يعتبر هدف تحقيق النمو من الأهداف الأساسية التي تخطط الشركات لتحقيقها، فقد تسعى الشركة إلى تحقيق نمو داخلي عن طريق توسيع الطاقة الإنتاجية، أو تحسين نوعية السلع التي تنتجها، أو استخدام طرق جديدة في الإنتاج. كما يمكن للشركة أن تسعى إلى تحقيق نمو خارجي عن طريق الدمج أو الاقتناء، الذي يعتبر من البدائل المتاحة للشركات في حالة تراجع أدائها أو تعثرها، أو إعادة تنظيم الشركة بهدف تحسين أدائها. وعلى هذا الأساس، سوف نتطرق في هذا الفصل إلى ماهية ودوافع عمليات الاندماج والاستحواذ، والنظريات المفسرة لها، وكذا مختلف جوانبها المالية.

## 1- ماهية عمليات الاندماج والاستحواذ

يعتبر قرار عمليات الاندماج والاستحواذ من القرارات الإستراتيجية التي تمكن الشركات من خلق كيانات اقتصادية كبيرة تستطيع من خلالها مواجهة المنافسة، واختراق أسواق جديدة، وتحقيق الأرباح لإغراء المستثمرين.

### 1-1- التطور التاريخي لعمليات الاندماج والاستحواذ

يشهد التاريخ الاقتصادي أن عمليات التقارب بين الشركات تعود إلى عشرات السنين وتحدثت في شكل موجات دورية اختلفت من حيث أهدافها، وأساليبها، ونتائجها. وقد سجلت بعض الفترات الزمنية توسعاً كبيراً في رقم أعمال هذه العمليات، وما لبث أن تلتها فترات هدوء. في هذا السياق، يمكن التمييز بين العديد من موجات عمليات الاندماج و الاستحواذ كما يلي:

**1-1-1- موجة الستينيات:** سادت هذه الموجة من عمليات الاندماج بين الشركات بعد نهاية الحرب العالمية الثانية.<sup>1</sup> وهدفت عمليات الاندماج في هذه الفترة إلى تشكيل مجتمعات اقتصادية Les Conglomerats وذلك من خلال اندماج شركات تنتمي إلى قطاعات مختلفة، واستندت هذه العمليات أذاك إلى فلسفة مفادها أن تنويع النشاط مفيد للشركات من الناحية المالية.

**1-1-2- موجة الثمانينيات:** تميزت باتجاه معاكس تماماً لما كان عليه الحال في الستينيات، حيث حدثت العديد من عمليات السيطرة (الشراء) العدوانية، التي هدفت إلى تجزئة الشركات المستهدفة وإعادة بيعها في شكل أجزاء. قد تم ذلك بناء على الفلسفة القائلة بأن مجموع قيم أجزاء الشركة أعلى من قيمتها مجتمعة، وهي الفلسفة التي بنيت على أساس معطى انخفاض القيمة السوقية للشركات القابضة والمجتمعات الاقتصادية الكبيرة.

**1-1-3- موجة التسعينيات:** تميزت بعمليات ذات بعد إستراتيجي وشامل وفي الغالب كانت هذه العمليات ذات طابع ودي شاركت فيه شركات تنشط في قطاعات متقاربة أو متماثلة. ونتج عن هذه الموجة ظهور الشركات متعددة الجنسيات التي أصبحت بعد ذلك حاضرة في أغلب الأسواق العالمية. في أوروبا، سمحت هذه الموجة بتشكيل شركات وطنية أو أوروبية رائدة في قطاعات حساسة مثل الدفاع، والطاقة، والاتصالات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> خليل محمد حسن الشماع، خضير كاظم حمود، نظرية المنظمة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 392.

<sup>2</sup> عمر قيرة ، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تجميع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2017، ص73.



والجدول التالي يوضح توزيع الأنواع المختلفة لعمليات الاندماج والاستحواذ في فرنسا خلال الموجات الثلاث. جدول رقم(01): توزيع عمليات الاندماج والاستحواذ وفقا لطبيعة النشاط في فرنسا خلال الفترة من (1966-1990).

البيان	1972-1966	1985-1973	1990-1986
الاندماج والاستحواذ الأفقي	49%	44%	69%
الاندماج والاستحواذ العمودي	24%	25%	10%
الاندماج والاستحواذ التكتلي	27%	31%	12%
أخرى	-	-	9%

Source: Oliver Meier, Guillaume Schier, Fusions Acquisitions- Stratégie Finance Management, Dunod, Paris,2003, P42.

## 1-2- مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ وتصنيفاتها

تمثل عمليات الاندماج والاستحواذ خيارا له الأولوية بالنسبة للشركات حتى تنمو وتزداد حجما، إذ حصلت على أهميتها في عالم الشراكة اليوم نظرا للمنافسة الشديدة في بيئة الأعمال.

### 1-2-1- مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ

في الواقع توجد عدة اختلافات فقهية، وقضائية، وعملية حول ضبط مفهوم الاندماج والاستحواذ. حتى أن العديد من الكتاب والدارسين لهذا الموضوع، يستعملون مصطلحي الاندماج والاستحواذ بشيء من التداخل والغموض.

#### 1-1-2-1- مفهوم الاندماج (Merger)

لصياغة مفهوم دقيق وسليم للاندماج لابد من التطرق لمعناه اللغوي والاصطلاحي، والقانوني والاقتصادي، حيث:

يقصد بالاندماج في اللغة " دمج الشيء في الشيء، أي دخل واستحكم فيه ".<sup>1</sup> أما اصطلاحا فيعرف على أنه: " انضمام شركة أو عدة شركات لبعضها البعض انضماما تفقد فيه كل واحدة منها استقلالها وتحل محلها شركة واحدة ".<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمود أحمد التونسي، الاندماج المصرفي، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص 21.

<sup>2</sup> A . Sh. Khatib, A Dictionary of Management termes , Librairie du Liban, P-P 3-4.

من الناحية القانونية توجد عدة تعاريف للاندماج. فهو عبارة عن " فناء شركة أو أكثر في شركة قائمة، أو فناء شركتين أو أكثر وقيام شركة جديدة تنتقل إليها الذمم المالية للشركات التي فنيت ".<sup>1</sup> كما يمكن تعريفه بأنه " اتحاد شريكتين معا، بحيث تحتفظ الشركة المقتنية باسمها وشخصيتها الاعتيادية، في حين تتوقف الشركة المقتناة عن ممارسة نشاطها كشخصية مستقلة كما يتم دمج أصول وخصوم الشركة المقتناة مع أصول وخصوم الشركة المقتنية. ويتم التصويت على الاندماج بتصويت ثلثي المساهمين بالموافقة ".<sup>2</sup>

أما من الناحية الاقتصادية، فيعرف الاندماج على أنه " إتحاد منشأتين أو أكثر في إيجاد مصلحة مشتركة تربط بين هذه المنشآت وذلك لغرض خلق وحدة اقتصادية أكبر تتمتع بمزايا العمل في نطاق أكثر انتشارا ".<sup>3</sup> كما يعرف كذلك بأنه " ارتباط شركتين متساويتين في الحجم تقريبا، حيث تجتمع مصادرها في نشاط واحد. وفي تلك الحالة، يمتلك حاملو الأسهم أو مالكو الشركات قبل إتمام عملية الدمج نصيبا في ملكية الأنشطة المدمجة، في حين أن الإدارة العليا في كلتا الشركتين تواصل عملها الإداري في كل منهما بعد إتمام عملية الدمج ".<sup>4</sup>

من هنا يمكن تعريف الاندماج بأنه اتحاد للمصالح بين شركتين قائمتين أو أكثر يتم بموجبه ضم شركة أو أكثر إلى شركة أخرى، حيث تنتضي الشخصية المعنوية للشركة المندمجة. وتنتقل جميع حقوقها والتزاماتها للشركة الدامجة التي تظل قائمة. كما تندمج شركتان أو أكثر فتنتضي الشخصية المعنوية لجميع الشركات الداخلة في الاندماج، وتنتقل جميع حقوقها والتزاماتها إلى شركة جديدة تؤسس بأموال الشركات المنقضية مع استمرار المشروع الاقتصادي للشركة أو الشركات التي انقضت.

### 1-2-1-2- مفهوم الاستحواذ (Acquisition)

يقصد بالاستحواذ في اللغة الاستيلاء على شيء ما.<sup>5</sup> بهذا المعنى، فإن الاستحواذ على الشيء يعني " الحصول عليه عن طريق الشراء أو المبادلة ".<sup>6</sup> وقدمت العديد من التعاريف لعملية الاستحواذ. فقد عرف على أنه " استيلاء شركة على شركة أخرى بحيث تلتزم الشركة المستحوذ عليها بقواعد وضوابط الشركة

<sup>1</sup> عبد العزيز بن سعد الدغثير، أسس النظر في التركات في ضوء نظام المنافسة، (الاندماجات- الاستحواذات- التجمعات لغرض السيطرة)، كتاب إلكتروني على شبكة الألوكة، تاريخ الإضافة 2017/12/03، على الموقع [www.alukah.net](http://www.alukah.net)، ص 8.

<sup>2</sup> فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 373.

<sup>3</sup> خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 433.

<sup>4</sup> بريان كويل، دمج وشراء الشركات، قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة العربية الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2002، ص 7.

<sup>5</sup> معجم المعاني الجامع، معجم عربي عربي، من الموقع: <https://www.almaany.com>، تم الإطلاع في 2018/05/5، 15:00.

<sup>6</sup> نبيل محمد موسى، أحمد عبد السلام سليم، الإدارة الإستراتيجية، المكتب الجامعي الحديث للنشر، مصر، 2007، ص 197،

المستحوذة على غرار: ( السمكة الكبيرة تأكل السمكة الصغيرة) "1. كما يعرف أيضا بأنه: " شراء شركة لأصول وموجودات شركة أخرى وانتقال ملكيتها إلى الشركة المستحوذة. وتتمثل في ضم شركة أصغر حجما إلى الشركة المستحوذة، أي أن الاستحواذ يتم بين شركتين الأولى كبيرة وقوية والثانية صغيرة وأقل قوة. عن طريق سيطرة الأولى على الثانية من خلال شراء جميع أو جزء من أسهمها غير المسددة، أو عن طريق شراء أصولها. نتيجة لهذه العملية، تختفي الشركة المبيعة وتتوسع الشركة المستحوذة".2

### 1-2-2- التمييز بين عمليات الاندماج والاستحواذ

تجرى عمليات الاندماج والاستحواذ عندما ترتبط شركتين أو أكثر معا في جميع الأنشطة أو في جزء منها.<sup>3</sup> فعلى الرغم من تشابه هاتين العمليتين في إتمام عقود الاندماج أو الاستحواذ من حيث معايير تقييم الأصول، وإعداد الترتيبات الخاصة بتحديد مصير العقود المرتبطة بتلك الشركات، وحصص المساهمين، إلا أنه يمكن التمييز بين معايير عمليات الاندماج والاستحواذ:<sup>4</sup>

- أ- **المقابل الممنوح:** إذا كان المقابل المدفوع لمالكي أسهم الشركة مال وليس حصة اعتبرت العملية استحواذ وليس اندماج. أما إذا كان المقابل حصة فهو اندماج وليس استحواذ.
- ب- **مال الشركة:** إذا لم تنقضي الشركة بعد شراء شركة أخرى لأسهمها تكون العملية استحواذ وليس اندماج، أما إذا انقضت الشركة المباع أسهمها في الشركة المشتريّة أو انقضت الشركتين المبيعة والمشتريّة لتنشأ على اثر انقضائهما شركة جديدة فالعملية اندماج وليس استحواذ.
- ج- **وضعية المساهمين:** في حالة الاندماج يحتفظ المساهمون في الشركتين بأسهمهم في الكيان الجديد أو في الشركة الدامجة، وبالتالي يتحولون إلى مساهمين في الشركة الجديدة. أما في حالة الاستحواذ فغالبا ما تبقى الشركة المستحوذ عليها موجودة وتقوم بعملياتها بالشكل المعتاد، إلا أن ملكية أسهمها تنتقل إلى مساهمي الشركة المستحوذة إما عن طريق الدفع النقدي أو عن طريق سندات دين.<sup>5</sup> في هذه الحالة تتمكن الشركة المستحوذة من السيطرة على الأصول الثابتة للشركة المستحوذ عليها وموجوداتها ومطلوباتها على أن

<sup>1</sup> توفيق السويلم، الاندماجات و الاستحواذات بين مكاتب مراجعة الحسابات وأثرها في تطوير المهنة والإرتقاء بها، من الموقع:

gccaforum.org-PDF، 2018/03/04، 12:00.

<sup>2</sup> عبد الله الفهد العبد الجادر، مفاهيم الاستحواذ والاندماج وأثرها على المساهمين، جريدة النهار الاقتصادي، مقال متاح على الموقع

الإلكتروني: ww.annaharkw.com، تم الإطلاع في 2018/05/5، 15:00.

<sup>3</sup> بريان كويل، مرجع سابق، ص7.

<sup>4</sup> عبد الفتاح محمد الصالح، الاندماج والاستحواذ، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 31، ديسمبر 2014، ص8.

<sup>5</sup> وائل الياسين، اندماج الشركات والآثار القانونية المترتبة عليه، مجلة جامعة البعث، المجلد 38، العدد 60، 2016، ص 24.

يكون الاستحواذ إما كلياً بشراء جميع أصول الشركة المستحوذ عليها أو جزئياً بامتلاك جزء من أسهم تلك الشركة. وغالباً ما تتطلع الشركات عند الشراء الجزئي، إلى أن تكون كمية الأسهم المستحوذ عليها تمكن الشركة المشتريّة من التحكم في قرارات مجلس الإدارة للشركة أو المشاركة الفعالة في إصدارها وتسمى في هذه الحالة أسهما إستراتيجية.<sup>1</sup>

### 1-2-3- تصنيفات عمليات الاندماج والاستحواذ

تصنف عمليات الاندماج والاستحواذ وفق عدة معايير منها:

#### 1-3-2-1- حسب طبيعة نشاط الشركات

##### أ- عمليات الاندماج والاستحواذ الأفقية (Les fusions- acquisitions horizontales)

تتم بين شركات تعمل في نفس مجال النشاط أو في مجالات متقاربة. الهدف منها هو الاستفادة من اقتصاديات الحجم، يعتبر هذا النمط الأكثر شيوعاً، إذ يمثل أكثر من نصف العمليات المحققة في كل من السوق الأمريكي والأوروبي.<sup>2</sup>

تقوم الحكومات عادة بتنظيم عمليات الاندماج والاستحواذ الأفقية نظراً لتأثيرها السلبي على المنافسة. فانخفاض عدد الشركات في مجال معين يؤدي إلى الاحتكار والقدرة على التحكم في الأسعار. لذلك توجد في العديد من الدول تنظيمات حكومية لمكافحة الاحتكار تقدم إليها طلبات الاندماج وتتنظر فيها ويجب أن تبت فيها قبل عملية الاندماج.<sup>3</sup>

##### ب- عمليات الاندماج والاستحواذ العمودية (Les fusions- acquisitions verticales)

تتم بين شركات في مراحل مختلفة من الإنتاج داخل الفرع الواحد. هذا النوع قد يتم من خلال سياسة التحام من الأمام أو التحام من الخلف، وهذا ما يسمح بالسيطرة على سلسلة الإنتاج وذلك انطلاقاً من المواد الأولية إلى غاية الإنتاج النهائي،<sup>4</sup> مثل شركة تنتج المنسوجات في حين تقوم الثانية بإنتاج المادة الخام الأولية

<sup>1</sup> عبد الله الفهد العبد الجادر، مرجع سابق.

<sup>2</sup> ضيف روفية، إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الاندماج، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة-الجزائر، 2005، ص18.

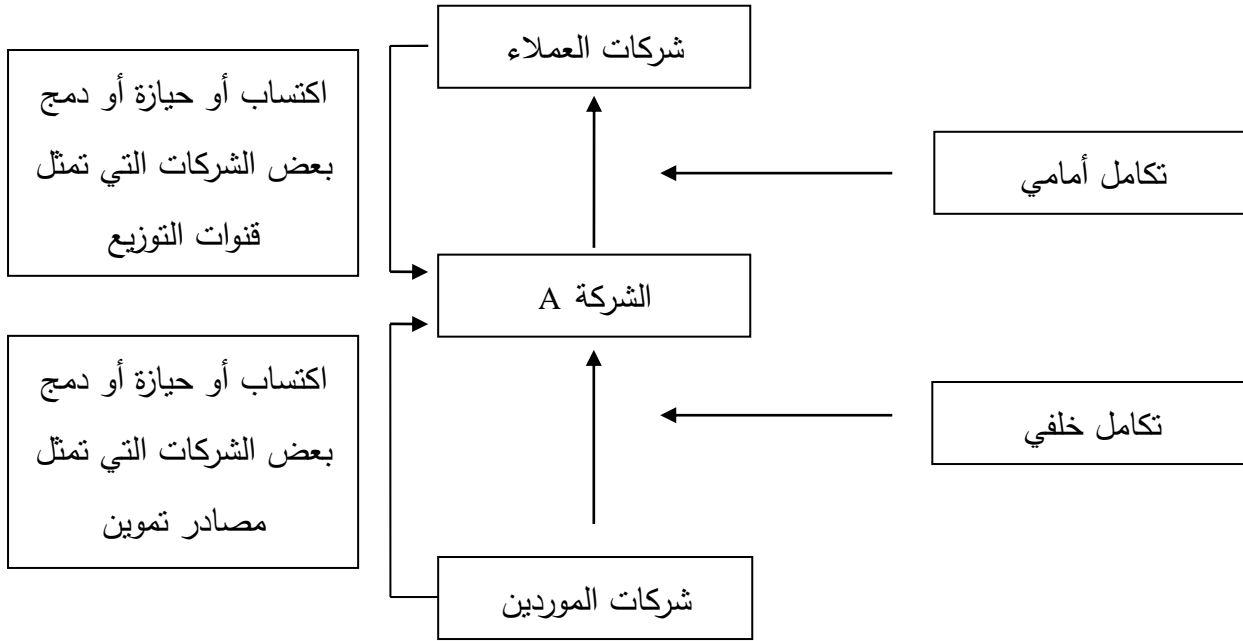
<sup>3</sup> أحمد عبد الوهاب سعيد أبو زينة، الإطار القانوني لاندماج الشركات التجارية، أطروحة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة- مصر، 2012، ص19.

<sup>4</sup> مؤيد سعيد السالم، أساسيات الإدارة الإستراتيجية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 169.

كالفطن. يؤدي هذا الاندماج إلى تكوين شركة تقوم بالعمليات الإنتاجية كلها لغرض تخفيض التكاليف، والاستفادة من التكنولوجيا المتطورة، وتكامل كافة عمليات التشغيل.<sup>1</sup>

ويمكن أن نلخص عمليات الاندماج والاستحواذ العمودية في الشكل التالي:

**شكل رقم (01):** عمليات الاندماج والاستحواذ العمودية.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على

Alexander Roberts, And All, Mergers And Acquisitions, Edinburgh Business School, United Kingdom, 2016, P8.

### ج- عمليات الاندماج والاستحواذ التركزية (Les fusions- acquisitions concentriques)

تتجه إليه الشركات التي تعمل في مجالات متكاملة، سعياً وراء توسيع قاعدة العملاء وتوليفة المنتجات كما تبحث على تحقيق اقتصاديات الحجم، وتسمى في هذه الحالة بالتنوع المركزي.

### د- عمليات الاندماج والاستحواذ التكتلية (Les fusions- acquisitions conglomerales)

تتم بين الشركات التي تنتج منتجات، أو تقدم خدمات مختلفة أو متنوعة، وتعمل في قطاعات غير متقاربة أو متباينة فيما بينها أو تنشط في مناطق مختلفة. المنطق المعتمد في هذا الاتجاه هو أن التنوع يسمح بتقليل المخاطر الاستثمارية مقارنة بالشركات التي تركز جهودها في نشاط أو قطاع معين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري للنشر، الأردن، 2010، ص 236.

<sup>2</sup> Imèn B'chir , **performance à long terme des fusions acquisitions**, mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en administration des affaires, Université du Québec à Montréal, Canada, Novembre 2011, p65.

جدول رقم (02): أنواع عمليات الاندماج والاستحواذ حسب طبيعة نشاط الشركات.

النوع	الخصائص	الهدف
عمليات الاندماج والاستحواذ الأفقية	- اتحاد بين شركتين متنافستين.	- زيادة الأرباح بتقليص تكاليف الإنتاج. - التخصص. - الوصول إلى أسواق جديدة. - زيادة السلطة والتحكم في الأسواق.
عمليات الاندماج والاستحواذ العمودية	- اتحاد بين شركتين تنتميان إلى نفس عملية الإنتاج.	- تحسين الفعالية الإنتاجية. - تقليص التكاليف. - زيادة قدرة التفاوض اتجاه الموردين.
عمليات الاندماج والاستحواذ التركيزية	- اتحاد بين شركتين ذات أنشطة متكاملة.	- تحقيق اقتصاديات الحجم. - زيادة الحصة السوقية. - التنوع.
عمليات الاندماج والاستحواذ التكتلية	- اتحاد بين شركتين ذات قطاعين مختلفين.	- تحقيق التوازن المالي. - الرغبة في التنوع وذلك بإدماج العديد من الأنشطة.

Source: Audrey Aslanoff, La perception de la performance des fusion et acquisition dans le secteur bancaire, doctorat en sciences de gestion, Université nice Sophia Antipolis, France, 2013, p 67.

### 1-2-3-2- حسب جنسية الشركات

#### أ- عمليات الاندماج والاستحواذ الوطنية

تقام بين شركات من نفس الدولة، وتستخدم لغرض خلق وحدات اقتصادية كبيرة تستطيع مواجهة زحف الشركات متعددة الجنسيات والحد من سيطرتها على اقتصاد الدول.<sup>1</sup>

#### ب- عمليات الاندماج والاستحواذ الدولية

تتم بين شركات مختلفة الجنسيات كإدماج شركة وطنية مع أخرى أجنبية أو ذوبانها فيها أو العكس. وقد يكون اندماجا بين شركات أجنبية فيما بينها.<sup>2</sup> تشير إلى أن الاندماج الدولي يتميز بنوع من الصعوبة

<sup>1</sup> خلدون الحمداني، الآثار القانونية لاندماج الشركات على حقوق الدائنين، دار الكتب القانونية، مصر، 2011، ص 113.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 113.

والتعقيد، لعدم وجود قواعد موحدة تحكمه، فضلا عن المشاكل القانونية الناتجة عن اختلاف التشريعات في تنظيم شروط الاندماج وإجراءاته من بلد لآخر.<sup>1</sup>

### 1-2-3-3- حسب درجة التفاهم

#### أ- الاندماج الودي ( Friendly Merger )

يتم عن طريق تطابق الإرادة والتفاهم المشترك بين مجالس إدارات الشركات المندمجة ويهدف لتحقيق مصلحة مشتركة.<sup>2</sup>

#### ب- الاندماج غير الودي أو العدائي ( Hostile Merger )

يحدث هذا النوع من الاندماج ضد رغبة مجلس إدارة الشركة المستهدفة للاندماج. يتم هذا النوع عندما تسيطر شركة قوية وناجحة في السوق للاستيلاء أو السيطرة على شركة ضعيفة أو متعثرة. يحدث لأجل تغيير إدارة الشركة الضعيفة بإدارة قوية تدير الشركة بصورة أفضل. يسمى هذا النوع أيضا بالاستحواذ.<sup>3</sup>

### 1-3-1- دوافع عمليات الاندماج والاستحواذ

توجد أسباب ودوافع متعددة لاندماج الشركات، وهذه الأسباب عادة ما تكون مترابطة فيما بينها. فيما يلي نقدم أهمها:

#### 1-3-1- تحقيق النمو

يعتبر النمو هدف استراتيجي تسعى إليه معظم الشركات. يتحقق النمو داخليا عن طريق عمل استثمارات رأسمالية جديدة، وخارجيا عن طريق الدمج. أحيانا ما يفضل النوع الخارجي لأنه أقل كلفة وأسرع وأسهل.<sup>4</sup> يعود سبب انخفاض كلفة النمو الخارجي إلى ارتفاع معدلات الأسعار خاصة للآلات والمعدات الرأسمالية وكذلك تكاليف البناء والأراضي والموارد البشري في ضوء ارتفاع الأجور ومعدلات التضخم. يتميز الاندماج والاستحواذ في عمليات الإنتاج بالسرعة لأننا نحصل على منتجات نهائية يمكن تحقيقها فورا بعد هذه العملية، ودون الحاجة إلى انتظار تنفيذ العمليات الخاصة بإنشاء المشروع الجديد، إبتداءا من عمليات البناء

<sup>1</sup> مهند إبراهيم الجبوري، اندماج الشركات، رسالة ماجستير ، سلسلة رسائل جامعية متميزة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2003، ص 23.

<sup>2</sup> نجلاء فتح الرحمان أحمد القاضي، الاندماج المصرفي والاستحواذ في البلدان العربية، مجلة العلوم الإدارية، العدد الأول، جوان 2017، ص 202.

<sup>3</sup> معتصم محمد الدباس، أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد العشري، العدد الثاني، جوان 2012، ص 524.

<sup>4</sup> خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق، ص 436.

والتجهيز والتركيب وإنهاءا بعملية التشغيل التجريبي الذي يأخذ فترة طويلة قبل تحقيق الإنتاج النهائي والبيع.<sup>1</sup>

### 1-3-2- الاستفادة من اقتصاديات الحجم ومواجهة مظاهر العولمة (تخفيض تكلفة الإنتاج ومضاعفة الأرباح)

من الممكن أن تؤدي عمليات الاندماج-استحواذ إلى تخفيض النفقات الإدارية من حيث تخفيض عدد المدراء الرئيسيين، دمج بعض الدوائر الإدارية وتخفيض عدد العاملين فيها، مما ينتج عنه وفورات في عمليات الإنتاج وهو ما يعرف باقتصاديات الحجم الكبير economies of larg scale أو وفورات في عمليات التشغيل تسمى اقتصاديات التشغيل operating economies.

يستفاد من اقتصاديات التشغيل والحجم الكبير في عمليات الدمج الأفقي والدمج العمودي. كون أن الدمج الأفقي يحدث بين شركتين تعملان في نفس الصناعة مما يؤدي إلى تقليص الطاقات غير المستغلة واستغلال الطاقات المتاحة في الإنتاج والصيانة والتوزيع والتخزين، وحتى في التمويل. ويحدث الدمج العمودي عندما يؤدي دمج شركتين إلى تكامل إلى الأمام Forward Intégration أي باتجاه المستهلك النهائي، أو إلى تكامل إلى الخلف باتجاه المادة الأولية Backward Intégration وهو العامل الرئيسي وراء عمليات الاندماج بين شركات البترول. كثيرا ما تقوم شركة لديها قدرات كبيرة في الإنتاج والتكرير والتوزيع و احتياطي محدود من البترول الخام باقتناء شركات تملك آبار ذات احتياطي كبير من البترول الخام.<sup>2</sup> وتسعى بعض الشركات إلى الاندماج لمواجهة التغييرات الاقتصادية الناجمة عن مظاهر العولمة. وتتمثل هذه في الانفتاح الاقتصادي، والاتفاقيات الثنائية والجماعية، والتكتلات الدولية والإقليمية ومنظمة التجارة العالمية، وارتفاع وتيرة الإبداع والابتكار، وتطور تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات، والتبادل التجاري عبر شبكة الانترنت المتمثل في التجارة الالكترونية.<sup>3</sup>

### 1-3-3- إتاحة فرصة لتحسين الأداء

قد يكون الدافع وراء محاولة امتلاك شركة أخرى هو اعتقاد إدارة الشركة الراغبة في الشراء في أن أداء الشركة المستهدفة أقل مما ينبغي وأن هذا الأخير سوف يتحسن بالاندماج، الأمر الذي يترك أثره الايجابي على ملاك الشركة المشترية. لكن ينبغي الإشارة إلى أنه بمجرد وصول معلومات إلى السوق تشير إلى وجود

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 237 .

<sup>2</sup> خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق ، ص 438.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق ، ص 438.



شركة راغبة في الاستحواذ على الشركة المستهدفة، يرتفع سعر سهم الشركة الذي قد يصل إلى مستوى يجعل الاستحواذ مكلف وغير مجدي.<sup>1</sup>

### 1-3-4- المنافع الضريبية

أما السبب الآخر للاندماج والاستحواذ فهو الحصول على منافع ضريبية. فإذا تحملت الشركة المقتنية أو المقتناة خسارة في الماضي لأسباب ضريبية، فإن هذه الخسائر يمكن الاستفادة منها بتحميلها إلى المستقبل للتخلص من الأعباء الضريبية على الشركة. وقد يحدث أحيانا أن تكون هذه الخسائر كبيرة إلى حد أنه لا يمكن الاستفادة منها إلا عن طريق الاندماج.

بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركة الجديدة الناتجة عن الاندماج يمكن أن تحصل على منفعة ضريبية من الزيادة الحاصلة في حجم الأصول نتيجة الاندماج. هذا لأن حجم الأصول الأكبر في هذه الحالة يسمح للشركة الجديدة بخصم قيمة أكبر لمخصصات الامتلاك، وبالتالي تخفيض التدفقات النقدية الصادرة لأغراض الضريبة.

أما الاعتبار الضريبي الثالث فهو الزيادة المتوقعة في مديونية الشركة الجديدة. فإذا كان للشركة المقتناة قدرة غير مستعملة على الاقتراض فإنه يمكن للشركة المقتنية استغلال هذه الطاقة بالحصول على قروض جديدة. وبما أن الفوائد على القروض تمنح الشركة وفرا ضريبيا فإن الشركة الجديدة تخفض الضرائب نتيجة ذلك.<sup>2</sup>

### 1-3-5- التنويع

يحدث التنويع نتيجة اندماج شركتين تمارس أنشطة مختلفة، حيث يؤدي إلى توزيع المخاطر الناتجة عن دورات الركود والرواج الاقتصادي والمنافسة والابتكارات.<sup>3</sup> وبالتالي تخفيض التدببب في الأرباح أي تخفيض المخاطرة. فمثلا عندما ندمج شركة صناعة الإطارات مع شركة إنتاج السيارات حيث أن معامل الارتباط بينهما سالب. فإذا سار ركود في الطلب على السيارات فهناك استمرار بالطلب على الإطارات مما يؤدي إلى تخفيض مخاطر الأعمال كالتسويق والبيع.<sup>4</sup>

### 1-3-6- رفع القدرة الائتمانية والتمويلية للشركة

عند الاقتناء أو الاندماج مع شركة ذات سيولة مرتفعة فإن ذلك يعزز من القدرة الائتمانية للشركة الجديدة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف للنشر، مصر، 2005، ص 475.

<sup>2</sup> فايز تيم، مرجع سابق، ص 377.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 377.

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 240.

كما انه يتيح استعمال السيولة النقدية لتغيير الأنشطة أو الاقتراض لتمويل التوسعات في الاستثمارات، خاصة إذا كانت الشركة تستعمل الدمج كإستراتيجية لتحقيق النمو والتوسع. هذا بدوره يمكن الشركة من اقتناء شركات أخرى تتوفر على سيولة نقدية كبيرة و/أو لديها القدرة على الاقتراض.<sup>1</sup>

### 1-3-7 - مواجهة محاولة السيطرة

بغرض تجنب السيطرة من شركات أخرى، قد تلجأ الشركة إلى إبرام صفقة اندماج مع شركة أخرى كأسلوب دفاعي. هنا يصبح حجم الشركة المستهدفة أكبر، الشيء الذي قد يصعب على شركة أخرى امتلاكها.<sup>2</sup>

### 1-3-8 - تحقيق السيولة لحقوق الملكية

قد يترتب على اندماج شركتين صغيرتين سيولة أفضل لأسهم الشركتين. كما أنه عند اندماج شركة صغيرة في شركة كبيرة تتحسن سيولة سوق سهم الشركة الصغيرة. في الشركات الصغيرة المملوكة لعدد محدود من حملة الأسهم، عادة ما يكون سوق أسهمها ضيقاً. لهذا قد يجد الملاك أن من صالحهم البحث عن فرصة للاندماج مع شركة أكبر يتمتع سوق أسهمها بالاتساع، مما يعني سيولة أفضل لاستثماراتهم. هذا إذا ما تم الاندماج على أساس استبدال الأسهم. وكقاعدة عامة توجد علاقة طردية بين سيولة السهم وقيمه السوقية.<sup>3</sup>

### 1-3-9 - مزايا بيع الشركة في أجزاء

عادة ما يتم تقييم الشركات على أساس قيمتها الاقتصادية أو الإحلالية، أو حتى الدفترية. غير أنه ظهر ما يعرف بالقيمة المجزأة Breakup value. يقصد بذلك تقييم الأجزاء المكونة للشركة، حتى إذا ما كانت قيمة الأجزاء أكبر من قيمة الشركة ككل، أصبح من الأفضل لحملة الأسهم بيع الشركة مجزأة، بدلاً من بيعها كوحدة واحدة.

بعبارة أخرى، قد يسعى ملاك الشركة، خاصة إذا كانت مملوكة لعدد محدود من حملة الأسهم، إلى السعي لإبرام صفقات اندماج لتلك الأجزاء مع شركات أخرى، في مقابل استبدال حصة أسهمهم فيها بحصص في أسهم الشركات الراغبة في الاستحواذ على تلك الأجزاء، وذلك بأسعار تتماشى مع القيمة العادلة للأجزاء المباعة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 240.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 478.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 478.

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 479.

**1-3-10- دوافع شخصية للمديرين**

قد يكون الدافع من وراء الاندماج والاستحواذ رغبة الممولين في السيطرة على صناعة ما من خلال اقتناء المؤسسات والوكالات التي لها صلة بهذه الصناعة،<sup>1</sup> فضلا عن إشباع حاجة الاعتراف التي ترتبط بالمركز الاجتماعي الذي تحضى به إدارة الشركة الكبيرة. كما قد يكون الاندماج بدافع الأمان، الذي يتحقق عندما يكون الاندماج لشركة لا تعمل في نفس النشاط، أي تنوع خطوط الإنتاج الذي يحد من تعرض الشركة لمخاطر الإفلاس، ويزيد من فرصة بقاء الإدارة في موقعها. يضاف إلى ذلك، الرغبة في تنمية الثروة. فمرتبات أعضاء الإدارة ترتبط إلى حد كبير بحجم الشركة التي يديرونها. وهكذا يبدو أن للاندماج قيمة لأعضاء الإدارة بصرف النظر عن تأثيره على الأطراف الأخرى.<sup>2</sup>

**1-3-11- تكامل المقدرات**

من الأسباب الأخرى للاندماج والاستحواذ وجود مقدرات معينة عند شركة لا تملكها شركة أخرى ولكنها ترغب في الحصول عليها. فمثلا، قد تقوم شركة باقتناء شركة أخرى سعيا وراء التنظيم والمقدرة التسويقية أو مختبرات البحث والتطوير للشركة الأخيرة لأن هذه المقدرات تكمل احتياجات الشركة الأولى.<sup>3</sup>

**1-3-12- الاندماج بدافع الاحتكار والرغبة في السيطرة**

قد يكون الهدف من عمليات الاندماج-استحواذ محاولة السيطرة على السوق وذلك بالحد من قوى المنافسة. لكن لما كان الاحتكار مردوده عكسي على المجتمع، فقد بادرت العديد من الدول إلى سن تشريعات تحد من انتشاره.<sup>4</sup>

**1-4-4- النظريات المفسرة لعمليات الاندماج والاستحواذ**

هناك العديد من النظريات التي تفسر لجوء الشركات للاندماج والاستحواذ كخيار إستراتيجي. لكن هدفنا في هذه الدراسة هو التركيز على مساهمة هذه النظريات في قرار الاندماج.

**1-4-1- نظرية تعظيم القيمة**

ترى هذه النظرية أن الاندماج سببه الأساسي تعظيم قيمة الشركة. وتنقسم هذه النظرية إلى ثلاثة أقسام:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق، ص 439.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 479.

<sup>3</sup> خالد الراوي وآخرون، مرجع سابق، ص 439.

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 479.

<sup>5</sup> مطاي عبد القادر، الاندماج المصرفي كتوجه حديث لتطوير وعصرية النظام المصرفي، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد السابع، جوان

2010، ص ص 117، 118.

**1-1-4-1- نظرية التآزر**

يتم التخطيط للاندماج والاستحواذ بإحداث حالة من الذوبان بين الشركات المندمجة لتوليد أرباح أكبر مما لو حققت كل شركة منفصلة. وهناك ثلاثة أنماط للذوبان بين الشركات المندمجة:

أ- **الذوبان المالي:** بموجبه تتمكن الشركات المندمجة من الحصول على رأس مال جديد بتكلفة قليلة نتيجة الزيادة في حجمها.

ب- **ذوبان العمليات:** يتم ذلك من خلال ترابط العمليات وإدماج الخبرات، مثل توحيد جهود الإعلان، أو التوزيع، أو تقديم الخدمات وتكاملها، أو تبادل نتائج وخبرات البحوث والتطوير.

ج- **الذوبان الإداري:** يتحقق هذا إذا كان مديرو الشركات العارضة للاندماج والاستحواذ يقومون بتطبيق نظم وأساليب إدارية أفضل من الشركات الأخرى المستهدفة. وتحقق تلك الأساليب والنظم الإدارية زيادة مستويات الفاعلية بعد الاندماج.

**1-1-4-2- نظرية الاحتكار**

تفترض هذه النظرية أن أرباحا طائلة يمكن أن تحقق بالسيطرة على السوق وإمساك زمام القوة. فالشركات المندمجة تستطيع التحكم في السعر ومستوى جودة الخدمات بما يساعد على زيادة الإيرادات و تخفيض التكاليف بشكل كبير، علاوة على ما يتوفر لدى الشركات المندمجة من ميزة استغلال الفرص المتاحة، أو التواطؤ أحيانا مع الشركات الأخرى المنافسة لتوزيع الفرص وتكييفها وفقا لمصالحها.

**1-1-4-3- نظرية القيمة**

ترى هذه النظرية أن المديرين الذين تراوهم فكرة لإدماج شركاتهم مع شركات أخرى لديهم معلومات أفضل عن قيمة الشركة المستهدفة بدرجة تفوق توقعات المستثمرين أو المعلومات المتاحة في سوق الأوراق المالية. وأن تلك الشركات في حالة اندماجها سوف تزداد قيمتها السوقية.

**1-4-2- نظرية الكفاءة**

تشير هذه النظرية إلى أن عمليات الاندماج والاستحواذ أو الأشكال الأخرى لإعادة تخصيص الأصول هامة جدا حيث أنها تحقق منافع اجتماعية، وهي تشمل بصفة عامة تحسين أداء الإدارة أو تحقيق صيغة للتعاون (الاندماج) من خلال صيغة  $05=2+2$  وتشمل هذه النظريات:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، **إندماج وخصخصة البنوك**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2004 ص 43.

**1-2-4-1- نظرية الكفاءة التفاضلية**

تعني هذه النظرية أنه إذا كانت إدارة الشركة (A) أكثر كفاءة من إدارة الشركة (B)، وإذا قامت الشركة (A) بالاستحواذ على الشركة (B)، ثم قامت بتوصيل مستوى كفاءة الشركة (B) إلى مستوى كفاءة الشركة (A) فإن الكفاءة ترتفع من خلال الاندماج ويحقق هذا الأمر مكسبا اجتماعيا (للمجتمع كله) ومكسبا شخصيا في الوقت نفسه، وسوف يرتفع مستوى الكفاءة في الاقتصاد من خلال القيام بمثل هذه العمليات من الاندماج<sup>1</sup>.

**1-2-4-2- نظرية الإدارة غير الكفؤة**

تتعلق هذه النظرية من فكرة أن الإدارة غير الكفؤة لا تؤدي المهام المطلوبة منها على الرغم من أهمية ذلك، وقد تستطيع مجموعة إدارية أخرى إدارة الأصول في نفس مجال النشاط بكفاءة أعلى. إذا كان الأمر كذلك فإن هذا يعتبر سببا منطقيا للاندماج المتنوع، وتكون هذه النظرية أساسا للاندماج بين الشركات ذات الأعمال غير المرتبطة ببعضها البعض.

**1-2-4-3- نظرية التعاون التشغيلي**

يمكن القيام بالتعاون التشغيلي من خلال عمليات الاندماج الأفقية أو الرأسية أو المتنوعة، وتفترض النظرية التي تركز على التعاون التشغيلي وجود اقتصاديات الحجم في الصناعة وانه قبل الاندماج تقوم الشركات بالتشغيل، عند مستويات معينة من النشاط لا تحقق وفورات الحجم الأساسية. يعتبر الاندماج والاستحواذ العمودي من المجالات التي يمكن فيها تحقيق اقتصاديات التشغيل. فاتحاد الشركات في عدة مراحل مختلفة من الصناعة ربما يقدم تنسيق أكثر تأثيرا للمستويات المختلفة، ويشير الجدل إلى أنه يمكن تجنب تكاليف الاتصال والأشكال المختلفة للمساومة عن طريق الاندماج العمودي<sup>2</sup>.

**1-4-3- نظرية الوكالة**

ظهرت نظرية الوكالة لأول مرة في الفكر الاقتصادي في 1976 عبر مقال لـ Meckling Jensen في الجريدة المالية الاقتصادية. إلا أن المفاهيم التي تستند إليها هذه النظرية تعود للاقتصادي المعروف آدم سميث عند مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابه الشهير ثروة الأمم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> رشيد عريوة، **أساليب وطرق اندماج الشركات**، دراسة مالية ومحاسبية، مذكرة ماجستير، جامعة الحاج لخضر، باتنة-الجزائر، 2010، ص7.

<sup>2</sup> مطاي عبد القادر، مرجع سابق، ص118.

<sup>3</sup> بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، **حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة**، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، ص11.

تعرف نظرية الوكالة بأنها "عقد يقتضى بموجبه لجوء شخص أو عدة أشخاص للاستفادة من خدمات شخص آخر حيث يقوم بعدة مهام باسمهم وهو ما ينطوي على تفويض سلطة اتخاذ القرارات".<sup>1</sup>

تصف نظرية الوكالة المنشأة بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية، وأن وجود المنشأة يتحقق من خلال واحد أو أكثر من العقود المبرمة<sup>2</sup> بين الأطراف المقدمة لعوامل الإنتاج (الملاك، الدائنين، الإدارة والعاملين)، حيث يسعى كل طرف إلى تحقيق مصلحته الذاتية في ظل جو من الانتهازية والتي قد تتعارض مع مصالح الآخرين. وينتج هذا التعارض نتيجة عدم توافر المعلومات لجميع الأطراف بنفس الكمية والكيفية والتوقيت ونقص الرقابة بسبب انفصال الملكية عن الإدارة، مما يؤدي إلى ظهور مشكلات وكالة. فبينما يهدف الملاك إلى تعظيم قيمة المؤسسة ومن ثم تعظيم عوائدهم، تهدف الإدارة إلى الحصول على أكبر قدر ممكن من الحوافز والمكافآت والمزايا، وهذا ما يدفع بهذه الأطراف إلى اتخاذ إجراءات تضمن لها المحافظة على مصالحها وتحقيق منافعها.<sup>3</sup>

يمكن السيطرة على مشكلات الوكالة من خلال بعض الآليات التنظيمية والسوقية، وذلك بربط التعويض بالإنتاجية، أي ربط حوافز الإدارة بالأداء. يمكن كذلك تخفيض مشكلات الوكالة من خلال المديرين الذين يسعون إلى تحسين سمعتهم المالية في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين أجورهم وفقا لسمعة الأداء. كذلك المراقبة الخارجية التي يفرضها سوق الأسهم لأن أسعار الأسهم تلخص القرارات التي اتخذتها الإدارة. حينما لا تكون هذه الآليات كافية للسيطرة على مشكلات الوكالة، فإن سوق عمليات الاندماج سوف يقدم طريقة خارجية للسيطرة.<sup>4</sup>

استغلت عمليات الاندماج كآلية خارجية من قبل المسيرين لتحقيق مزايا مالية من مكاسب ومناصب، وفي بعض الأحيان لمجرد البحث عن الشهرة فقط. أما المساهمين فاستخدموا عمليات الاندماج بالدرجة الأولى كآليات رقابة لتهديب سلوك المسيرين مما يشجعهم على العمل أكثر خشية من الوقوع فريسة لاستيلاء عدائي وفقدان وظائفهم. ويدعم Martin et McConnell (1991) هذه الفرضية، حيث أن الشركات التي تم الحصول عليها لأسباب تأديبية هي الشركات التي كان أداءها ضعيفا. بالتالي فإن التهديد بالاستيلاء سيكون له نتيجة لتحسين أداء الشركة وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2007، ص 36.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2005، ص 67.

<sup>3</sup> عبد الله عمر، حوكمة الشركات، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص 51.

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد، اندماج وخصخصة البنوك، مرجع سابق، ص 49.

<sup>5</sup> Imèn B'Chir ,Op Cit , P 12 .

#### 1-4-4- نظرية المعلومات والإشارات

لقد أشارت بعض الأبحاث إلى أن أسهم الشركة المستهدفة في عروض الاندماجات تتجه نحو إعادة التقييم للأعلى حتى إذا فشل العرض المقدم يتم إعادة النظر فيه. ومن الافتراضات التي تركز على هذه الفرضية هو أن المعلومات الجديدة تتولد نتيجة لعرض الاندماج فتستمر عملية إعادة التقييم. ويمكن التمييز بين شكلين من أشكال افتراضات المعلومات:<sup>1</sup>

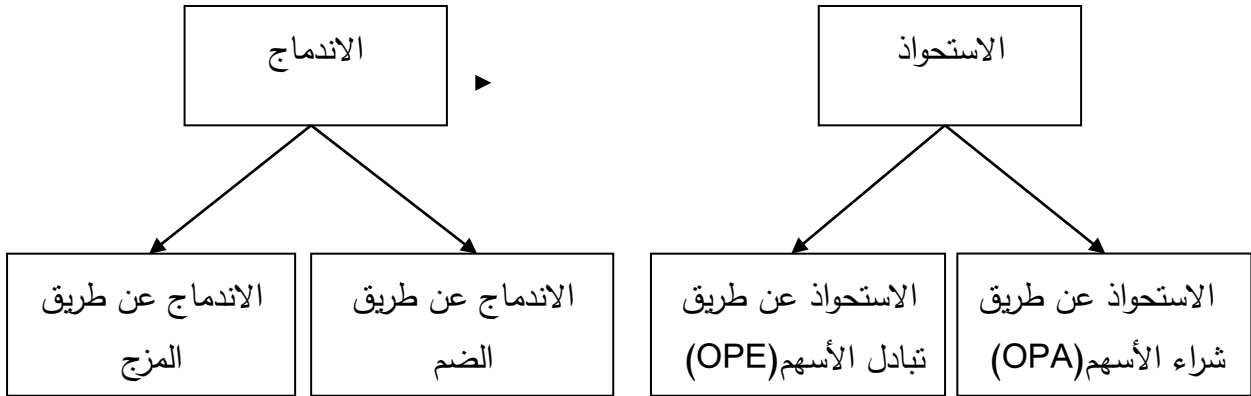
الأول: هو أن عرض الاندماج هذا يقدم معلومات تشير إلى أن أسهم الشركة المستهدفة قد أسبى تقديرها وأن العرض يستعجل السوق لإعادة تقييم هذه الشركة.

الثاني: يشير إلى أن عرض الاندماج يثير الشركة المستهدفة لتنفيذ استراتيجيات أعمال خاصة بها.

#### 2- الجانب المالي لعمليات الاندماج والاستحواذ

عمليات الاندماج والاستحواذ هي عبارة عن عمليات تجميع أو سيطرة على إدارة الشركة المستهدفة، إما من خلال المزج الكامل وظهور كيان جديد، أو من خلال قيام أحد الشركات بضم شركة أو أكثر لكيانها، في حالة الاندماج، وعن طريق شراء أو تبادل الأسهم في حالة الاستحواذ. وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (02): عمليات الاندماج والاستحواذ



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

Anouar Najeh, **performance des Acquisitions d'entreprises, perception des facteurs Déterminants**, Docteur en Sciences De Gestion, Centre des études doctorales en gestion, Laboratoire de recherche en stratégie, Maroc, P41.

<sup>1</sup> مطاي عبد القادر، مرجع سابق، ص 119.

## 2-1- عمليات الاستحواذ

تتعدد أشكال التحكم في الشركات، من أهمها العروض العامة للشراء والعروض العامة للتبادل. هذين العمليتين أخذتا دور أساسي في عمليات إعادة هيكلة الشركات. عبر دول العالم لاسيما في الولايات المتحدة مع تطور العرض العمومي للشراء العدائي، ابتداءً من سنوات سبعينيات القرن الماضي.<sup>1</sup>

## 2-1-1- الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم

تتم عملية الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم من خلال شراء أسهم الشركة المستهدفة أو رأس مالها الاجتماعي بشكل مباشر حيث يتم تحويل ملكية الأسهم من ملاك هذه الشركة إلى مساهمي الشركة المشتري، هذا إذا كانت الشركة غير مدرجة في البورصة. لكن إذا كانت الشركة مدرجة في البورصة، وهي الحالة الغالبة، فإن العملية حينها تستلزم تتبع إجراءات أخرى ذات أهمية بالغة لتغطية وإتمام الصفقة، وتقع هذه الإجراءات تحت إطارها التنظيمي المعروف باسم العروض العامة للشراء (OPA)<sup>2</sup> التي قام بتطويرها الماليين الأمريكيين. وهي عبارة عن تقنية جديدة للحيازة على إدارة شركة ما. وتتمثل في الإعلان العلني لشركة ما لمساهمي شركة أخرى أنها مستعدة وتحت رقابة سلطات البورصة، شراء أسهمها وبسعر أعلى من القيمة السوقية.<sup>3</sup>

تعرف العروض العمومية للشراء بأنها طريقة تسمح بالقيام بمراقبة شركة محددة عن طريق شراء فئة معينة من الأوراق المالية تشمل على حق التصويت، بكيفية تسمح برفع مستوى المساهمة في رأس مال المؤسسة المعنية.<sup>4</sup> حسب هذه الطريقة، يقوم المستثمر بتكليف أحد البنوك أو المؤسسات المالية بالاتصال المباشر بمساهمي الشركة المستهدفة، ومحاولة إقناعهم بالتنازل عن الأسهم التي يحوزونها في شركتهم، بعرض سعر عادة ما يفوق السعر السائد في سوق رأس المال، وذلك خلال فترة زمنية محددة. وقد يكون ذلك برضا إدارة الشركة المعنية (انضمام ودي)، أو بعدم رضاها (انضمام عدائي).

تختلف إجراءات تنفيذ العروض العامة للشراء باختلاف مركز المستثمر أو الشركة الراغبة في تحقيق الانضمام، ومدى ملكيته للشركة المستهدفة. إذا كان المستثمر يملك ثلثي رأس المال أو أكثر، فإنه سيلتزم بشراء كافة الأسهم التي تعرض عليه نتيجة تقديمه للعرض حتى وإن كانت تمثل الثلث الباقي بالسعر المحدد

<sup>1</sup> Anouar Najeh, Op Cit, P44.

<sup>2</sup> موسى بن منصور، دور التحليل المالي في ترشيده قرار الاندماج بين الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، الجزائر، 2010، ص 77.

<sup>3</sup> ضيف روفية، مرجع سابق، ص 88.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص 88.

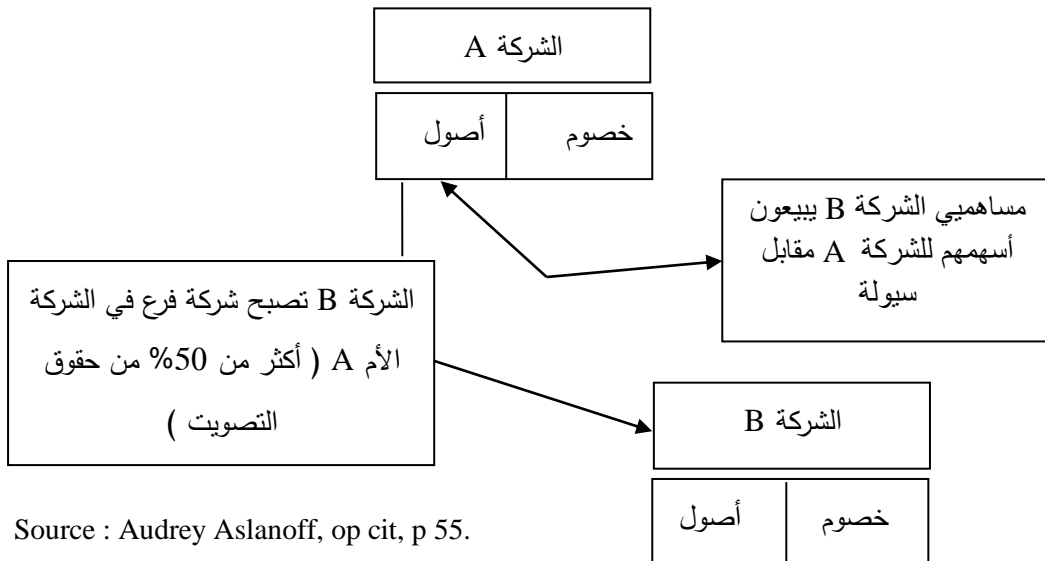


مسبقاً. أما إذا كان لا يملك تلك النسبة فإنه سيتبع الإجراء العادي الذي يشترط أن يشمل العرض (10%) على الأقل من رأس مال الشركة المستهدفة. في الحالتين، العرض الذي تم تقديمه سيتم دراسته من قبل سلطات البورصة بغية التأكد من نوايا وأهداف المستثمر من عرضه، وكذا إمكانياته المادية لاحتواء كافة الأسهم المعروضة وصحة المعلومات المقدمة، وإعلام المساهمين، وإعطائهم فترة كافية لاتخاذ قراراتهم وتمكينهم من بيع أسهمهم في أحسن الظروف. بعد التأكد من إتمام كافة الإجراءات تعطى الموافقة على تنفيذه من قبل السلطات المالية. وبمجرد إعطاء الموافقة تقوم سلطات البورصة بتوقيف التعامل في الأسهم التي صدر بشأنها العرض العام للشراء لمدة معينة ثم تبدأ بتنفيذ العرض، حيث تجمع الأسهم التي قدمها أصحابها للمستثمر، وبعد إتمام العرض تنشر نتائجه في القائمة الرسمية للبورصة لإعلام كل من الجمهور والمساهمين والمستثمر.

قد يتنافس العديد من المستثمرين على عرض شراء نفس الشركة في نفس الفترة. يشترط في قبول هذه العروض أن تكون الأسعار المقترحة للشراء أعلى من أسعار العرض الأول بنسبة لا تقل عن (2%) كما حدده مجلس الأسواق المالية الفرنسي (CNF)، وأن يقدم إلى سلطات البورصة قبل خمسة أيام على الأقل من تاريخ بداية تنفيذ العرض. كما تعطى فرصة للمستثمر صاحب العرض الأول لتعديل سعره وإلا سيتم تنفيذ العرض المتضمن لأعلى سعر. من أشهر عروض الشراء العامة المعلنه العرض الذي تقدمت به شركة (BSN) الفرنسية في 1966 للاستيلاء على الشركة العملاقة (Saint-Gobain)، العرض الذي تقدمت به شركة (Suez) في 1989 لاحتواء شركة (Compagnie Industrielle).

والشكل الموالي يوضح عملية الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم:

شكل رقم (03): الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم



Source : Audrey Aslanoff, op cit, p 55.

## 2-1-2- الاستحواذ عن طريق تبادل الأسهم

هو عبارة عن عمليات سيطرة (الحصول على حصة أغلبية) تقوم بها شركات راغبة في السيطرة على شركات ذات أسهم، وذلك من خلال تقديم عرض إلى حملة أسهم تلك الشركات، ويتضمن هذا العرض مبادلة أسهم الشركة المستهدفة بأسهم الشركة الراغبة في السيطرة. ومن أجل إتمام العملية وتعويض المساهمين في الشركة المستهدفة الذين دخلوا في العملية، تقوم الشركة الراغبة في السيطرة برفع رأسمالها من خلال إصدار أسهم جديدة تستخدم في عملية التبادل مقابل أسهم الشركة المستهدفة. وعلى هذا الأساس، يصبح المساهمين في هذه الأخيرة مساهمين في الشركة الراغبة في السيطرة، في حين تتحول شركتهم إلى فرع تابع للأولى. في الواقع العملي يمكن أن تشكل هذه العمليات مقدمة لعمليات اندماج فعلية بين الشركتين، وهو الأمر الذي يستدعي ضرورة انسحاب الشركة المستهدفة (الفرع) من البورصة، في حالة كونها شركة مسعرة قبل عملية الاندماج. هذه العمليات، على خلاف عمليات الاندماج، لا تتطلب دمج أصول وخصوم الشركتين المعنيتين، ولا ينجر عنها تأثيرات كبيرة على الأصعدة المحاسبية، والضريبية والاجتماعية. فهي لا تؤدي إلى اختفاء الشركة المستهدفة.<sup>1</sup>

تأخذ هذه الطريقة ميكانيزم مغاير إذا كانت الشركات المعنية مدرجة في البورصة، إذ تتدرج حينها تحت إطار قانوني يدعى العرض العام للتبادل (OPE). تعتبر العروض العامة للاستبدال طريقة " تسمح لشركة ما حيازة على شركة أخرى مسعرة بالبورصة مقترحين على مساهميها أسهما أو أوراقا مالية جديدة ". قد تكون هذه الأسهم موجودة أصلا أو أصدرت خصيصا لعمليات OPE. وهي عروض شبيهة بعروض الشراء العامة OPA من حيث الشكل والإجراءات والشروط، إلا أنها تختلف عنها من حيث المضمون. فهي تتضمن قيام مساهمي إحدى الشركات بتقديم عرض لمساهمي شركة أخرى، لتبادل الأسهم التي بحوزتهم مقابل أسهم شركتهم بدلا من نقود، على أن يكون السعر المقترح جذابا ويفوق السعر السائد في البورصة، وذلك من خلال تحديد معدل للتبادل فيما بينهما، أي تحديد عدد الأسهم التي يقدمونها مقابل كل سهم يحصلون عليه. ويكون ذلك بعد ضبط القيمة السوقية للشركتين وتحديد الفارق بينهما.<sup>2</sup> ومن الأمثلة على هذه الطريقة اندماج الشركتين الأمريكيتين (AT and T) و (McCaw Cellular Communications) في 1993 من خلال مبادلة كل سهم من شركة (AT and T) بسهم واحد من شركة (McCaw Cellular).

<sup>1</sup> عمر قيرة، مرجع سابق، ص 103.

<sup>2</sup>Aslanoff Audrey, Op Cit, P56.

تطرح عملية تحديد صفقة الاندماج بهذا الأسلوب ثلاث قضايا أساسية:<sup>1</sup>

#### أ- تحديد معدل استبدال الأسهم

يتوقف نجاح طريقة التسديد من خلال مبادلة الأسهم. على مدى دقة وموضوعية معدل استبدال الأسهم المحدد، أي عدد الأسهم التي تصدرها الشركة الدامجة أو المشتريّة، مقابل كل سهم من أسهم الشركة المستهدفة أو المشتراة. وعادة ما يكون هذا المعدل موضوع تفاوض بين الشركتين محل الاندماج، ويكون معدل التبادل في صالح مساهمي الشركة المستهدفة. كلما كان الناتج المتوقع من عملية الاندماج إيجابيا ومرتفعا، وكذلك كلما كان السعر المعروض من قبل الشركة الدامجة في حالة الاندماج العدائي مرتفعا. وعلى الرغم من أن معدل استبدال الأسهم قابل للتفاوض فإن الجزء الأكبر منه يتحدد بالأسعار النسبية لأسهم الشركة الدامجة أو الراغبة في الاندماج إلى الشركة المستهدفة، ومن واقع الآثار التجميعية التشغيلية والمالية المتوقعة من عملية الاندماج، وفقا للعلاقة التالية:

$$E_R = \frac{V_{M(R)}}{V_{M(T)}}$$

حيث :

$E_R$ : معدل استبدال الأسهم.

$V_{M(R)}$ : القيمة السوقية لأسهم الشركة الدامجة.

$V_{M(T)}$ : القيمة السوقية لاسهم الشركة المستهدفة.

الهدف الأساسي من عملية الاندماج هو تحقيق تدفق نقدي أكبر مما تحققه كل شركة على حدة. وهذا ينعكس في زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة الجديدة بعد الاندماج عن مجموع القيم السوقية للشركتين منفصلتين، وعليه سيتحدد معدل التبادل في مجال بين انتقال كل الزيادة في قيمة الشركة الجديدة إلى مساهمي الشركة المستهدفة، وانتقالها بالكامل كذلك للشركة الدامجة، أي قيمة هذا المعدل ستتراوح بين حد أقصى وحد أدنى. ويتحدد كل من الحد الأقصى والحد الأدنى حسب الصيغتين التاليتين:

<sup>1</sup> موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنظمة، مذكرة ماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف - الجزائر، 2008-

$$E_{R(MAX)} = \frac{N_{A(R)} \times [V_{M(C)} - V_{M(R)}]}{N_{A(T)} \times V_{M(R)}}$$

صيغة الحد الأقصى:

$$E_{R(Min)} = \frac{N_{A(R)} \times V_{M(T)}}{N_{A(T)} \times [V_{M(C)} - V_{M(T)}]}$$

صيغة الحد الأدنى:

حيث:

$E_{R(MAX)}$ : الحد الأقصى لمعدل التبادل.

$N_{A(R)}$ : عدد أسهم الشركة المغيّرة أو الدامجة.

$V_{M(C)}$ : القيمة الجديدة بعد الاندماج.

$N_{A(T)}$ : عدد أسهم الشركة المستهدفة.

$E_{R(Min)}$ : الحد الأدنى لمعدل التبادل.

عادة ما يقع المعدل الفعلي للتبادل بين الحد الأقصى والحد الأدنى، ويكون أكثر اقتراباً من أحدهما تبعاً للقوى التفاوضية للشركتين محل الاندماج. تجدر الإشارة هنا إلى ضرورة التفرقة بين معدل استبدال الأسهم ومعدل استبدال الأصول. فبينما يشير معدل استبدال الأسهم إلى العلاقة بين القيمة السوقية لأسهم الشركة الدامجة والقيمة السوقية لأسهم الشركة المستهدفة، فإن معدل استبدال الأصول يشير إلى العلاقة بين صافي أصول الشركتين محل الاندماج (الدامجة والمستهدفة أو المندمجة). فالأول يركز على تحديد القيمة الحقيقية أو القيمة السوقية للسهم من خلال تحديد صافي أصول الشركة المعنية وقسمتها على عدد الأسهم. أما الثاني فيتحدد مباشرة بقسمة صافي أصول الشركة الأولى إلى الشركة الثانية.<sup>1</sup>

#### ب- تكيف معدل الاستبدال تبعاً لطبيعة الأسهم محل المبادلة

في الحقيقة يندر أن يتحقق في الواقع العملي حاصل العلاقة بين القيمة الحقيقية لسهم الشركة الدامجة والقيمة الحقيقية لسهم الشركة المستهدفة كعدد صحيح. لذا تثار صعوبات في شأن توزيع الأسهم، لأن المساهمين في الشركة المستهدفة سيحصلون على كسور من أسهم الشركة الدامجة. وهنا يقترح (Retail) حلاً لهذه المشكلة وذلك من خلال تكيف معدل الاستبدال واختيار أنسب عدد من أسهم الشركة الدامجة، الذي يعادل من حيث

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 88، 87.

القيمة عددا صحيحا من أسهم الشركة المستهدفة، أو أنسب عدد من أسهمها يمكن تقريبه إلى عدد صحيح، على أن يكون تقريب كسور الأسهم في أقل حدود ممكنة. وعلى هذا الأساس، يمكن الوصول إلى معدل استبدال يخلو من كسور الأسهم. ولأن هذا الإجراء يترتب عليه إثراء مساهمي إحدى الشركتين على حساب مساهمي الشركة الأخرى، فإنه يجب تعويض المساهمين عن قيمة كسور الأسهم التي يتم التجاوز عنها بصورة أو بأخرى، والاتفاق على ذلك خلال المرحلة التمهيديّة. ومن أهم تلك الصور التي يتخذها التعويض ما يلي:

- تحديد تاريخ الانتفاع بالأسهم الجديدة: أي تحديد التاريخ الذي يبدأ اعتبارا منه حساب أرباح الأسهم الجديدة، والأصل أن السهم يستحق أرباحا في الشركة من تاريخ إصداره، غير أنه من الجائر الاتفاق على ما يخالف ذلك لتعويض المساهمين عن قيمة كسور الأسهم التي تم التجاوز عنها.

- توزيع نسبة من الأرباح التي تحققت قبل الاندماج على المساهمين الذين يلحقهم ضرر، وذلك بهدف تعويض المساهمين المتضررين في إحدى الشركتين بعد الاندماج، وتحقيق التوازن بين مركزي المساهمين في كلتا الشركتين.

- تعويض المساهمين نقدا، أي يتم توزيع مبلغا من المال على المساهمين المتضررين، بحيث يصبح نصيب هؤلاء المساهمين، إذا كانوا تابعين للشركة المستهدفة، يتمثل في عدد من أسهم الشركة الدامجة بالإضافة إلى المبلغ الذي يصرف لهم مقابل جبر كسور الأسهم.<sup>1</sup>

### ج- تحديد نصاب استبدال الأسهم

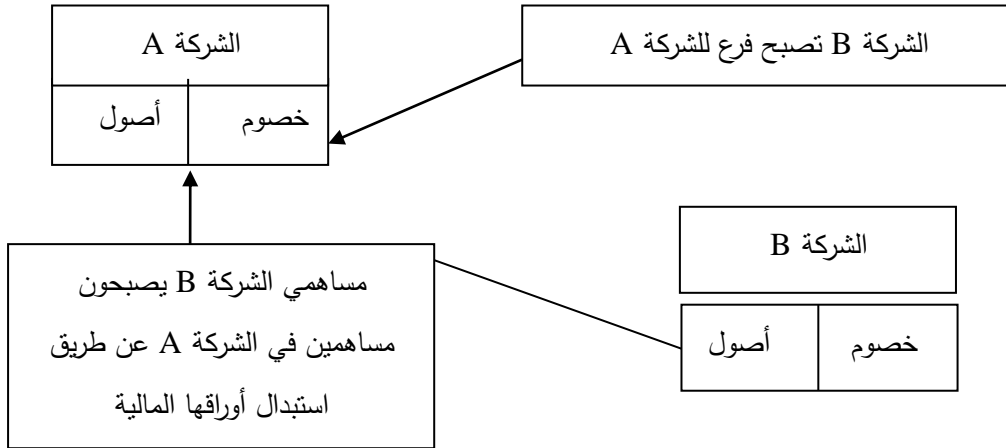
تطرح هذه المشكلة إذا كان الحد الأدنى لعدد أسهم الشركة المستهدفة، الذي يجب أن يكون بحوزة المساهم حتى يمكنه الحصول على عدد صحيح من أسهم الشركة الدامجة، أكثر من سهم واحد. فإذا تقرر استبدال كل خمسة أسهم من الشركة الدامجة مقابل ثلاثة أسهم من الشركة المستهدفة مثلا، فإن المساهم الذي يملك أقل من ثلاثة أسهم يجب عليه أن يتبع أحد الحلين التاليين: إما أن يبيع ما يحوزه من أسهم ويفقد صفته كمساهم، وإما أن يشتري ما يكمل به نصاب الثلاثة أسهم.<sup>2</sup>

والشكل الموالي يوضح عملية الاستحواذ عن طريق تبادل الأسهم:

<sup>1</sup> موسى بن منصور، دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات، ص 81.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 82.

شكل رقم (04): الاستحواذ عن طريق استبدال الأسهم



Source : Aslanoff Audrey , Op Cit , P57 .

### 2-1-3- شراء الشركات باستعمال أثر الرفع (LBO) Leveraged Buy Out

شهدت هذه الظاهرة نموا ملحوظا في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970 وفي أوروبا سنة 1980، حيث تعتبر أول عملية سنة 1979 في الولايات المتحدة الأمريكية للشركة (KKR) Kohlberg, Kravis & Roberts التي قامت بالاستحواذ على شركة Houdaille Industries بقيمة أكبر من 100 مليون دولار، وهي مصطلح بريطاني تم ابتكارها من طرف Douglas Brueder تستخدم عند الشراء بأثر الرافعة، وهي تعني الاستحواذ على الشركات من خلال الديون، من أجل الحصول على مردودية للأموال الخاصة.<sup>1</sup>

### 2-1-3-1- مفهوم LBO ودوافعه

#### 2-1-3-1-1- مفهوم LBO

هي اختصار للكلمة الانجليزية (Leveraged Buy Out) أو بالفرنسية (Acquisition par Effet de Levier) وتعني شراء أو حياة مؤسسة بأثر الرافعة. وتعرفه الجمعية الفرنسية للمستثمرين عن طريق رأس المال بأنه " شراء شركة مستهدفة بواسطة شركة قابضة يتكون رأس مالها من مساهمات مستثمرين ونسبة كبيرة من ديون البنوك والذي يدفع كئمن للشراء، وتسترجع الشركة القابضة هذا الثمن من خلال التدفقات النقدية التي تحققها

<sup>1</sup> عباسي صابر، شناعة جوهرة، استقرار الصناعة المالية في إطار الاستحواذ بالاقتراض والمساهمات الخاصة، مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2014، ص 3.

الشركة المشترية ( المستهدفة )<sup>1</sup>. وتتميز هذه التقنية بالمشاركة في التسيير ما بين المسيرين للشركة والمستثمر الجديد.

## 2-1-3-1-2- دوافع LBO

تصنف دوافع LBO ما بين دوافع المساهمين في المؤسسة القابضة ودوافع المؤسسة المستهدفة.

### أ- دوافع المساهمين

تشمل هذه الدوافع ما يلي:<sup>2</sup>

- إلغاء نزاعات الوكالة وبالتالي تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين، عن طريق مساهمتهم في رأس مال المؤسسة القابضة وإدماجهم في الإدارة، والربط بين ما يحصلون عليه من عوائد وتعويضات وبين أداء المؤسسة المستهدفة، مما يكون لديهم الحافز لتحسين تسييرها وجعلها أكثر كفاءة. - تجنب خطر التعرض للإفلاس الناتج عن استغلال التدفقات الحرة في تحقيق استثمارات ذات صافي قيمة حالية سالبة، حيث أن تمويل عملية الشراء بالديون وما يترتب عليها من فوائد كبيرة ودفعات دورية يشكل أداة تهذيب للسلوك الإداري، وعامل ضغط على المسيرين لاستخدام التدفقات النقدية الحرة في تمويل مشروعات مربحة، والتخلي عن الأعمال غير الأساسية، واقتطاع التكاليف، وذلك لأن مصالحهم الشخصية ستتضرر في حالة قيامهم بالعكس.
- خلق القيمة وزيادة عوائد المساهمين بفضل أثر الروافع من جهة، وتحسين تسيير المؤسسة المستهدفة من جهة أخرى.

- تسهيل دخول المؤسسة المستهدفة في البورصة لاحقاً.

### ب- دوافع المؤسسة المستهدفة

تشمل دوافع المؤسسة المستهدفة ما يلي:

- الحفاظ على استقلاليتها وحمايتها ضد عروض الشراء العدوانية.
- التحرر من التعرض للتدقيق والفحص باعتبارها شركة عمومية أو كونها فرع تابع لشركة ما.
- تفادي تسريح العمال.
- تفادي بيع المؤسسة المستهدفة لمنافسيها في السوق.

<sup>1</sup> لبيق محمد بشير، رديف مصطفى، تمويل تقنية LBO باستخدام الأدوات المالية الإسلامية، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان

عاشور، الجلفة-الجزائر، العدد السادس، 2013، ص 3.

<sup>2</sup> محمود صبح، قضايا الهندسة المالية (إعادة هيكلة الشركات)، الطبعة الأولى، جامعة عين شمس، مصر، 1998، ص ص 45، 42.

**2-1-3-2- تمويل عمليات LBO والأطراف المتدخلة فيه**

تمول عمليات LBO عن طريق الأموال الخاصة والديون ( تشكل النسبة الأكبر) والمقدمة من طرف المساهمين والبنوك والمانحين، ولكل منهم شروط وخصائص معينة نذكرها فيما يلي:<sup>1</sup>

**2-1-2-3-1-2- التمويل بالأموال الخاصة**

تشكل الأموال الخاصة للمسيرين وصناديق الاستثمار رأسمال الشركة القابضة التي تملك الشركة المستهدفة بنسبة 100% حيث أن:

أ- المسيرين: يدخلون في رأسمال الشركة القابضة كأغلبية مسيطرة (يملكون أكثر من 50% من الأسهم)، كما يقومون بتسيير الشركة المستهدفة.

ب- صناديق الاستثمار: يدخلون في رأسمال الشركة القابضة، ولا يسمح لهم بامتلاك أغلبية الأسهم بسبب دوافعهم المتمثلة في الخروج من الشركة خلال مدة تتراوح ما بين 5 إلى 10 سنوات وأحيانا أقل من ذلك. حيث يطمحون لبيع مصالحهم فيها قصد تحقيق فائض قيمة، على عكس المسيرين الذين يرغبون في البقاء في الشركة وتطويرها وتحسين كفاءتها.

**2-2-3-1-2- التمويل بالديون**

يضم التمويل المقدم من طرف البنوك في شكل قروض، وذلك المقدم من طرف المانحين في شكل سندات، بحيث أن:

أ- البنوك: في ظل عدم امتلاك المسيرين للأموال الكافية لتمويل عملية شراء الشركة المستهدفة بمفردهم، وعدم السماح لصناديق الاستثمار بامتلاك أغلبية رأس المال، يتم اللجوء إلى الديون لتغطية الجزء الأكبر من ثمن الشراء، حيث توفر البنوك نوعين من القروض:

- قروض أولية " Senior ": تمنح في العادة بضمانات حقيقية تتمثل في أصول المؤسسة المستهدفة وبمعدلات فائدة ضئيلة تقدر بـ 5% على الأكثر لمدة 6 إلى 9 سنوات، ولها الأولوية في التسديد بحيث تدفع الفوائد والأقساط الدورية الخاصة بها قبل أي التزامات أخرى.

- قروض لاحقة " Junior ": لا تتطلب ضمانات حقيقية ولكن تمنح بمعدلات فائدة كبيرة.

ب- المانحين: يقومون بالاستثمار في شراء الشركة المستهدفة بدون الدخول في رأسمال الشركة القابضة عن طريق:

- القروض المتوسطة (سندات Mezzanine): توفر هذه السندات تمويل وسيط بين التمويل بالأموال الخاصة والقروض البنكية. وهي عبارة عن سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أي أنه يحق لحاملها الدخول كمساهم في

<sup>1</sup> <https://WWW.vernimmen.net> > chapitre\_50, pdf, Consulté le 15/03/2018, 08 :00. P-p 1022-1024.



رأسمال الشركة القابضة متى أراد ذلك، ولها معدل فائدة مرتفع قد يصل إلى 15%، يتم إصدارها لمدة طويلة وتسدد بعد الديون الأكبر.

- السندات الرديئة " Junk Bonds": تم استخدامها لأول مرة في تمويل LBO في 1989، وتسمى بالرديئة لأنها لا تخضع لمعايير التقييم المتعارف عليها في سوق السندات، بالتالي لا يمكن تحديد مدى جودتها الائتمانية، ولكنها في مقابل ذلك تحقق عائد سنوي مرتفع جدا للمستثمر فيها قد يصل إلى 115% وأحيانا إلى 125% مقارنة بما تقدمه السندات التقليدية ولهذا يطلق عليها سندات عالية العائد " High-Yield Bonds"، ويتم إصدارها في حالة عدم قدرة الشركة على إصدار أسهم أو الاقتراض من البنوك.

## 2-1-3-3- أنواع عمليات LBO والروافع الناتجة عنها

### 2-1-3-3-1- أنواع عمليات LBO

توجد أنواع كثيرة من عمليات LBO حيث نميز بين:<sup>1</sup>

#### أ- شراء مؤسسة من طرف مسيرها أو الإدارة الداخلة (LMBO) Leveraged Management Buy Out

نجد هذه الحالة في الشركات الكبيرة التي لها فروع كثيرة وتريد تخفيض حجمها فتبيع أحد الفروع غير الضرورية أو غير المنتجة للمسيرين وديا، مع افتراض أنهم سيقومون بتشغيلها على نحو أفضل مما هي عليه الآن. قد تكون العملية إجبارية في ظل رغبة المساهمين في الاستحواذ على المؤسسة بهدف المحافظة على مراكزها الوظيفية وتجنب النقد والتغيير بالإضافة إلى سعيهم لتكوين ثروات شخصية واتخاذ القرارات بكل استقلالية. كما يقدمون على شراءها بسعر أقل مما يجب عن طريق التحكم في العروض واتخاذ إجراءات تمنع بيع المنشأة أو دمجها من قبل الغير.

#### ب- شراء مؤسسة من طرف إطارات خارج المؤسسة أو الإدارة الخارجية (LMBI) In Leveraged Management Buy Out

هي العملية التي تسمح لأطراف خارجية بشراء المؤسسة وإدارتها، حيث قد يقوم المستثمرون شخصيا بالتسيير أو قد يوظفون طاقم تسيير جديد من خارج المؤسسة.

#### ج- شراء مؤسسة من طرف إطارات داخلية وخارجية (BIMBO) Buy In Management Buy Out

تعني هذه العملية مساهمة كل من المستثمرين الخارجيين والمسيرين الداخليين في رأسمال الشركة المستهدفة من جهة، والتشارك في إدارتها من جهة أخرى.

#### د- شراء مؤسسة من طرف المالك (LOBO) Leverage Owner Buy Out

<sup>1</sup> Anthony Seghers, **la structuration d'un LBO (leverage buy out)**, 2007, sur le site: <https://www.memoire.com>, consulté le 01/06/2018- 14:00.

تحدث هذه العملية عندما يقوم المساهم الرئيسي الذي يملك أغلبية أسهم الشركة بشراء أسهم الأقلية بواسطة الديون.

#### هـ - عملية LBO عن طريق التكتل (LBU) Leveraged Build-Up

تتمثل في شراء مؤسسات أخرى في نفس القطاع بهدف بناء مجمع قوي وتحقيق التكاملات الصناعية، ومن تم تحقيق أرباح معتبرة. يمول هذا الشراء عن طريق الديون. بعيدا عن هذا التصنيف يوجد ما يدعى بالـ LBO العكسي (Reverse LBO)، وهو يعد من أهم الخطوات المثيرة للاهتمام في دورة حياة المؤسسة. ويقصد به قيام جماعة الشراء من مستثمرين أو مسيرين ببيع المؤسسة عن طريق تحويلها إلى مؤسسة مساهمة عامة بعد تحقيق أهدافها من عملية LBO. وتهدف هذه العملية إلى خلق مكاسب كبيرة وسداد ديون الشراء المستحقة الدفع.

#### 2-1-3-3-2- أثر الروافع عن عمليات LBO

تنتج عن عمليات LBO في الشركة مجموعة من الآثار نوجزها فيما يلي:<sup>1</sup>

##### أ- أثر الرافعة المالية

يؤثر تمويل شراء الشركة المستهدفة بنسبة كبيرة بالديون على استقرار الهيكل المالي للشركة القابضة، إلا أن هذا من جهة يسمح بتقليص الاستثمار المالي الضروري لشراء والتحكم في المؤسسة. من جهة أخرى، يرفع هذا من مردودية الأموال الخاصة، وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية للشركة المستهدفة تفوق تكلفة الاقتراض بعد الضريبة. ومن شأن التدفقات النقدية الحرة لهذه الشركة في السنوات اللاحقة للشركة القابضة أن تغطي أقساط الدين وتوزيعات الأرباح. ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية:

$$RF = [RE + (RE - i) D/CP] (1-t)$$

حيث:

RF:	المردودية المالية
D:	الديون
RE:	المردودية الاقتصادية
CP:	الأموال الخاصة
i:	معدل الفائدة
t:	معدل الضريبة

<sup>1</sup> Georges legres, " Ingénierie financière " Fusion, Acquisitions et autres restructurations des capitaux, Dunod, paris, 2012, pp 81-85.

من المعادلة السابقة نلاحظ أن المردودية المالية مرتبطة بالفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون (RE-i)، وهذا عندما تكون الديون ضمن التركيبة المالية للمؤسسة إلى جانب الأموال الخاصة (D/CP > 0)، حيث يكون أثر الرفع المالي ايجابيا عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الديون.

### ب- أثر الرافعة الجبائية

تحقق التكاليف المالية للديون للمؤسسات وفر ضريبي كونها تخصم من النتيجة، وبالتالي تخفض من قيمة الضريبة المستحقة، وهو ما يعرف بأثر الرافعة الجبائية. حيث تستفيد المؤسسة القابضة من هذا الأثر عندما تمتلك على الأقل 95% من أسهم المؤسسة المستهدفة، مما يتيح لها اختيار نظام الاندماج الجبائي وذلك تفاديا للازدواج الضريبي حيث تصبح المؤسسة القابضة هي الوحيدة التي تدفع الضرائب، وهذا بعد خصم خسائر المؤسسة القابضة (تكاليف ديون الشراء) من الأرباح التي حققتها المؤسسة المستهدفة.

أما إذا كانت الشركة القابضة تمتلك من 50% إلى 94% من رأسمال المؤسسة المستهدفة فلا تستفيد من هذا النظام وبالتالي لا تحقق اقتصاديات ضريبية. في هذه الحالة، تلجأ إلى نظام آخر هو نظام " الأم- بنت " والذي يقتضي خضوع المؤسسة المستهدفة للضريبة على أرباح الشركات، بينما أرباح القابضة تعتبر كنواتج مالية لا تخضع للضريبة وذلك تفاديا للازدواج الضريبي.

### ج- أثر الرافعة القانونية

تفسر الرافعة القانونية من زاوية التحكم في المؤسسة المستهدفة من خلال إنشاء عدة مؤسسات قابضة متتالية بنسبة قليلة من رأس المال، حيث أن المساهمة في رأس مال المؤسسة القابضة الأولى تكون أكبر من 50%. لكن هذه النسبة تتراجع بزيادة عدد المؤسسات القابضة، غير أنهم يسيطرون و يتحكمون في المؤسسة المستهدفة. ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية:

$$CP (\text{repreneurs}) = (PC^X) \times VE$$

حيث:

CP: الأموال الخاصة للإطارات

PC: نسبة الرقابة والسيطرة

X: عدد المؤسسات القابضة المتتالية

VE: قيمة المؤسسة المستهدفة

وفقا لهذه المعادلة نلاحظ أن قيمة الأموال الخاصة تتخفض بزيادة عدد المؤسسات القابضة مع بقاء نسبة الرافعة ثابتة.

#### د- أثر الرافعة الاجتماعية

تظهر اثر الرافعة الاجتماعية بصفة خاصة عند استرجاع المؤسسة من طرف العمال، حيث يحافظون على وظائفهم ولا يتم تسريحهم، وبالتالي لا يزيد معدل البطالة. كما ترتفع رواتبهم باعتبارهم الملاك الجدد ويتحسن مستواهم المعيشي.

### 2-2- عمليات الاندماج

عملية الاندماج هي اتحاد للمصالح بين شركتين أو أكثر لتكوين شركة واحدة. ويتم هذا الاندماج إما بذوبان إحداهما في الأخرى وتسمى اندماج عن طريق الضم، أو بمزجها معا في شركة جديدة تحل محلها وتنتقل كافة حقوق والتزامات الشركات المندمجة وكذلك مساهمها أو شركائها إلى الشركة الدامجة أو الجديدة. كما أن قرار الاندماج يتمتع بخصوصية عدم القابلية للرجوع ويقتضي اختفاء واحدة على الأقل من الشركات المعنية بالعملية مما يتطلب عمليات تقييم عالية الدقة، لمعرفة قيمة كل شركة على حدة، قبل عملية الاندماج، بما يسمح بتحديد نسبة ملكية مساهمي كل واحدة في الكيان الجديد.

#### 2-2-1- الاندماج عن طريق الامتصاص (الضم) Fusion-Absorption

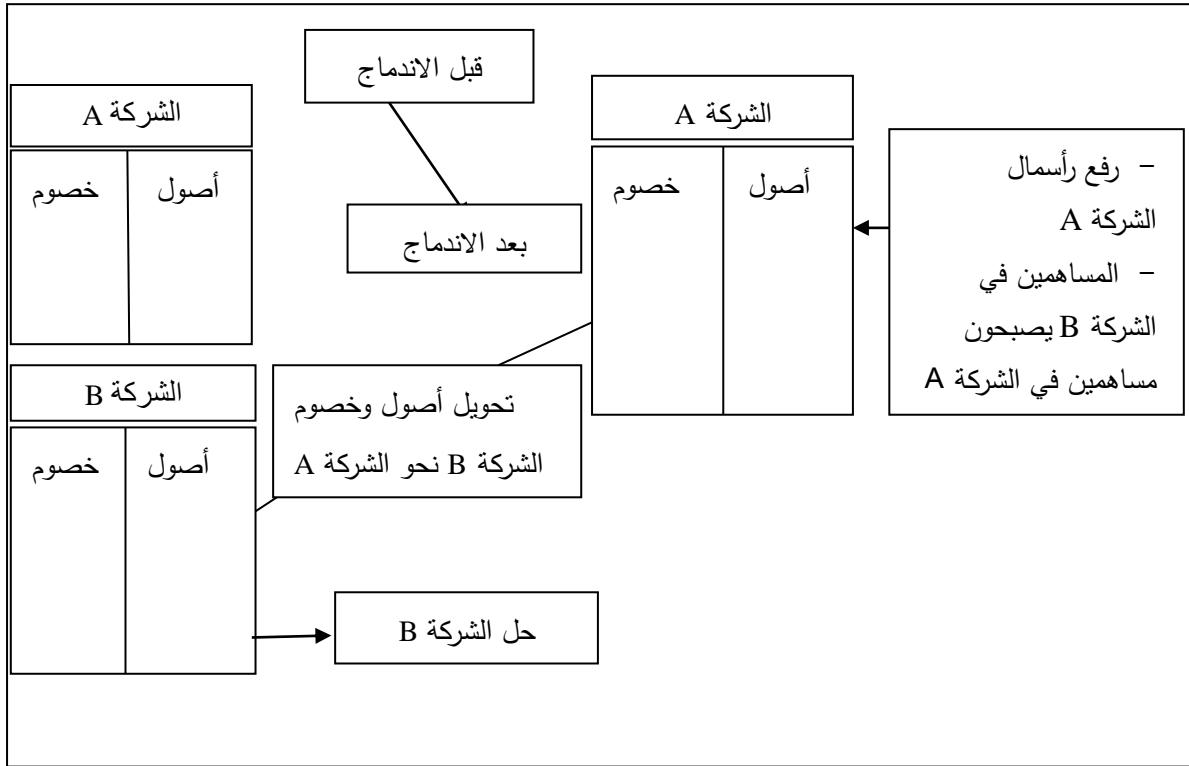
يتحقق الاندماج بطريق الضم من خلال اندماج شركة أو أكثر بشركة أخرى قائمة، تسمى إحداهما بالشركة الدامجة، وتسمى الشركة الأخرى بالشركة المندمجة. وتتقضي هنا الشخصية المعنوية للشركة المندمجة، مع انتقال موجوداتها والتزاماتها انتقالاتا كاملا إلى الشركة الدامجة. كما تحتفظ هذه الأخيرة بشخصيتها المعنوية.<sup>1</sup> يصاحب هذا النوع القيام بالعمليات التالية:<sup>2</sup>

- رفع رأس مال الشركة الدامجة.
- استبدال أسهم بين أسهم الشركة الماصة والممتصة.
- التحويل الشامل لممتلكات الشركة الممتصة نحو الشركة الماصة.
- انحلال وزوال الشركة الممتصة.

<sup>1</sup> أحمد محمود لمساعدة، العلاقة القانونية للشركة القابضة مع الشركات التابعة لها (دراسة مقارنة)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 12، جوان، 2014، ص 117.

<sup>2</sup>Aslanoff Audrey, op cit, P 52.

شكل رقم (05): عملية الاندماج عن طريق الضم



Source :Oliver Meier, Op Ci, P72 .

يترتب عن هذه العملية مجموعة من النتائج تتمثل في تغير توزيع السلطات الإدارية بدخول مساهمي الشركة المندمجة في الكيان الجديد، وكذا تغير شروط العمل (عقود، أنظمة، تشريعات، اتفاقيات جماعية، مراكز تسيير). كما تخلق نتائج هامة على الصعيد المحاسبي والضريبي في ظل إعادة تقييم محاسبي لعناصر الأصول والخصوم، وتغير القاعدة الضريبية للشركة.<sup>1</sup>

## 2-2-2- الاندماج عن طريق المزج أو إنشاء شركة جديدة Merge-Consolidation

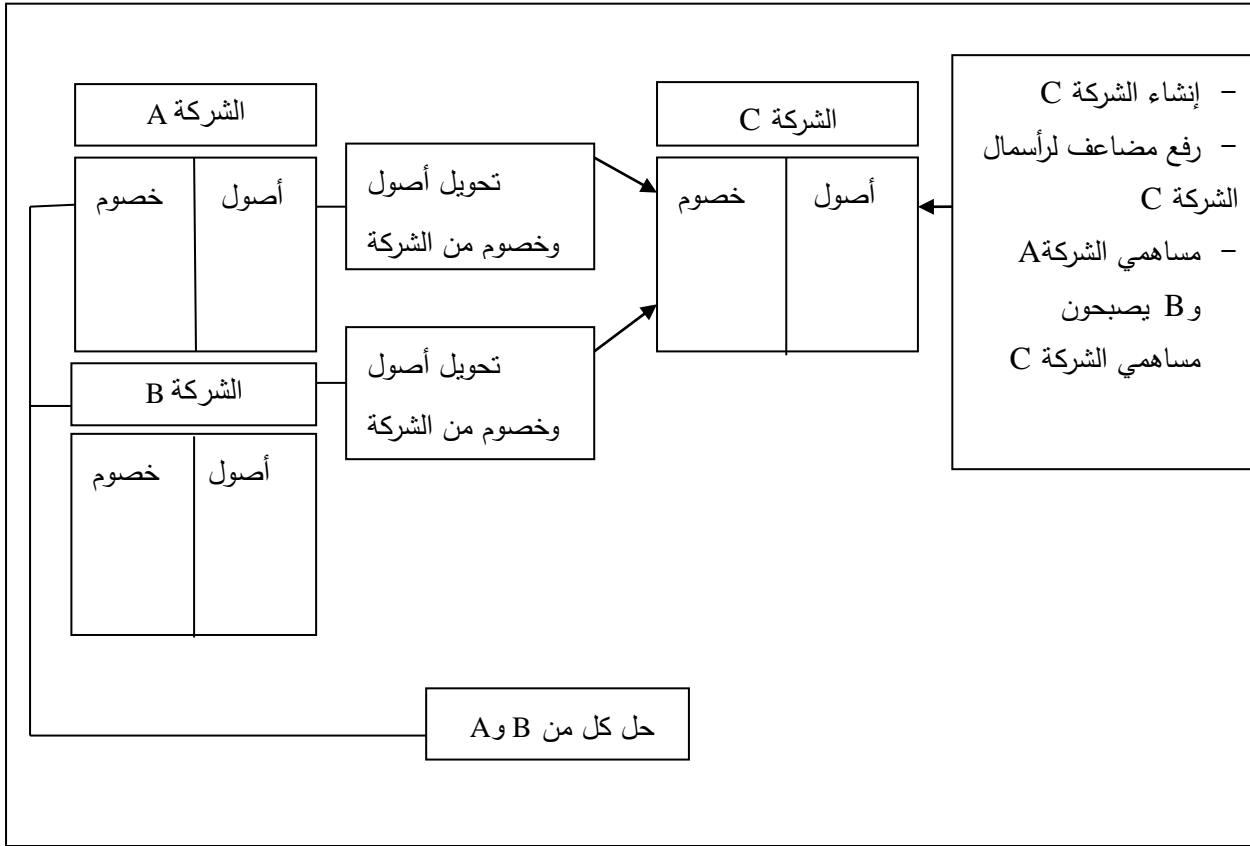
يعبر عن اندماج عدة شركات قائمة مع بعضها البعض، بحيث تنشأ شركة جديدة ذات شخصية معنوية مستقلة بمجموع رأسمال الشركات المندمجة. يتم حل الشركات المعنوية فتزول شخصيتها المعنوية وتنقل ذممها المالية إلى الشركة الجديدة أين تصبح هذه الأخيرة مسؤولة عن التزاماتها السابقة.

ويتبع هذا الاندماج في الشركات ذات الأحجام والمستويات المتقاربة من الناحية المالية والاقتصادية، مما يسمح بإعطاء حقوق متساوية للمساهمين من حيث سلطة الإدارة والعوائد، ويساهم في حل المشاكل

<sup>1</sup> ضيف روفية، مرجع سابق، ص 92.

القائمة بين الشركتين قبل الاندماج<sup>1</sup>. والشكل الموالي يوضح ذلك:

شكل رقم (06): عملية الاندماج عن طريق المزج



Source : Audrey Aslanoff, op cit, P 53.

## 2-3- العوامل المؤثرة في اختيار نمط تمويل عمليات الاندماج والاستحواذ

يطرح أمام الشركة الراغبة في السيطرة العديد من الطرق لتمويل صفقات عمليات الاندماج والاستحواذ من بينها التمويل النقدي، التمويل بتبادل الأسهم، والتمويل المختلط. وتتحكم في اختيار طريقة التمويل المناسبة عدة عوامل منها:<sup>2</sup>

- قيمة الصفقة: كلما كانت قيمة الصفقة كبيرة كلما تعذر تسديدها نقداً. وبالتالي يكون من المناسب إتباع طريقة مبادلة الأسهم أو طريقة التسديد المختلط. ويتم التعرف على حجم وقيمة الصفقة من خلال نتائج التحليل المالي في تقييم الشركة المستهدفة أو المندمجة.

<sup>1</sup> إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، الجزء الثالث عشر تحويل الشركات وإنقضاءها واندماجها، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، بدون سنة، ص 287.

<sup>2</sup> موسى بن منصور، دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات، ص 84، 83.

- الرغبة في السيطرة: كلما كانت رغبة ملاك الشركة الحاليين كبيرة في السيطرة على رأس مال شركتهم وإدارتها، كلما كانت طريقة مبادلة الأسهم أقل جاذبية. هذا أن عملية مبادلة الأسهم تعني إدخال مساهمين جدد، ومن ثم إضعاف مركز المساهمين القدامى. هنا يظهر دور التحليل المالي من خلال معرفة هيكل رأس المال ونسب الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية في الشركة، و أثر ذلك على المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة.
- أسعار الأسهم وقت العملية: أي مقارنة أسعار أسهم الشركة المستهدفة أو المندمجة بأسعار أسهم الشركة الدامجة وقت إبرام الصفقة. فكلما كانت أسعار أسهم الشركة الثانية مرتفعة مقارنة بأسعار أسهم الشركة الأولى، كانت مبادلة الأسهم أكثر جاذبية، بينما تكون طريقة السداد نقدا أفضل في الحالة المعاكسة. وتتم المقارنة كذلك باستخدام نتائج التحليل المالي في تقييم الشركتين الداخلتين في العملية.
- النقدية المتاحة: إذا توافرت للشركة المشتريّة النقدية الكافية لإتمام الصفقة، تكون طريقة السداد نقدا أكثر نجاعة، إذ تمكن من تنفيذ الصفقة بسرعة أكبر وبتكلفة أقل.
- علاوة الحيازة: تمثل علاوة الحيازة الفرق بين السعر المعروض والسعر السوقي. فكلما كان السعر المعروض أكبر، أي علاوة الحيازة مرتفعة، كلما كان ذلك تحفيزا وإغراءا للمساهمين في الشركة المستهدفة أو المندمجة مهما كانت الطريقة المعتمدة في التسديد. أي أن المستثمر هو الذي يحدد الطريقة الملائمة لظروفه.
- سيولة الأسهم: إذا كانت أسهم الشركة الدامجة تتمتع بسيولة عالية، فإن مساهمي الشركة المستهدفة يكونون أكثر ميولا نحو طريقة مبادلة الأسهم، عكس ما لو كانت أقل سيولة أو غير مدرجة في البورصة.
- السرعة والكتمان: كلما كانت الشركة تطمح في تحقيق الاندماج بسرعة وبسرية، كلما كان الدفع النقدي أفضل لكونه يخلو من أي تعقيدات أو ترتيبات أو مضايقات من المساهمين.
- الأثر الضريبي: يلعب الأثر الضريبي دورا هاما في اختيار الطريقة التي يتم بها سداد صفقة الاندماج، وذلك حسب حجم الوفر الضريبي الممكن تحقيقه عند إتباع أي طريقة من الطرق السابقة. ويتحدد هذا الوفر تبعا للمبادئ والقواعد المحاسبية والمالية المتعارف عليها أهمها:
- إذا تم تسديد ثمن الصفقة بأسهم عادية أو أسهم ممتازة لها حق التصويت فإن أي مكاسب تتحقق تكون معفاة من الضريبة، لأنه لا يتم الاعتراف بها إلا عند بيع الأسهم الجديدة.

- إذا تم تسديد ثمن الصفقة نقداً أو بأوراق مالية ليس لها حق التصويت مثل السندات أو الأسهم الممتازة التي لا تملك حق التصويت، فإن أي مكاسب يحققها هؤلاء المساهمين بسبب الانضمام تخضع للضريبة بمجرد إتمام عملية الاندماج.



## خلاصة

لقد أصبحت عمليات الاندماج والاستحواذ أمراً شائعاً متكرر الحدوث في الوقت الراهن ويتم عادة استخدام لفظي الاندماج والاستحواذ كمترادفين في القرارات الاستثمارية الإستراتيجية. وعليه، من الضروري التمييز بين هذين المصطلحين. فعملية الاندماج بين شركتين متماثلتين تشتمل على انضمام كيانين من نفس المستوى إلى بعضهما البعض للاستفادة من أفضل الإمكانيات المتوفرة لدى كل منهما، إما عن طريق الامتصاص أو المزج. أما عملية الاستحواذ فإنها تشتمل على ضم شركة اصغر إلى شركة أكبر حجماً استحوذاً كلياً أو جزئياً، حيث يتم التمويل بشكل نقدي أو عن طريق تبادل الأسهم أو المزج بينهما. ويتم ذلك من خلال ما يعرف بالعروض العامة للشراء والعروض العامة للتبادل اللذان يعتبران كأسلوب مالي لإعادة بناء البنية الأساسية للشركات إما بشكل ودي أو بشكل غير ودي (عدائي). كما يمكن شراء الشركات، عن طريق أثر الرفع المالي.

# الفصل الثاني: الأداء المالي للشركات

تمهيد

1- ماهية الأداء المالي

2- تقييم الأداء المالي ومؤشرات قياسه

خلاصة

**تمهيد**

يخصى موضوع الأداء باهتمام الكثير من الباحثين والمفكرين الاقتصاديين ومدراء المنظمات، كونه دالة لكافة أنشطة المنظمة وهو المرآة التي تعكس وضع المنظمة من مختلف جوانبها والفعل الذي تسعى كافة الأطراف في المنظمة لتعزيزه. و يحتل الأداء المالي، باعتباره أحد العناصر المكونة للأداء، أهمية خاصة في كل النظم والمؤسسات الاقتصادية، وذلك نظرا لندرة الموارد الاقتصادية والمالية مقارنة بالاحتياجات الكبيرة لها. لهذا يعتبر من أهم التحديات التي يواجهها مديرو الشركات هو كيفية استخدام الموارد المتاحة لهم أفضل استخدام.

يتجلى هدف تحليل وتقييم الأداء المالي للشركات المختلفة في توفير المعلومات المالية لكل الأطراف المهتمة بنشاط الشركة للوقوف على نقاط القوة والضعف فيها. كما تعد المؤشرات المالية من أدوات التحليل الأكثر شيوعا واستخداما في تحليل الأداء الكلي والجزئي للمنظمات كافة. وعليه، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى ماهية الأداء المالي، وعملية تقييم الأداء المالي، ومؤشرات قياسه.

**1- ماهية الأداء المالي**

مهما بلغ المستوى المتاح من موارد الشركة على اختلاف أنواعها، فلا يمكنها استغلالها إلا عن طريق إدارة رشيدة. ولا تستطيع هذه الإدارة معرفة ما حققته من نتائج وما ضيعته من فرص وتحديد خطتها المستقبلية إلا عن طريق التقييم الجيد لأدائها، خاصة الأداء المالي.

**1-1- مفهوم ومجالات الأداء**

يعد الأداء مفهوماً جوهرياً وهاماً بالنسبة للشركات بشكل عام. وعلى الرغم من أهمية الأداء وكثرة الدراسات التي تناولته، إلا أنه لم يتم التوصل إلى إجماع حول مفهوم محدد له. لهذا يبقى الأداء مجالاً خصباً للبحث والدراسة لارتباطه الوثيق بمختلف المتغيرات والعوامل سواء الداخلية أو الخارجية.

**1-1-1- مفهوم الأداء ومفاهيم اقتصادية أخرى**

يعتبر الأداء مفهوم واسع، ومحتوياته متجددة بتجدد وتغير وتطور مكونات الشركة على اختلاف أنواعها.

**1-1-1-1- مفهوم الأداء**

يعتبر مصطلح الأداء من المصطلحات المتعددة المعاني، فأصل كلمة أداء يعود إلى القرن الثالث عشر، حيث تم اشتقاقها من الكلمة اللاتينية performer التي تعني إنجاز أو تنفيذ. إلا أن المصطلح استمد مفهومه الواسع في القرن الخامس عشر من اللغة الإنجليزية بظهور الفعل to perform والذي يعني إنجاز عملية أو مهمة، وتحقيق النتائج والنجاح في الوصول إلى الأهداف المسطرة.<sup>1</sup>

ويقصد بالأداء " جملة من الأبعاد المتداخلة التي تتضمن كيفية الإنجاز والطريقة المتبعة في تنفيذ توجهات الإدارة، ومدى تطابق ما تم إنجازه مع المعايير والمقاييس المحددة، والمتعلقة بالكمية، والنوعية والوقت".<sup>2</sup>

وعرفت Anick Bourguignon الأداء بأنه " تحقيق الأهداف التنظيمية مهما كانت طبيعة ونوع هذه الأهداف، ويمكن فهم هذا التحقيق على المستوى الضيق ( النتيجة) أو على المستوى الواسع للعملية التي

<sup>1</sup> كنزرة جمال، انعكاسات إعادة الهندسة على نجاح المؤسسة (دراسة حالة المؤسسة المينائية سكيكدة)، أطروحة دكتوراه، جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة- الجزائر، 2016-2017، ص 54.

<sup>2</sup> نوي فطيمة الزهرة، أثر تطبيق الحوكمة المؤسسية على تحسين أداء البنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، 2016-2017، ص 70.

تؤدي إلى النتيجة".<sup>1</sup>

ويعرف كل من Miller & Bromiley الأداء على أنه " انعكاس لكيفية استخدام المنظمة لمواردها المادية والبشرية، واستغلالها بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها".<sup>2</sup>

وعرف Lebars & Euske الأداء بأنه " مجموعة من المؤشرات المالية و غير المالية التي توفر معلومات حول مدى تحقيق الأهداف والنتائج".<sup>3</sup>

من خلال استعراض المفاهيم السابقة عن الأداء، يمكن النظر إليه على أنه صورة حية تعكس نتيجة ومستوى قدرة المنظمة على استغلال مواردها وقابليتها في تحقيق أهدافها الموضوعية من خلال أنشطتها المختلفة، وفقا لمعايير تلاءم المنظمة وطبيعة عملها.

### 1-1-1-2- الأداء ومفاهيم اقتصادية أخرى

في كثير من الأحيان يتم الخلط بين مفهوم الأداء ومفاهيم اقتصادية أخرى، فوفقا للكاتب Tchankam توجد العديد من المصطلحات التي يمكن استعمالها من أجل تعريف الأداء منها: الفعالية، الكفاءة، المردودية، الإنتاجية... الخ.<sup>4</sup> ويرى الكاتب جيلبرت Gilbert بأنه يمكن فهم الأداء من خلال العلاقة بين كل من الفعالية والكفاءة والملائمة، وفيما يلي سيتم التعرف على هذه المفاهيم وأوجه الاختلاف بينها وبين مفهوم الأداء:<sup>5</sup>

أ- الفعالية: يمكن تعريفها بأنها درجة أو مستوى تحقيق الأهداف، وبصورة أكثر تحديدا أنها نسبة الهدف المتحقق إلى الهدف المخطط أو المرسوم مسبقا، فالفعالية تتضمن التأكيد على تحقيق الهدف الذي يمكننا الوصول إليه من وراء مخرجات المشروع، ولكنها لا تهتم بمقدار الموارد التي يجب أن نضحي بها من أجل تحقيق ذلك الهدف.

ب- الكفاءة: تعبر الكفاءة عن الاستخدام العقلاني والرشيد في المفاضلة بين البدائل. واختيار أفضلها بشكل يسمح بتقليل التكاليف وتعظيم الربح إلى أقصى درجة ممكنة، ويكون ذلك عند اختيار أسلوب علمي معين للوصول إلى هدف معين.

<sup>1</sup> Angel Renaud, Nicolas Berland , **Mesure de la performance globale des entreprises**, comptabilité et environnement, mai 2007, France. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00544875/document>.

<sup>2</sup> وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، **أساسيات الأداء وبطاقة التقويم المتوازن**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2009، ص 38.

<sup>3</sup> Beryl Akoth Olang, **the influence of conflict management on organisational performance : A case of stima Sacco society limited**, united states international university, 2007, p 11.

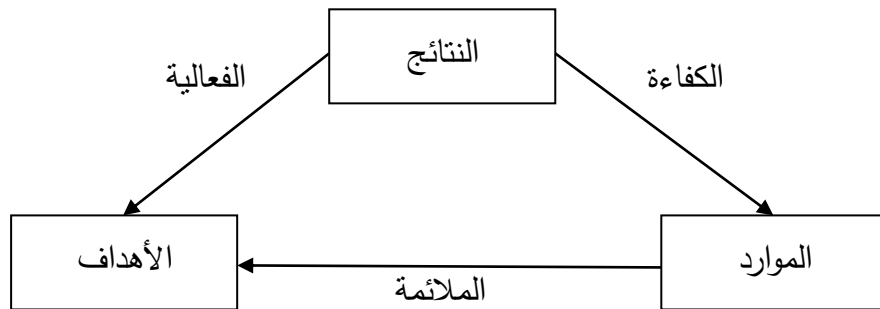
<sup>4</sup> Mohamed Bouamama, **Nouveaux défis du système de mesure de la performance : cas des tableaux de bord. Gestion et management**, université de bordeaux, 2015, p 36.

<sup>5</sup> نوي فطيمة الزهرة، مرجع سابق، ص ص 72، 73.

إن المفاهيم السابقة تعكس الأبعاد المختلفة لعملية إنجاز المهام الوظيفية، فإذا نظرنا إليها من زاوية إنجاز العمل وتأديته على الوجه المطلوب فإن ذلك يشير إلى الأداء، أما إذا نظرنا من زاوية مدى تحقيق الأهداف المحددة فإن ذلك ينطبق على الفعالية، أما إذا كان المنظور يتعلق بالكيفية التي يتم بها تحقيق هذه الأهداف فإن هذا الأمر يتعلق بالكفاءة.

في هذا الصدد اقترح Gilbert هذا النموذج.

شكل رقم (07): العلاقة بين الكفاءة والفعالية



Source: Anouar Najeh, Op, Cit, P 109.

### 1-1-2- مجالات الأداء

وتتمثل هذه المجالات في:

1- مجال الأداء المالي: وهو الميدان المتعلق بالجانب المالي، حيث يعتبر الأداء المالي المقياس المحدد لمدى نجاح الشركات، حيث أن عدم تحقيق المنظمات لمستوى مقبول من هذا الأداء يعرض وجودها واستمرارها للخطر باعتباره الهدف الأهم في المنظمة، حيث يعتقد (Harrison & John) أن مؤشرات الأداء المالي يمكن استخدامها كمؤشرات أساسية، تستخدم في عملية التحليل الداخلي للمنظمة، فالأداء المالي يعتبر أداة إستراتيجية مهمة، يمكن للمدراء استخدامها في تحديد مستوى الأداء الكلي في المنظمة، فظلا عن ما يؤشره من نقاط قوة وضعف داخلية. ويؤكد الكاتبان على أهمية الأداء المالي فيما يتعلق بالعوامل البيئية الخارجية، إذ أن الشركة ذات الأداء المالي المرتفع، تكون أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص والتهديدات البيئية الجديدة، كما أنها تتعرض لضغط أقل من أصحاب المصالح والحقوق، مقارنة بغيرها من الشركات والتي تعاني من الأداء المالي المتردي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محي الدين القطب، الخيار الاستراتيجي وأثره في تحقيق الميزة التنافسية، الطبعة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص ص 51، 50.

2- مجال الأداء العملياتي: يمثل ميدان الأداء العملياتي الحلقة الوسطى لأداء الأعمال في الشركة، فبالإضافة إلى المؤشرات المالية يجب الاعتماد على مقاييس ومؤشرات تشغيلية في الأداء كالحصة السوقية، تقديم منتجات جديدة، نوعية المنتج، الخدمة المقدمة، فاعلية العملية التسويقية، الإنتاجية، وغيرها من المقاييس، حيث أن الاعتماد على المؤشرات المالية فقط في تقديم الأداء يعطي رؤية غير متكاملة الأبعاد حول المؤسسة، لذا يجب تعزيز هذا الأسلوب في القياس بمقاييس أداء غير مالية تتمحور حول العملاء، العمليات الداخلية، وأنشطة الإبداع والتطوير، بحيث يتم تعزيز الأداء المستقبلي للشركة.<sup>1</sup>

3- مجال الفاعلية التنظيمية: يمثل ميدان الفاعلية التنظيمية المفهوم الأوسع والأشمل لأداء الأعمال الذي يدخل في طياته أسس كل من الأداء المالي والأداء العملياتي،<sup>2</sup> فالفاعلية التنظيمية مفهوم ينطوي على القدرة على تحقيق الأهداف أي التأكد من أن استخدام الموارد المتاحة قد أدى إلى تحقيق الغايات والأهداف المرجوة،<sup>3</sup> ويمكن قياسها من خلال معرفة النمو في صافي الربح، وهامش الربح ومعدل الاستثمار ورضا العاملين، وتوجهات المديرين واستيعاب الشركة للتطور والإبداع التقني وغيرها من المقاييس.<sup>4</sup>

### 1-2- مفهوم الأداء المالي أهميته وأهدافه

من شأن تفوق شركة على غيرها من الشركات في ميدان الأداء المالي أن يضمن لها مركزا تنافسيا، ويفتح الآفاق أمامها للانطلاق نحو تعزيز ذلك المركز وتطويره. فتحقيق الأداء المتفوق والمركز المالي المتفوق يعان وجهان لعملة واحدة، كما يرى Thompson & Strickland أن أفضل الأدلة حول أداء المنظمة إستراتيجيا هو أداءها المالي.<sup>5</sup>

### 1-2-1- مفهوم الأداء المالي

تعددت مفاهيم الأداء المالي، باعتبار أن كل باحث ينظر إلى الأداء المالي من زاويته الخاصة. فقد عرف على أنه " انعكاس لكيفية استخدام الشركة للموارد المالية والبشرية، واستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها

<sup>1</sup> بولحديد مراد، دور مراقبة التسيير في تحسين أداء المؤسسة (دراسة حالة المؤسسة المينائية بسكيدة)، مذكرة ماجستير، جامعة 20

أوث 1955 سكيدة- الجزائر، 2012-2013، ص 49.

<sup>2</sup> نوي فطيمة الزهرة، مرجع سابق، ص 76.

<sup>3</sup> محي الدين قطب، مرجع سابق، ص 60.

<sup>4</sup> نوي فطيمة الزهرة، مرجع سابق، ص 76.

<sup>5</sup> محي الدين قطب، مرجع سابق، ص 52.

قادرة على تحقيق أهدافها".<sup>1</sup> كما عرف على أنه " تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة ومجابهة المستقبل من خلال اعتمادها على الميزانيات، وجدول حسابات النتائج والجدول الملحقه".<sup>2</sup> زيادة على ذلك عرف الأداء المالي بأنه " تعظيم النتائج من خلال تحسين المردودية، ويتحقق ذلك بتدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل، بغية تحقيق كل من التراكم في الثروة والاستقرار في مستوى الأداء".<sup>3</sup>

### 1-2-2- أهمية الأداء المالي

يكتسي الأداء المالي أهمية بالغة نظرا للأسباب التالية:<sup>4</sup>

- مهما كانت الشركة خاصة أو عامة فإن هدفها بالدرجة الأولى هو تحقيق الربح، لذلك فإنها تواجه التزام طاقات أعضائها لتحقيق الأهداف المرجوة حتى تشبع دوافعهم. لذا فإن دراسة الأداء المالي وتقييمه يقدم أداة رئيسية للرقابة في الشركة، فهي تظهر من أجل تصحيح وتعديل الإستراتيجية وترشيد استخدام الموارد المتاحة.

- يعمل الأداء المالي على الكشف عن نقاط القوة والضعف في الشركة أي قياس حالة التقدم والتأخر فيها وبالتالي فالأداء المالي الجيد يصبح شرطا أساسيا لتأمين بقاء الشركة في بيئة تنافسية. ويظهر كشرط إجباري للمساهم بصفة خاصة، حيث تسمح مؤشراتته بالحكم على درجة أمان الشركة، ولذلك فهي تركز على الخطة التمويلية والاستثمارية.

- يمثل الحصول على مستويات أداء مرتفعة إجراء ديناميكيا، إذ أن النجاح في إنجاز أهداف الشركة يحقق الإشباع المطلوب ويقوي دافعيها وأطرافها. وتؤدي هذه الدافعية بدورها إلى زيادة الفعالية إلى مستوى النجاح المطلوب. في هذا الصدد، يذكر أحد الباحثين الاقتصاديين أن الشركات الرائدة في الأداء هي التي تستطيع نمذجة مستقبلها مع تحديد أهداف واضحة وواقعية وفي ظل توزيع مواردها في المجال والزمن المؤديان مقدما إلى تدنية ظروف عدم التأكد الآتية من بيئتها، كل ذلك بفضل طرق تحليل وقرارات رسمية ومنهجية.

### 1-2-3- أهداف الأداء المالي

<sup>1</sup> عادل قرقاد، أثر حوكمة المؤسسة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة مجمع صيدال للمنتجات الصيدلانية)، مذكرة ماجستير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة- الجزائر، 2011-2012، ص 59.

<sup>2</sup> بن خروف جليبة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة و اتخاذ القرارات (دراسة حالة للمؤسسة الوطنية لإنجاز القنوت)، مذكرة ماجستير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس- الجزائر، 2008-2009، ص 76.

<sup>3</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 6.

<sup>4</sup> فروم محمد الصالح، النمو والأداء المالي والإستراتيجي للمؤسسة (دراسة حالة مؤسسة تحويل الخشب والحديد بعنابة)، مذكرة ماجستير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة- الجزائر، 2006-2007، ص 86 ، 87.



يمكن اعتبار الأهداف التي تسعى إليها المؤسسة من خلال سياستها المالية تدل وبشكل كبير على الأهداف التي ترجوها من أدائها المالي. فالهدف الأساسي للأداء المالي هو تمويل النمو على المدى المتوسطة والطويل ولا يتحقق هذا إلا من خلال تحقيق نتائج عالية، والتحكم الكبير في التوازن المالي بنوعيه القصير والطويل. وتوجد أخرى نلخصها فيما يلي:<sup>1</sup>

- ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية، وبالتالي قدرة الشركة على مواجهة الاستحقاقات المالية وتفاذي مخاطر التوقف عن الدفع.

- تحقيق مردودية عالية عن طريق تدنية تكاليف الاستدانة والأموال الخاصة.

- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال.

- يهدف الأداء المالي إلى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا، وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في الشركة لتحديد جوانب القوة والضعف فيها، والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين.

### 1-3-1- معايير الأداء المالي

من المهم تحديد نسب معيارية ( Standard Ratios ) تستخدم في متابعة تغير النسب المالية للشركة. لأن الحكم على طبيعة تغيرها عبر الوقت يعتمد على قابلية المستفيدين منها على مقارنتها مع معيار معين. و أربعة أنواع رئيسية من النسب المعيارية:<sup>2</sup>

#### 1-3-1-1- المعايير التاريخية historical Standards

تحسب هذه النسب من الكشوفات المالية للسنوات السابقة لغرض رقابة الأداء من قبل الإدارة المالية والاستفادة منها في وضع الخطط المستقبلية.

#### 1-3-1-2- المعايير المطلقة Absolute Standards

تأخذ هذه المعايير شكل قيمة ثابتة لنسب معينة مشتركة بين جميع الشركات وتقاس بها النسبة ذات العلاقة في شركة معينة مثل نسبة التداول (2) مرة والنسبة السريعة (1) مرة.

#### 1-3-1-3- المعايير القطاعية Industry Standards

يستفيد المحلل المالي بدرجة كبيرة من المعايير القطاعية في رقابة الأداء، وهي معايير تمثل متوسط Average لأداء القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، خاصة وأن الشركات تتشابه في العديد من الصفات

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي. يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 236.

<sup>2</sup> أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 78.

والخصائص.

### 1-3-4- Target or Budgetary Ratios المعايير المستهدفة

هي نسب تستهدف إدارة الشركة تحقيقها من خلال تنفيذ الموازنات ( الخطط). وبالتالي فإن مقارنة النسب المتحققة مع تلك المستهدفة تبرز أوجه الابتعاد بين الأداء الفعلي والمخطط، ومن ثم اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

#### 1-4-1- مقومات الأداء المالي الجيد

يمكن الحكم على جودة الأداء المالي من خلال العناصر التالية:

##### 1-4-1- الإدارة الإستراتيجية

هي إطار عام مرشد للتفكير والتصرف تتخذه الإدارة العليا. ويكون هذا مستمدا من الأهداف العليا للشركة، ليصبح وسيلة لتحقيق تلك الأهداف وموجها للقرارات المصيرية المستقبلية التي تتخذها تلك الإدارة. ويتعلق هذا سواء بتعبئة مواردها حول التطوير المستمر لموقفها التنافسي، أو لمواطن قوتها. ويتم ذلك من خلال إحداث الموائمة والتكيف مع البيئة الخارجية وصولا إلى أداء رسالتها. كما تعتبر الإدارة الإستراتيجية خطة بعيدة المدى تركز على تحليل وضع الشركة من حيث طبيعة العمل، والموقف التنافسي، والموقع بالسوق، وتحديد أهدافها المستقبلية.<sup>1</sup>

##### 1-4-2- الشفافية

البيئة التي تكون فيها المعلومات المتعلقة بالظروف والقرارات والأعمال الحالية متاحة ومنظورة ومفهومة وبشكل أكثر تحديدا. وهي منهج توفير المعلومات وجعل القرارات المتصلة بالسياسات المتعلقة بالمجتمع معلومة من خلال النشر في الوقت المناسب والانفتاح لكل الأطراف ذوي العلاقة. وتعني تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث وأن يتصف المقيم أو المحلل بالعدل وأن يتحلى عند قيامه بعمله بالنزاهة والصدق والموضوعية في أدائه لواجباته، وأن يتجرد من المصالح الشخصية، وألا يخضع حكمه لأراء الآخرين، وأن لا يقوم عن علم بتقديم معلومات على غير حقيقتها. كما ينبغي على المقيم أن لا يضع نفسه في مواقف تؤثر على حياده أو تجعله يقع تحت تأثير الغير مما يهدد موضوعية عمله.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مشعل جهم المطيري، تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الكويت، 2010-2011، ص 16.

<sup>2</sup> نبيل قبلي، دور مبادئ الحوكمة في تفعيل الأداء المالي لشركات التأمين (دراسة حالة)، أطروحة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف- الجزائر، 2017، ص 74.

**1-4-3- إقرار مبدأ المساءلة الفعالة**

تعني إمكانية تقييم وتقدير أعمال الإدارة التنفيذية والتأكد من قيامها بتنفيذ المهام التي من شأنها ضمان القيام بالأعمال بدقة من قبل بقية الموظفين بالشركة، وذلك بتقديم تقارير دورية عن نتائج الأعمال ومدى نجاحهم في تنفيذها.

**1-4-4- وجود النظم المحاسبية**

هي عبارة عن مجموعة من العناصر المادية والمعنوية المستخدمة، في تنفيذ العمل المحاسبي وتنظيم وإنجاز الدورة المحاسبية الكاملة، وهي نظم تختص بكافة أعمال جمع، وتسجيل، وتصنيف، وتبويب ومعالجة، وتخزين، وتوصيل المعلومات القيمة. ويكون ذلك في شكل قوائم مالية توجه إلى الأطراف الطالبة لها بغية اتخاذ القرارات، حول الأحداث الاقتصادية في الماضي والحاضر والمستقبل، والتي ترسل إلى الأطراف المختلفة المستفيدة منها من أجل مساعدتهم في اتخاذ القرارات المناسبة.<sup>1</sup>

**2- تقييم الأداء المالي ومؤشرات قياسه**

يحتل تقييم الأداء المالي مكانة بالغة الأهمية للشركات الاقتصادية، لما له من تأثير مباشر وغير مباشر على كل الجوانب المتعلقة بحياة الشركة من استمرار ونمو وتطور. لهذا فإن تقييم الأداء المالي يعد أحد العناصر الأساسية للعملية الإدارية، حيث يوفر للإدارة معلومات وبيانات تستخدم في تحقيق أهداف الشركة والتعرف على اتجاهات الأداء فيها، فهو يوفر أساساً في تحديد مسيرة الشركة ونجاحها ومستقبلها.

**2-1- مفهوم خطوات تقييم الأداء المالي**

تمر عملية تقييم الأداء المالي عبر خطوات عديدة، وهي جزء أساسي من العملية الإدارية، حيث تدخل في مسار الشركة ومدى تحقيقها لأهدافها، لأجل معالجة الأخطاء والمشاكل التي قد تحدث.

**2-1-1- مفهوم تقييم الأداء المالي**

قدمت جملة من التعاريف التي توضح مفهوم تقييم الأداء المالي فمنها ما يرى تقييم الأداء عبارة عن " تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة الشركة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة ".<sup>2</sup> كما تعرف عملية تقييم الأداء المالي على أنها " عملية قياس النتائج المحققة

<sup>1</sup> مشعل جهز المطيري، مرجع سابق، ص ص 16، 17.

<sup>2</sup> نبيل قبلي، مرجع سابق، ص 66.

أو المنتظرة على ضوء معايير محددة مسبقا لتحديد ما يمكن قياسه،<sup>1</sup> ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة.<sup>2</sup> وعليه، يمكن القول أن عملية تقييم الأداء المالي هي مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية.

## 2-1-2- أسس تقييم الأداء المالي

يمكن القول أن عملية تقييم الأداء المالي تركز على الأسس التالية:<sup>3</sup>

### أ- وجود معايير محددة مسبقا

تفرض عملية تقييم الأداء وجود معايير محددة مسبقا، وقد تكون في صورة خطة أو سياسة أو هدف أو نمط. فاللوائح المالية وقوانين ربط الموازنة وما تتضمنه من قواعد وضوابط، وكذلك التكاليف النمطية ومعدلات الأداء المعيارية، تعتبر معايير محددة مسبقا يتم على أساسها تقييم الأداء.

### ب- قياس الأداء الفعلي

يتم قياس الأداء الفعلي عادة بالاعتماد على ما توفره النظم المحاسبية والأساليب الإحصائية من بيانات ومعلومات. ويتطلب الأمر توفر عاملين مدرين للقيام بهذه الأعمال مع استخدام الآلات المستحدثة متى كان ذلك مناسباً، لسرعة عرض نتائج القياس أو التقدير واتخاذ القرارات الخاصة بها.

### ج- مقارنة الأداء الفعلي بالمعايير

يتم مقارنة الأداء المحقق بالمعايير لتحديد الانحرافات سواء كانت إيجابية أو سلبية، ولتمكين الإدارة من التنبؤ بالنتائج المستقبلية، وجعلها قادرة على مجابهة الأخطاء قبل وقوعها من أجل اتخاذ الإجراءات اللازمة التي تحول دون وقوعها.

### د- اتخاذ القرارات المناسبة لتصحيح الانحرافات

إن اتخاذ القرار لتصحيح انحراف ما يتوقف على البيانات والمعلومات المتاحة عن المعايير أو الأهداف المحددة مسبقا وقياس الأداء الفعلي، ومقارنة ذلك الأداء المحقق بالهدف المخطط، لذلك فإن تحليل الانحراف

<sup>1</sup> شباح حمزة، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي بالميلية)، مذكرة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل - الجزائر، 2013-2014، ص 71.

<sup>2</sup> عادل قرقاد، مرجع سابق، ص 66.

<sup>3</sup> عمر بوجمعة، تقييم الأداء المالي وتحليل محددات الربحية في البنوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على مجموعة من البنوك الإسلامية)، مذكرة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل - الجزائر، 2013-2014، ص 106.

وبيان أسبابه يساعدان على تقدير الموقف واتخاذ القرار المناسب الذي يجب أن يكون في الوقت المناسب، والذي يوضح نوع التصحيح المطلوب، مع الأخذ بعين الاعتبار جميع الظروف المحيطة بالقرار.

### 2-1-3- خطوات تقييم الأداء المالي

تتم عملية تقييم الأداء عبر ثلاث مراحل أساسية هي:<sup>1</sup>

أ- تجميع البيانات: يبدأ إجراء تقييم الأداء المالي بجمع كافة المعلومات المتعلقة بالشركة موضوع الدراسة. ويتم ذلك طبعاً بالرجوع إلى الوثائق المحاسبية والمالية التي تعكس أوجه النشاط الفعلي للشركة، مع مراعاة الاهتمام بكافة البيانات التي تساعد في حساب المؤشرات المختارة لقياس الأداء المالي للشركة.

ب- تحليل البيانات: بعد جمع البيانات تأتي مرحلة التحليل، أي حساب كافة المؤشرات المختارة لدراسة جميع الجوانب المالية للشركة، بمعنى القيام بعملية التحليل المالي. وتعتبر هذه المرحلة أساسية لإصدار الحكم على النتائج، فهي التي تصور لنا مجريات الإنجاز ومستوياته.

ج- مرحلة الحكم على النتائج: يجب أن يستند إصدار الأحكام إلى دعائم متينة من خلال الرجوع إلى المعايير والأهداف المسطرة. ومادام الاهتمام هنا ينصب على الأداء المالي فلا بد من الاطلاع على المخطط المالي الذي يحدد الأداء المطلوب. يتمثل العمل الأساسي هنا في المواجهة بين الفعلي والمخطط للوقوف على أسباب الضعف ومحاولة تجنبها أو التقليل منها مستقبلاً. أما إذا كان الحكم إيجابياً فتتخذ القرارات اللازمة للمحافظة على تلك النتائج.

### 2-2- أهمية وأهداف تقييم الأداء المالي

لا تكمن أهمية عملية تقييم الأداء المالي في تحديد المركز المالي والوضعية المالية للشركة فحسب، بل تختلف أهميتها باختلاف الأطراف المستفيدة منها. وهذا ما يفسر تعدد الأهداف من وراء هذه العملية التي غالباً ما تلبي احتياجات جميع الأطراف المهتمة بالشركة بالمعلومات التي يحتاجونها.

#### 2-2-1- أهمية تقييم الأداء المالي

توجد أطراف عديدة تستفيد من نتائج تقييم الأداء المالي للشركات وفقاً للأهداف التي يسعى إليها كل طرف. ومن بين هذه الأطراف نجد:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عادل قرقاد، مرجع سابق، ص 67.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 68.

أ- إدارة الشركة: تمثل عملية تقييم الأداء المالي أداة للإجراء الرقابي تمكن إدارة الشركة من تدارك نقاط الضعف والمشاكل التي قد تواجه تحديد الانحرافات الإيجابية منها والسلبية، ومن ثم اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة للتقليل منها. وعلى ضوء هذه النتائج، تقوم إدارة المؤسسة بتحديد موقفها وتعديل خطتها إن لزم الأمر. ويظهر تقييم الأداء المالي مدى كفاءة إدارة المؤسسة في أداء وظائفها واستغلال مواردها وتحقيق مصلحة المالكين والمساهمين فيها. كما أن عملية التقييم من شأنها أن تساعد الإدارة في ترشيد استخدام الموارد المادية والمالية المتاحة، بهدف تحقيق أقصى كفاءة إنتاجية ممكنة والتي تعد أحد أهم اهتمامات إدارة المؤسسة الرئيسية.

ب- المالكون والمساهمون: في ظل انفصال الملكية عن الإدارة تبرز أهمية تقييم الأداء المالي بالنسبة للمالكين والمساهمين كونه الوسيلة التي تمكنهم من معرفة مدى كفاءة إدارة الشركة في تحقيق الاستغلال الأمثل لمواردها الاقتصادية المتاحة، وكذلك قدرتها على تحقيق الأهداف المدرجة في خطتها، ومن ثم تحديد مدى قدرة الإدارة على تحقيق مصالح هؤلاء المالكين والمتمثلة أساساً في تعظيم الثروة.

ج- المستثمرون: تبرز أهمية عملية تقييم الأداء المالي بالنسبة للمستثمر في كونها أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وتوجيهها اتجاه المنشآت الناجحة التي تشير مقاييسها المالية إلى التقدم والنجاح. وهذا ما يمكن المستثمر من متابعة نشاط الشركة وتطوره عبر قنوات زمنية مختلفة لإجراء عملية التحليل والمقارنة.

## 2-2-2- أهداف تقييم الأداء المالي

يسعى تقييم الأداء المالي إلى تحقيق الأهداف التالية:<sup>1</sup>

- تمكين الإدارة من اتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق الأهداف المرجوة.
- تمكين الشركة من معرفة سيولتها ومدى قدرتها على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.
- تمكين الشركة من معرفة مدى كفاءتها في استخدام رأس المال العامل بحيث لا يكون أقل أو أكثر من اللازم.
- ملائمة هيكل التمويل، بمعنى ملائمة الالتزامات الطويلة الأمد في ظل ظروف الشركة.
- معرفة قدرة الشركة على تحقيق أرباح كافية وقادرة على تغطية فوائد الأموال المقترضة.
- معرفة كفاءة الشركة في استخدام أصولها الثابتة منها والمتداولة.
- معرفة مدى قدرة الشركة على تحقيق أهدافها بأقل التكاليف.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 69.

- معرفة مدى قدرة الشركة على تحقيق فائض مالي يسمح لها بالتمويل الذاتي لإنجاز المشاريع.
- التثبيت من كفاءة تخصيص واستخدام الموارد الإنتاجية على النحو الأمثل لضمان سير الخطة الاقتصادية نحو الأهداف المرسومة لها، والقيام بتعديلها إن كانت غير موفقة.
- الكشف عن مواطن الخلل والضعف في نشاط الشركة، وإجراء تحليل شامل لها، وتبيان أسبابها وذلك بهدف وضع الحلول اللازمة وتصحيحها.

### 2-3- مؤشرات تقييم الأداء المالي

تتعدد طرق تقييم الأداء المالي في الشركات حسب ما تضمنه الفكر الإداري، والتي تهدف في مجملها إلى رفع أداء الشركات من خلال الكشف عن مستواه، وتنقسم هذه المؤشرات إلى نوعين، التقليدية والحديثة.

#### 2-3-1- المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي

##### 2-3-1-1- تقييم الأداء المالي بواسطة مؤشر النسب المالية

تعتمد الشركة في تحليل مركزها المالي على دراسة العلاقة بين عناصر القوائم المالية ثم تفسير ومقارنة تلك العلاقة مع النسب المعيارية المستندة من القطاع التي تنشط فيه أو من تلك الموضوعية من قبل الشركة نفسها، والمتعارف عليها بين المحللين الماليين، حيث تعرف تلك العلاقة باصطلاح النسب المالية.

##### 2-3-1-1-3- تعريف النسب المالية

النسب المالية هي علاقة بين بسط ومقام، وقيم البسط والمقام هي البيانات والأرقام المحاسبية التي تعرضها الميزانية أو قائمة الدخل، شرط أن تكون العلاقة معبرة عن جزء الأداء ومرتبطة به ومفسرة له. وهذا يعني أن هناك علاقات بين البيانات المحاسبية يجب اعتمادها دون الإخلال بمكونات البسط أو بمكونات المقام. من جانب آخر، لا يمكن فهم مدلول نتائج كل نسبة مالية، أو كيفية الحكم على الأداء، إلا بمقارنتها ببعض المعايير القياسية. ومن خلال المقارنة بين نتيجة النسبة وقيمة المعيار المستخدم يمكن الحكم على الأداء.<sup>1</sup>

##### 2-3-1-1-2- أنواع النسب المالية

تتوب النسب المالية المستخدمة كمؤشرات لتقييم الأداء المالي للشركات في تصنيفات عدة، إلا أننا سنتطرق إلى أهم المؤشرات، أكثرها شيوعاً. وسنقسمها حسب الأغراض المستخدمة فيها إلى خمس فئات رئيسية على النحو التالي:

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص176.

أ- **نسب السيولة:** ويطلق عليها أيضا الملاءة قصيرة الأجل، حيث تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الجارية عندما يحين ميعاد استحقاقها،<sup>1</sup> لذا فهي تستخدم كأدوات لتقييم المركز الائتماني للشركة. وتتمثل هذه النسب فيما يلي:

• نسبة السيولة العامة: وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

توضح هذه النسبة درجة تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة دلت على سيولة كبيرة للشركة. إلا أن هذه النسبة تعتبر مؤشرا عاما لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار سيولة مختلف الأصول المتداولة واستحقاق الديون قصيرة الأجل، الأمر الذي يتطلب وضع نسبة مالية أخرى لتفادي هذا النقص في السيولة العامة وهي نسبة السيولة المختصرة (المخفضة).

• نسبة السيولة المختصرة (المخفضة): وتحسب كالآتي:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون السلعي})}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

وقد تم استبعاد المخزون من هذه النسبة باعتباره العنصر الأقل سيولة بالإضافة إلى كونه يمثل أكبر حصة من الأصول المتداولة، وبالتالي فهو يحتاج لمدة أطول ليتحول إلى نقدية. هذا يعني أنه لو استطاعت الشركة بيع القيم غير الجاهزة بقيمتها الدفترية وتحصيل ندمها، لأمكنها تسديد جميع التزاماتها دون المساس بمخزونها السلعي. أما إذا كانت الشركة في حالة جيدة من حيث السيولة، فإنها تستطيع تسديد التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة النقدية المتاحة لها، وهذا ما تظهره نسبة الموالية.<sup>2</sup>

• نسبة السيولة الجاهزة (الحالية): وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 2007، ص ص 41، 37.

<sup>2</sup> مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،

2011، ص ص 37، 38.

<sup>3</sup> منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 74.



$$\text{نسبة السيولة الجاهزة} = \frac{\text{النقدية}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

وتبين هذه النسبة النقدية المتاحة لدى الشركة في وقت معين لمقابلة التزاماتها قصيرة الأجل، وتقيس السيولة دون اعتبار الذمم أو المخزون.

- صافي رأس المال العامل: ويحسب كما يلي:<sup>1</sup>

$$\text{صافي رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الديون قصيرة الأجل}$$

ويعبر عن هامش الأمان المتاح للديون قصيرة الأجل وعلى قدرة الشركة على تمويل عملياتها الجارية.

ب- **نسب المديونية:** تؤثر هذه النسب إلى حجم التمويل الخارجي من الديون قصيرة الأجل والطويلة الأجل ومن أهم نسب المديونية:<sup>2</sup>

- نسبة القروض إلى مجموع الأصول (نسبة الرافعة المالية): وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

تشير هذه النسبة إلى درجة الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة في تكوين أموال الشركة، وكلما زادت هذه النسبة كلما انخفضت مساهمة حق الملكية في أموال الشركة.

- معدل تغطية الفوائد: ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفائدة}}{\text{الفائدة}}$$

<sup>1</sup> عبد الحلیم كراجه وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)**، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 194.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 194، 197.

تشير هذه النسبة إلى المدى المسموح به لأرباح الشركة بالانخفاض دون أن يتأثر المركز المالي لها، ودون أن تصاب باضطراب في السيولة التي يقودها إلى حالة العسر المالي وهو ما قد يؤدي إلى إجراء قانوني.

- نسبة القروض إلى الأموال الخاصة: وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة القروض إلى حق الملكية} = \frac{\text{مجموع القروض}}{\text{حق الملكية}}$$

يعبر حق الملكية عن مقدار الأموال التي جهزها الملاك للشركة، ولذلك فهي تمثل حد الأمان الذي يتمتع به الدائنون عند إقراضهم للشركة، إذ يتعرض أصحاب الملكية إلى فقدان أموالهم قبل أن يتعرض أصحاب القروض إلى ذلك. يشير ارتفاع هذه النسبة عن معيار المقارنة إلى تزايد المخاطر التي يتعرض لها الدائنون بسبب تناقص مساهمة الملاك أي تناقص حد الضمان أو الأمان.

ج- نسب الربحية: تقيس هذه النسب مدى كفاءة إدارة الشركة في تحقيق الربح على المبيعات وعلى الأصول وعلى حقوق المالكين، لهذا نجد أن نسب الربحية هي مجال اهتمام المستثمرين والإدارة والمقرضين. فالمستثمرون يتطلعون إلى الفرص المربحة لتوجيه أموالهم إليها، والإدارة تستطيع التحقق من نجاح سياستها، والمقرضون يشعرون بالأمان عند إقراض الشركات التي تحقق أرباح أكثر بكثير من تلك التي لا تحققها<sup>1</sup>. تتوزع هذه النسب إلى:

- هامش الربح على المبيعات : وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{هامش الربح على المبيعات} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

تهتم هذه النسبة بمعرفة نتيجة أعمال الشركة بعد الضرائب، وتعطينا مؤشرا على إمكانية تحديد سعر الوحدة قبل أن تتحمل الشركة أي خسائر. أي أن هذه النسبة تشير إلى مدى تخفيض سعر بيع الوحدة قبل أن تتحمل الشركة خسارة شاملة.

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

<sup>1</sup> مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 230.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 108.

- معدل العائد على الأصول ROA: وتحسب كما يلي:<sup>1</sup>  
تقيس هذه النسبة ربحية الشركة إلى إجمالي استثماراتها، وتعتبر معيارا مناسباً لقياس كفاءة الإدارة في استخدام أصول الشركة وهي تحقق الغايات الآتية:  
- المساعدة في اتخاذ القرارات الإدارية السليمة والخاصة بالاقتراض.  
- تعكس الكفاءة التشغيلية.  
- أفضل النسب للمقارنة بين الشركات المختلفة.
- معدل العائد على حقوق الملكية ROE: ويحسب كما يلي:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي حقوق الملكية}}$$

تقيس هذه النسبة العائد المالي المحقق على استثمارات المساهمين، ولهذا فإنها تعد مؤشراً على المدى الذي توصلت فيه الإدارة لاستخدام هذه الاستثمارات بشكل مريح. كما تبين قدرة الشركة على جذب الاستثمارات، كون العائد على الاستثمار محددًا أساسياً لقرارات المستثمرين، ويحضى باهتمام حملة الأسهم باعتباره المكافأة التي يتأملها الملاك جراء استثمار أموالهم.<sup>2</sup>

د- نسب السوق: تخدم هذه النسب محلي الأسهم في أداء مهامهم لدى تقييم أداء الشركات. كما تخدم المستثمرين الحاليين والمحتملين الذين يتعاملون في أسواق المال في التعرف على اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم وهي:

- العائد على السهم (نصيب السهم من الأرباح): يحسب كما يلي:<sup>3</sup>

$$\text{العائد على السهم} = \frac{\text{الربح بعد الفوائد والضريبة وحقوق حملة الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

<sup>1</sup> عبد الحلیم كراجه وآخرون، مرجع سابق، ص 199، 200.

<sup>2</sup> مغاري عبد الرحمان، فكير سامية، مراقبة الأداء المالي لشركات المساهمة من خلال تطبيق قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية أثر ذلك على كفاءة الأسواق المالية، دراسات اقتصادية، دورية فصلية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث، العدد 20، جويلية 2012، ص 52.

<sup>3</sup> مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 244.

تقيس هذه النسبة كمية الأرباح التي تخص كل سهم من أسهم الشركة في نهاية الفترة المالية. ويعتبر العائد على السهم من أكثر مؤشرات الأداء استعمالاً لقياس كفاءة الأداء المالي للشركات، وهو يلعب دوراً هاماً في التحليل الاستثماري، كما يعتبر ضرورياً لما يلي:

- التنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها.
- معدلات النمو المتوقع تحقيقها.
- القيمة المستقبلية للأسهم.
- وضع السياسات الخاصة بالأرباح حيث تحدد إدارة الشركة هدفها بتحديد عائد معين للسهم.
- نسبة سعر السهم إلى ربحيته: وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{نسبة سعر السهم إلى ربحيته} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

- وتعكس هذه النسبة توقعات المستثمرين لأداء الشركة المستقبلي حيث يعني ارتفاعها:
- ارتفاع مستوى التوقعات الايجابية لدى المستثمرين.
  - انخفاض مخاطر السهم، لذا يقبل المساهمون بعائد منخفض له.
  - توسع الشركة في نسبة الأرباح الموزعة.
  - نسبة الأرباح الموزعة: وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية}}{\text{الأرباح المحققة بعد الضرائب وحملة الأسهم الممتازة}}$$

- وتعكس هذه النسبة وجهة نظر الإدارة في الإمكانيات الاستثمارية للشركة، فانخفاض نسبة التوزيع يعني:
- وجود فرص استثمارية جيدة لذا الشركة وترغب في الاحتفاظ بالأرباح لأجل التوسع فيها.
  - وجود بعض الضغوط خاصة من الدائنين على عدم التوسع في توزيع الأرباح.
  - رغبة الشركة بالاحتفاظ بسيولة عالية لديها.
- أما ارتفاع التوزيع فقد يعني:
- وصول الشركة إلى مرحلة البلوغ وعدم وجود فرص استثمارية لديها.
  - رغبة الإدارة في المحافظة على نمو نسب الأرباح بالرغم من تراجع الأرباح.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2013، ص ص 324، 325.

- عائد التوزيع: ويحسب كما يلي:

$$\text{نسبة عائد التوزيع} = \frac{\text{حصة السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{سعر السهم السوقي}}$$

تعتبر هذه النسبة مقرونة مع العائد على السهم، وهي من أهم الوسائل المستعملة للحكم على فرص الاستثمار.

- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية} = \frac{\text{سعر السهم السوقي}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

تعتبر هذه النسبة مؤشرا لتقييم المستثمرين في الشركة، حيث يتوقع أن يدفع المستثمرون سعرا أعلى من القيمة الدفترية لأسهم الشركات ذات المردود المرتفع.

## 2-3-2- المؤشرات الحديثة في تقييم الأداء المالي

نتيجة للدور الجديد الذي تضطلع به الإدارة المالية، أصبح لزاما عليها استحداث أساليب جديدة لتقييم أدائها المالي بتجاوز التقييم المحاسبي التقليدي والتحول نحو التقييم الاقتصادي. ومن ضمن أكثر الأساليب الحديثة شيوعا والتي تعتمد التقييم الاقتصادي يظهر معيار القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

### 2-3-2-1- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added

#### 2-3-2-1-1- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

يعتبر معيار القيمة الاقتصادية المضافة الصورة المعدلة لمعيار الربح المتبقي RI، وهو الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوما منه كلفة رأس المال المستثمر  $(WACC * I)$ . وبعد تطوير هذا المفهوم من قبل شركة Stern & Stewart\*\* في بداية التسعينات تحت مسميات القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، أصبح هذان المؤشران ليس فقط مقياسا للأداء المالي بل يعتبران أيضا مؤشران لخلق القيمة

\* Weighted Average Cost of capital investement .

\*\* وهي شركة استشارات أمريكية قامت بتسويق مقياس (EVA) للأداء الداخلي والخارجي لنظام الإدارة المالية ونظم التعويضات والحوافز للمدراء، وكذلك مقياس القيمة السوقية المضافة (MVA).

وتعظيم ثروة المساهمين. ويسترشد بهما المستثمرون وحملة الأسهم للحكم على مدى قدرة الشركة في تعظيم القيمة السوقية لها.<sup>1</sup>

يعبر عن القيمة الاقتصادية المضافة رياضياً كما يلي:

$$EVA = NOPAT - WACC * I$$

حيث أن:

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

WACC: تكلفة رأس المال.

I: مبلغ الاستثمار.

ومنه، فإن القيمة الاقتصادية المضافة هي الربح المتبقي بعد اقتطاع كلفة رأس المال المستثمر لتوليد ذلك الربح، وهي تعتبر منهجاً شاملاً ومتكاملاً لقدرته الفائقة في ربط أرباح التشغيل بالمعدل الموزون لكلفة الأموال الكلية. كما يتميز بقدرته الفائقة في توجيه إدارة شركات الأعمال نحو الاستعمال الفعال لرأس المال المستثمر.

فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من كلفة الاستثمار (قيمة موجبة)، سيزيد من تأثيره الإيجابي في ثروة المساهمين من خلال تأثيرها في أسعار الأسهم السوقية. أما إذا كان الفرق سالباً نتيجة زيادة كلفة الاستثمار على الربح التشغيلي، فإن الأثر السلبي لهذا المقدار واضح على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي التأثير السلبي في ثروة المساهمين. وعليه، فإن نتيجة احتساب EVA توضح للمستثمرين صافي العائد على رأس المال المستثمر. فالشركة التي تكون بها EVA موجبة ومرتفعة يتوقع أن تكون لها قيمة سوقية أكبر. لذا فإن EVA تعكس النمو الحقيقي للربحية لاسيما في الأجل الطويل.

## 2-3-2-1-2 وسائل زيادة القيمة الاقتصادية المضافة EVA

قبل التطرق إلى وسائل زيادة القيمة الاقتصادية المضافة جدير بنا أولاً عرض مجموعة من الاعتبارات التي يجب على إدارة الشركة مراعاتها لكي تتمكن من تحقيق هذه الزيادة. تتمثل هذه الاعتبارات تتمثل في:<sup>2</sup>

أ- النمو: يجب أن تستثمر الشركة رأس مالها في مشروعات تدر عائد أعلى من تكلفة رأس المال.

<sup>1</sup> عدنان تايه التميمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص ص 137، 136.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 516.

- ب- تحسين العمليات: يجب على إدارة الشركة زيادة كفاءة عملياتها والرقابة على التكاليف مما يؤدي إلى زيادة إنتاجيتها، ومن ثم زيادة صافي ربح العمليات قبل الضريبة.
- ج- إدارة الأصول: يمكن تحسين القدرة على إدارة الأصول عن طريق التخلص من الأصول العاطلة وزيادة استغلال الأصول. على سبيل المثال، من المتوقع أن يؤدي ارتفاع معدل دوران الذمم والمخزون إلى استغلال هذه الأصول بشكل أفضل مما ينعكس إيجاباً على القيمة الاقتصادية المضافة EVA.
- من خلال ما تقدم يمكن استخلاص وسائل زيادة EVA والتي تتمثل في:<sup>1</sup>
- ارتفاع النتيجة الصافية دون استخدام لأموال إضافية.
  - استثمار رأس المال في مشاريع تدر عوائد أكبر من التكلفة الإجمالية.
  - إبعاد الأنشطة التي ليس لها مردودية كافية مقارنة مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.
  - تخفيض تكلفة رأس المال، وذلك بتعديل تركيبة الهيكل المالي وتغيير نسبي الأموال الخاصة والاقتراض فيه.

### 2-3-1-3- مزاي معيار القيمة الاقتصادية المضافة

- يحقق استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء المالي المزاي التالية:<sup>2</sup>
- يوضح هذا المعيار التحسن المستمر والحقيقي لثروة الملاك.
  - يستخدم كمؤشر حقيقي ووحيد للأداء المالي والإداري.
  - يسمح تطبيق EVA أن تكون كل القرارات المالية مدمجة ومقيمة بقيمتها الحقيقية.
  - تضمن أساس لنظام من الحوافز للعاملين داخل شركة الأعمال.
  - يعتقد أن القوة الحقيقية لهذا المعيار تكمن في قدرته في تغيير السلوك وعلى كافة المستويات في الشركة.
  - يزيد من حث المدراء للمرؤوسين وذلك بواسطة تشجيعهم عن العمل.
  - عند تطبيقها في شركات الأعمال، يضمن الاستثمار في مشروعات ذات عائد أكبر من كلفة الاستثمار أو استعمال رأس مال أقل للحصول على ذات العائد.
  - أداة مهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية وقرارات التوسعات الاستثمارية المتوقعة.

<sup>1</sup> ضامن وهبية، دور القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء المالي للمؤسسة (دراسة حالة مؤسسة صيدال)، مذكرة ماجستير، جامعة سطيف- الجزائر، 2007-2008، ص 116.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 251، 253.

- المعيار الوحيد الذي يستعمل في التقييم الحقيقي لأصول شركات الأعمال، خاصة عند تقدير القيمة الحقيقية لأصول الشركة عند البيع.
- يؤكد دائما من أن القيمة الاقتصادية المضافة تحدد سير الإدارة باتجاه أسعار الأسهم.
- يساعد على توحيد وضبط القرارات مع ثروة حملة الأسهم، إذ يعمل على دمج مبدئين أساسيين في عملية اتخاذ القرارات. الأول هو تعظيم ثروة الملاك، والثاني هو أن قيمة الشركة السوقية تعتمد على المدى الذي يتوقع فيه المستثمرون الأرباح المستقبلية.

### 2-2-3-2- القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added

#### 2-2-3-2-1 مفهوم القيمة السوقية المضافة

هي المعيار الثاني الذي سوقته شركة Stern & Stewart Co كأحد مؤشرات تقييم الأداء المالي. ويقصد بها الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر من قبل الملاك والمقرضين. بهذه الصورة التحليلية، فإن القيمة السوقية المضافة - وفق وجهة نظر الشركة المسوقة- تعد معيارا فائقا وشاملا في قياس وخلق الثروة كما أنها المقياس للفعالية التشغيلية في شركات الأعمال وفقا لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح الشركة وفعاليتها.<sup>1</sup>

من هنا يمكن أن نميز بين مضمون القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة. يشكل المعيار الأخير EVA نمطا ومنهجيا لتقييم الأداء الداخلي، في حين يعرض المعيار الأول تقييما للأداء الخارجي.

هذا يعني أن معيار القيمة السوقية المضافة لا يعكس فقط ثروة حملة الأسهم بل يعكس أيضا تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للشركة ككل. أي أن القيمة الاقتصادية المضافة تعرض تقييم السوق لصالح القيمة الحالية للمشروعات الاستثمارية القائمة والمتوقعة لشركة الأعمال. وفق هذا التوضيح، يمكن القول أن القيمة السوقية المضافة تعد بمثابة مقياس جوهري وهام يلخص الأداء الإداري لشركة الأعمال ويوضح مدى نجاحها في توزيع وإدارة الاستثمار لمواردها المحددة والنادرة من أجل تعظيم ثروة الملاك. هذا ما يعني أن القيمة السوقية المضافة ما هي إلا معيار السوق المالي للقيمة التي تنتشدها الإدارة المالية لشركة الأعمال، وهذه القيمة قد تحققها الإدارة وتضيفها إلى ثروة حملة الأسهم أو تهدرها إذا ما اتجه الأداء

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لتقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص



نحو الهبوط، بمعنى آخر هي المقياس النهائي للقيمة التي يتم توليدها أو إهدارها من الشركة وتحسب القيمة السوقية المضافة وفق العديد من الطرق أكثرها شيوعاً ما يلي:<sup>1</sup>

- طريقة صافي حقوق المالكين: بموجب هذه الطريقة، يستند احتساب القيمة السوقية المضافة إلى افتراض ثبات القيمة السوقية للديون طويلة الأجل تكون مساوية لقيمتها الدفترية، وفق الصيغة الآتية:

$$MVA = MVE + BVE$$

حيث أن:

MVA: القيمة السوقية المضافة.

MVE: القيمة السوقية لأسهم الشركة (عدد الأسهم \* سعر السهم).

BVE: القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما تظهر في الميزانية العامة للشركة.

وفقاً لهذه الصيغة فإن MVA الموجبة تعني أن الشركة تخلق قيمة وتساعد على زيادة ثروة المساهمين، وبالتالي زيادة قيمة رأس المال المستثمر. أما MVA السالبة فتعني فشل الشركة في زيادة ثروة المساهمين، وبالتالي سوف تنخفض قيمة رأس المال المستثمر.

على الرغم من شيوع استخدام هذه الطريقة لسهولة الحصول عليها إلا أنها تعاني من عيوب أهمها:

- افتراضها لثبات القيمة السوقية للديون طويلة الأجل. مثل هذا الافتراض لا يمكن قبوله لاسيما إذا كانت للشركة سندات طويلة الأجل وتتعرض قيمتها للتقلب بسبب تغير معدلات الفائدة السوقية لأن هناك علاقة عكسية بين هذه المعدلات والقيمة السوقية للسند.

- لا تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة للبدائل الاستثمارية الأخرى، أي أنها لا تنظر إلى العوائد المتوقعة من فرص استثمارية ذات مخاطرة مماثلة. لذلك تم تطوير طريقة أخرى تعتمد على القيمة الاقتصادية المضافة.

- طريقة خصم القيمة الاقتصادية المتوقعة: تمثل القيمة السوقية المضافة وفق هذه الطريقة القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة للشركة والمتوقعة مستقبلاً وذلك كما يلي:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + WACC)^t}$$

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي، راشد فواد التميمي، مرجع سابق، ص ص 146، 147.

وتجدر الإشارة هنا أن العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA لها مضامين في تحديد القيمة السوقية للشركة، وإعادة ترتيب صافي حقوق المالكين مع طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة نحصل على العلاقة التالية:

$$MVE = BVE + PVEVA$$

لذلك فإن القيمة السوقية للشركة لحقوق المالكين تعتمد بشكل أساسي على القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة، وأن المستثمرين يدفعون السعر لأسهم الشركة وفقا للعلاوة أو الخصم الذي تحققه القيمة الاقتصادية المضافة على القيمة الدفترية لحق الملكية.

### 2-2-2-3-2 العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة

تتأثر القيمة السوقية المضافة بعدد من العوامل الرئيسية، حيث أن بعضها يؤثر بالزيادة والبعض الآخر بالنقصان. ومن هذه العوامل:<sup>1</sup>

أ- معدلات النمو: يقصد بها العلاقة بين النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر في الشركة، حيث يجب أن يكون هناك نمو في الإيرادات وصافي الأرباح التشغيلية تفوق كلفة رأس المال المستثمر لكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة.

ب- كثافة رأس المال المستثمر: يقصد به مقدار رأس المال المستثمر لتحقيق دينار من الإيرادات، أي كلما قل رأس المال المستثمر لتحقيق دينار من الإيرادات كلما زادت القيمة السوقية المضافة نظرا لانخفاض كلفة رأس المال.

ج- قيمة هامش الربح: يقصد بهذه القيمة الحد الأدنى من هامش الربح اللازم لتحقيق وزيادة قيمة حقوق المساهمين، أي أنه كلما قل الحد الأدنى لهامش الربح اللازم لتحقيق زيادة في قيمة حقوق الملكية كلما زادت القيمة السوقية المضافة.

من خلال ما تم استعراضه يمكن تلخيص الفرق بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في الجدول التالي:

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 263.

**جدول رقم (03): الفرق بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.**

القيمة الاقتصادية المضافة	القيمة السوقية المضافة
تحسب لفترة واحدة، فهي الفائض من القيمة الناتج عن مركز مسؤولية أو شركة لفترة واحدة.	تحسب لسلسلة من الفترات وقد تحسب إلى ما لا نهاية. فهي تراكم القيم الناتجة عن الشركة لفترة طويلة.
تستعمل لغرض قياس الأداء الداخلي للشركة.	تقيس الأداء من وجهة نظر خارجية. ويصعب استعمالها كأداة تسيير داخلية.
تعتمد مكونات المعادلة التي تحسب القيمة الاقتصادية المضافة على المخرجات المحاسبية. فبالرغم من ابتعاد المعطيات المحاسبية على التقييم الاقتصادي (الحقيقي) لتلك المخرجات، ينصح مبتكرو القيمة الاقتصادية المضافة باستعمال المكونات بقيمتها (الدفترية).	تمثل معادلة القيمة السوقية المضافة القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقطرة لحظة التقييم.

المصدر: جهاد بنونور، دور التدقيق الداخلي في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة المؤسسة المينائية لسكيدة)، مذكرة ماجستير، جامعة 20 أوت 1955 سكيدة- الجزائر، 2011-2012، ص 80.

## خلاصة

يعتبر الأداء المالي صورة حية تعكس نتيجة ومستوى قدرة الشركة على استغلال مواردها وقابليتها في تحقيق أهدافها الموضوعية من خلال أنشطتها المختلفة، وفقا لمعايير تلاءم الشركة وطبيعة عملها. كما يجب التركيز على أن تقييم الأداء المالي يمثل أحد المقومات الرئيسية للعملية الرقابية ، وذلك بمقارنة الأداء الفعلي لكل نشاط من أنشطة الشركة، و الأداء الكلي بمؤشرات محددة مسبقا، فتقييم الأداء المالي يعمل على إيجاد الثغرات والنقائص بالشركة، وتحديد طرق علاجها ومتابعة تنفيذ المقترحات والتوصيات اللازمة لعلاج ذلك. تمثل النسب والمؤشرات المالية التقليدية أداة لإظهار الجوانب المهمة للمركز المالي والتنافسي للشركة إذا ما استخدمت بحرص وتم تفسير نتائجها بعناية. ومع التطور الحاصل بإضافة مؤشرات غير مالية إلا أن المؤشرات المالية بقيت بذات الأهمية باعتبار أن الأبعاد الأخرى للأداء تصب في المصلحة النهائية بهذه المؤشرات.

الفصل الثالث: أثر الاندماج والاستحواذ  
على الأداء المالي لشركتي Lafarge  
و vivendi SA

تمهيد

- 1- أثر الاندماج على الأداء المالي لشركة Lafarge
- 2- أثر الاستحواذ على الأداء المالي لشركة vivendi SA

خلاصة

**تمهيد**

لقد أسهمت الاندماجات والاستحواذات، التي شهدها العالم والتي شملت مختلف القطاعات الاقتصادية، في زيادة أرباح الكيانات الجديدة، وعززت حضورها وأنشطتها الاستثمارية في شتى المجالات. في هذا الإطار يتناول هذا الفصل دراسة أمثلة عن نماذج الأداء المالي للشركات قبل وبعد الاندماج والاستحواذ. وقد استوجب الأمر اللجوء إلى نماذج أجنبية لإجراء الدراسة، نظرا لعدم وجود شركات في الجزائر أقدمت على مثل هذه العمليات. وقد اخترنا حالة اندماج شركة لفارج الفرنسية (Lafarge) مع شركة هلسيم (Holcim) كعينة لتقييم أدائها المالي قبل وبعد الاندماج، واستحوذ شركة فيفندي الفرنسية (Vivendi SA) على شركة دايليموشن Dailymotion كعينة لتقييم أدائها المالي قبل وبعد الاستحواذ. وقد تعلقت الدراسة بالفترة الممتدة من 2012 إلى 2016 بالنسبة لشركة Lafarge . ومن 2013 إلى 2017 بالنسبة لشركة Vivendi SA وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى محورين. خصص الأول لدراسة أثر الاندماج على الأداء المالي لشركة Lafarge، بينما يتعرض المحور الثاني لدراسة أثر الاستحواذ على الأداء المالي لشركة Vivendi SA.

## 1- أثر الاندماج على الأداء المالي لشركة Lafarge

من أجل معرفة أثر الاندماج على الأداء المالي لشركة Lafarge مع شركة Holcim يتوجب علينا أولاً تقديم شركة Lafarge ثم نحاول تقييم أدائها المالي.

### 1-1-1 تقديم عام لشركة Lafarge

سنحاول في هذا الجزء تقديم شركة Lafarge قبل وبعد الاندماج مع شركة Holcim من خلال التطرق إلى شركة Lafarge قبل الاندماج وشركة Lafarge Holcim بعد الاندماج.

### 1-1-1-1 التعريف بشركة Lafarge

شركة Lafarge هي إحدى أكبر الشركات الفرنسية المتخصصة في صناعة مواد البناء في العالم، تأسست في 1833، وكان مقرها الرئيسي في باريس. وقد اندمجت هذه الشركة مع شركة 'هلسيم' Holcim السويسرية بتاريخ 10 جويلية 2015، حيث أصبحت تعرف منذ ذلك الوقت بمجمع Lafarge Holcim. يعتبر هذا المجمع اليوم من الشركات الرائدة عالمياً في مجال مواد وخدمات البناء والأشغال العمومية. يقوم المجمع بإنتاج الاسمنت، والخرسانة المستعملة في الأشغال العمومية، والمباني بمختلف أنواعها وأحجامها. وقد تجاوز رقم أعمال المجمع 12.8 مليار أورو، ويشغل حالياً 90 000 عامل، وهو متواجد في 80 دولة. من أجل مواجهة تحديات التمدن وتأثيرها المتزايد على البيئة، يقوم المجمع بتطوير العديد من المنتجات وحلول البناء المبتكرة والمتطورة. تحتل الشركة موقع الريادة في مختلف أنحاء العالم، ويعكس هذا التوسع، رغبة الشركة في توفير أفضل الخدمات للزبائن بالاعتماد على الخبرة المحلية.<sup>1</sup>

### 1-1-2-1 أهداف شركة Lafarg

اعتمدت الشركة إستراتيجية جديدة تمتد إلى 2022 وتعرف بـ "الإعمار لأجل النمو Building For Growth". تتطلع هذه الإستراتيجية إلى التوسع وتبسيط العملية التشغيلية لتوليد أرباح إضافية للمساهمين. كما ستسمح هذه الإستراتيجية بزيادة رقم أعمال الشركة وعائد أرباح سهمها خلال السنوات القادمة. وتلتزم الشركة بتحقيق الأهداف التالية:<sup>2</sup>

- تحقيق نمو متزايد لرقم الأعمال ما بين 3% إلى 5% سنوياً.

<sup>1</sup> [https://www.lafarge.dz/1\\_11-le\\_groupe-en-bref](https://www.lafarge.dz/1_11-le_groupe-en-bref), consulté le 18/05/2018, 18:00.

<sup>2</sup> [https://www.lafargeholcim.com/sites/lafargeholcim.com/files/atoms/files/180409\\_lho\\_ag2018\\_invitationbrochure\\_fr\\_rgb\\_web.pdf](https://www.lafargeholcim.com/sites/lafargeholcim.com/files/atoms/files/180409_lho_ag2018_invitationbrochure_fr_rgb_web.pdf), consulte le 31/06/2018, 15:00.p11.

- تحقيق نمو سنوي للنتيجة قبل الضرائب والفوائد والإهتلاكات والمؤونات.
- تحسين التدفقات النقدية بنسبة 40% من النتيجة قبل الضرائب والفوائد.
- تحسين المردودية المالية إلى أكثر من 8%.
- تعتمد الإستراتيجية على أربعة أبعاد رئيسية، ألا وهي النمو، وتحسين الأداء، وتحسين الوضعية المالية، وتطوير قيم والتزامات الشركة.

### 1-1-3- اندماج شركة Lafarge مع شركة Holcim

في 7 أبريل 2014، أعلنت شركة Holcim السويسرية عن صفقة اندماج مع شركة Lafarge الفرنسية من خلال الأسهم، وذلك لتأسيس أكبر منتج لاسمنت في العالم بمبيعات مجمعة 32 مليار أورو، وقيمة سوقية تبلغ 50 مليار دولار أمريكي، وذلك تحت مسمى شركة Lafarge Holcim، وبمقتضى تلك الصفقة يحصل كل مساهم في Lafarge على سهم في Holcim مقابل كل سهم بحوزته، على أن يكون مقر الشركة الجديدة في سويسرا وتدرج أسهمها في سوق يورونكست وسوق الأوراق المالية السويسرية. من المفترض أن يقود الاندماج لتوفير ما يقارب 1.4 مليار أورو سنويا على مدى ثلاثة أعوام، بفضل خفض تكلفة التمويل والتشغيل. وتم الاتفاق على أن يكون كبير المسؤولين التنفيذيين لشركة Lafarge الفرنسي إريك أولسن رئيسا تنفيذيا للشركة المدمجة، في حين سيكون الرئيس التنفيذي لـ Holcim السويسري برونو لافون كبير المسؤولين التنفيذيين للشركة الجديدة.<sup>1</sup>

### 1-2-1- تقييم الأداء المالي لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج

لمعرفة أثر الاندماج على الأداء المالي لشركة Lafarge قمنا بدراسة وتحليل النسب المالية للشركة لفترة سنتين قبل عملية الاندماج مع شركة Holcim ولفترة ثلاث سنوات بعدها.

#### 1-2-1- البيانات المالية وتحليل النسب

سيتم في هذا الصدد تحليل النسب المالية لشركة Lafarge تحليلا إحصائيا، لكن قبل ذلك نستعرض أهم البيانات المالية التي اعتمدنا عليها في حساب النسب.

#### 1-1-2-1- البيانات المالية لشركة Lafarge

نلاحظ من الجدول التالي ارتفاع حجم النقدية المتوفرة لدى الشركة بعد عملية الاندماج مما زاد في حجم الأصول الإجمالية للشركة بعد عام 2014، وبالتالي زادت الأرباح الصافية، بينما في 2015 انخفضت لترتفع في 2016. أما نسبة العائد على السهم انخفضت قليلا في 2015، بينما سجلت أكبر قيمة لها في

<sup>1</sup> Ibid,p11.



2016. كما أن التوزيعات على الأسهم ارتفعت في السنوات اللاحقة للاندماج وسجلت ذروتها أيضا عام 2016.

**جدول رقم (04):** البيانات المالية لشركة Lafarge (الوحدة: مليون أورو)

السنة	2012	2013	2014	2015	2016
البيان					
الأصول المتداولة	9284	7717	20307	13331	14435
الخصوم المتداولة	7265	6949	14384	14832	12509
المخزون	1662	1621	3293	3060	2645
الخزينة	2733	3346	11017	4393	4923
مجمّل الربح	830	998	2523	(684)	2882
صافي الربح(الخسارة)	365	601	1584	(1361)	2090
مجموع الأصول	39464	37075	86167	73298	69617
أموال خاصة	17748	16506	41102	35722	34747
الخصوم غير المتداولة	14451	13620	30681	22744	22361
صافي المبيعات	15816	15198	32602	29483	26904
عائد السهم	1.27	2.09	1.93	(3.11)	2.96
التوزيعات	145	289	368	909	1214

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية لشركة Lafarge 2012-2016.

بناء على البيانات الواردة في الجدول أعلاه قمنا بحساب النسب المالية ذات العلاقة بنسب السيولة والربحية، ونسب السوق لشركة Lafarge وهي موضحة في الجدول الموالي:

**جدول رقم (05):** النسب المالية لشركة Lafarge

الفترة	قبل الاندماج		بعد الاندماج	
النسب المالية	2012	2013	2014	2015
نسب السيولة				
نسبة التداول	1.2779	1.1105	1.4117	0.8987
نسبة السيولة المختصرة	1.0491	0.8772	1.1828	0.6924
نسبة السيولة الجاهزة	0.3761	0.4815	0.7659	0.2961
نسبة صافي رأس المال العامل	0.0511	0.0207	0.0687	(0.0204)
				2016
				1.1539
				0.9425
				0.3935
				0.0276

نسب الربحية					
0.0300	(0.0185)	0.0183	0.0162	0.0092	العائد على الأصول
0.0601	(0.0380)	0.0385	0.0364	0.0205	العائد على حقوق الملكية
0.1071	(0.0231)	0.0773	0.0656	0.0524	مجمّل الربح إلى صافي المبيعات
0.0776	(0.0461)	0.0485	0.0395	0.0230	هامش الربح إلى صافي المبيعات
نسب السوق					
2.96	(3.11)	1.93	2.09	1.27	العائد على السهم
0.5808	-	0.2323	0.4808	0.3972	نسبة الأرباح الموزعة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

### 1-2-1-2- تحليل النسب المالية لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج

#### أ- نسبة التداول

يتبين من النتائج المعروضة في الجدول رقم (06) وجود انخفاض في نسبة التداول للفترة بعد الاندماج مقارنة بالفترة قبل الاندماج. حيث بلغ متوسط هذه النسبة للفترة قبل الاندماج (1.1942) مقارنة مع المتوسط للفترة بعد الاندماج والذي بلغ (1.1547)، إذ بلغت نسبة التغير في متوسط هذه النسبة للفترة بعد الاندماج (-0.0330) مما يشير إلى عدم وجود تحسن في هذه النسبة.

#### جدول رقم (06): نسبة التداول قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة Lafarge				الفترة قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.0330	1.1547	1.1539	0.8987	1.4117	1.1942	1.1105	1.2779

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### ب- نسبة السيولة المختصرة

يتبين لنا من الجدول رقم (07) نتائج دراسة نسبة السيولة المختصرة قبل وبعد الاندماج، إذ تشير النتائج إلى وجود انخفاض طفيف في هذه النسبة. حيث كان المتوسط للفترة قبل الاندماج (0.9631) مقارنة بمتوسط

الفترة بعد الاندماج الذي بلغ (0.9392)، مما يعني أن نسبة التغير بعد الاندماج بلغت (-0.0248)، وهذا ما يشير إلى عدم تأثر نسبة السيولة المختصرة بالاندماج.

**جدول رقم (07):** نسبة السيولة المختصرة قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012-2016

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة Lafarge				الفترة قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.0248	0.9392	0.9425	0.6924	1.1828	0.9631	0.8772	1.0491

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### ج- نسبة السيولة الجاهزة

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (08) إلى وجود ارتفاع طفيف في نسبة السيولة الجاهزة حيث بلغ متوسط النسبة بعد الاندماج إلى (0.4851) بعدما كان (0.4288) في الفترة قبل الاندماج. هذا يعني أن نسبة التغير في متوسط هذه النسبة بلغت (0.1312)، وهي نسبة ضعيفة لا تبرر وجود تحسن في نسبة السيولة الجاهزة بعد الاندماج.

**جدول رقم (08):** نسبة السيولة الجاهزة قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012 - 2016

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة Lafarge				الفترة قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
0.1312	0.4851	0.3935	0.2961	0.7659	0.4288	0.4815	0.3761

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### د- نسبة صافي رأس المال العامل

تبين النتائج الخاصة بنسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول الظاهرة في الجدول رقم (09) عدم وجود انخفاض في نسبة صافي رأس المال العامل في الفترة بعد الاندماج. فقد بلغ متوسط هذه الفترة (0.0253) مقارنة بالفترة قبل الاندماج التي كان متوسطها (0.0359)، أي أن نسبة التغير بلغت (-0.2952)، وهي نسبة لا تدل على وجود تحسن في رأس المال العامل بعد الاندماج.

جدول رقم(09): نسبة صافي رأس المال العامل قبل وبعد الاندماج خلال الفترة 2012 – 2016

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة Lafarge				الفترة قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.2952	0.0253	0.0276	-0.0204	0.0687	0.0359	0.0207	0.0511

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### هـ - نسبة العائد على الأصول

من خلال الجدول رقم(10) يمكن ملاحظة وجود انخفاض في نسبة العائد على الأصول في الفترة بعد الاندماج مقارنة بالفترة قبل الاندماج. حيث كان المتوسط للسنتين السابقتين للاندماج (0.0127) بينما بلغ (0.0099) للثلاث سنوات اللاحقة للاندماج، بنسبة تغير في المتوسط (-0.2204) مما يدل على عدم وجود تأثير للاندماج على عوائد الأصول.

جدول رقم(10): نسبة العائد على الأصول قبل وبعد الاندماج خلال الفترة (2012 – 2016)

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة LAFARGE				الفترة قبل الاندماج لشركة LAFARGE		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.2204	0.0099	0.0300	-0.0185	0.0183	0.0127	0.0162	0.0092

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### و - نسبة العائد على حقوق الملكية

يتضح لنا من الجدول رقم(11) أن نسبة العائد على حقوق الملكية في الفترة بعد الاندماج بقيت ثابتة نسبياً حيث بلغ متوسط هذه الفترة (0.0202)، بينما كان المتوسط في الفترة قبل الاندماج (0.0284). إذ بلغت نسبة التغير (-0.2887) مما يشير إلى عدم وجود تحسن في نسبة العوائد المحققة على حقوق الملكية.

جدول رقم(11): نسبة العائد على حقوق الملكية قبل وبعد الاندماج خلال (2012 – 2016)

نسبة التغير في المتوسط	بعد الاندماج لشركة Lafarge				قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.2887	0.0202	0.0601	-0.0380	0.0385	0.0284	0.0364	0.0205

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

### ز - نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات

يمكن من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم(12) والخاصة بنسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات ملاحظة أن متوسط النسبة للفترة بعد الاندماج (0.0537) قريب من متوسط النسبة للفترة قبل الاندماج المقدر ب(0.0590)، يعني أن نسبة التغير (-0.0898) ضئيلة لا تفسر تأثر نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات بعملية الاندماج.

جدول رقم(12): نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات قبل وبعد الاندماج للفترة (2012 – 2016)

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة Lafarge				الفترة قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.0898	0.0537	0.1071	-0.0231	0.0773	0.0590	0.0656	0.0524

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

### ح - نسبة صافي الربح إلى المبيعات

يتضح لنا من الجدول رقم(13)، وجود انخفاض في متوسط نسبة صافي الربح إلى المبيعات في الفترة بعد الاندماج حيث بلغ (0.0266) مقارنة بمتوسط الفترة قبل الاندماج الذي كان (0.0312). أي أن نسبة التغير في متوسط الفترة بعد الاندماج (-0.1474)، وهي نسبة تدل على عدم وجود تحسن في صافي الربح إلى صافي المبيعات.

**جدول رقم(13):** نسبة صافي الربح إلى المبيعات قبل وبعد الاندماج للفترة (2012 – 2016)

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة Lafarge				الفترة قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.1474	0.0266	0.0776	-0.0461	0.0485	0.0312	0.0395	0.0230

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

**ط- نسبة العائد على السهم**

يتضح لنا من الجدول رقم(14) وجود انخفاض في متوسط نسبة العائد على السهم للفترة بعد الاندماج حيث بلغ (0.5933)، بينما كان (1.68) للفترة قبل الاندماج. وبلغت نسبة التغير في المتوسط للفترة بعد الاندماج (-0.6468)، مما يبين كذلك عدم وجود تحسن في العائد على السهم لشركة Lafarge بعد الاندماج مع شركة Holcim.

**جدول رقم(14):** نسبة العائد على السهم للفترة قبل الاندماج وبعد الاندماج للفترة 2012 – 2016

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة Lafarge				الفترة قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.6468	0.5933	2.96	-3.11	1.93	1.68	2.09	1.27

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

**ي- نسبة الأرباح الموزعة**

تبين نتائج الجدول رقم(15) وجود انخفاض طفيف في متوسط نسبة الأرباح الموزعة في السنوات بعد الاندماج حيث بلغ(0.2710)، بينما كان (0.4390) في السنوات السابقة للاندماج بنسبة تغير قدرت ب(-0.3826) وهذا يعني أن الأرباح الموزعة على مساهمي الشركة لم تتأثر بالاندماج.

## جدول رقم(15): نسبة الأرباح الموزعة قبل وبعد الاندماج للفترة 2012 – 2016

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاندماج لشركة Lafarge				الفترة قبل الاندماج لشركة Lafarge		
	المتوسط	2016	2015	2014	المتوسط	2013	2012
-0.3826	0.2710	0.5808	-	0.2323	0.4390	0.4808	0.3972

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

## 1-2-2- اختبار الفرضيات

لتحقيق هدف الدراسة تم القيام بتحليل النسب المالية للسنوات قيد الدراسة، مع اختيار التحليل الإحصائي المناسب لاختبار الفرضيات، حيث تم إجراء اختبار (T) لعينتين مستقلتين t-test for independent sample لفترة سنتين قبل الاندماج وثلاث سنوات بعد الاندماج.

## ❖ الفرضية الرئيسية الأولى

الفرضية الصفرية  $H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

في الفرضية الرئيسية الأولى لا يمكن جمع قيم متغير الأداء المالي الذي له عدة مؤشرات وذلك لعدم وجود إطار يفسر ناتج جمع قيم المؤشرات المعبرة عن الأداء المالي. وبالتالي لا يمكن اختبارها بفرضية واحدة وإنما سيتم اختبارها بالفرضيات الفرعية ذات العلاقة والتي سيتم اختبارها باستخدام test for independent t- sample من أجل التعرف على الاختلاف وفقاً لمتغير الاندماج.

## أ- الفرضية الفرعية الأولى

الفرضية الصفرية  $H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

جدول رقم(16): المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب السيولة قبل وبعد الاندماج

بعد الاندماج		قبل الاندماج		النسب
الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	
0.2565	1.1547	0.1183	1.1942	نسبة التداول
0.2452	0.9392	0.1215	0.9631	نسبة السيولة المختصرة
0.2479	0.4851	0.0745	0.4288	نسبة السيولة الجاهزة
0.0445	0.0253	0.0214	0.0359	نسبة صافي رأس المال العامل

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: التقارير المالية السنوية للشركة.

للتحقق من أن الفروق بين المتوسطات دالة إحصائياً تم استخدام t-test for independent sample لاختبار الفرضيات وقد تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول رقم (17). نلاحظ أن قيمة t المحسوبة أقل من قيمة t الجدولية بالنسبة لجميع النسب، و قيمة sig (مستوى الدلالة) أكبر من 0.05. حسب قاعدة القرار، يتم قبول الفرضية العدمية، ورفض الفرضية البديلة. مما يدل على أنه لا يوجد أثر للاندماج على نسب السيولة لشركة Lafarge .

جدول رقم(17): اختبار t-test for independent sample لنسب السيولة (شركة Lafarge)

الفرضية	النسبة	T المحسوبة	T الجدولية	Sig	نتيجة H <sub>0</sub>
نسب السيولة	التداول	0.196	3.1824	0.857	قبول
	السيولة المختصرة	0.123	3.1824	0.910	قبول
	السيولة الجاهزة	-0.298	3.1824	0.785	قبول
	صافي رأس المال العامل	0.302	3.1824	0.782	قبول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### ب- الفرضية الفرعية الثانية

الفرضية الصفرية H<sub>0</sub>: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Lafarge قبل وبع الاندماج.



الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

**جدول رقم (18):** المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب الربحية قبل وبعد الاندماج

بعد الاندماج		قبل الاندماج		النسب
الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	
0.0253	0.0099	0.0049	0.0127	العائد على الأصول
0.0515	0.0202	0.0112	0.0284	العائد على حقوق الملكية
0.0682	0.0537	0.0093	0.0590	مجمل الربح إلى صافي المبيعات
0.0646	0.0266	0.0116	0.0312	هامش الربح إلى صافي المبيعات

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

للتحقق من أن الفروق بين المتوسطات دالة إحصائياً تم استخدام الاختبار السابق وقد تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول رقم 19.

**جدول رقم (19):** اختبار t-test for independent sample لنسب الربحية (شركة Lafarge)

الفرضية	النسبة	T المحسوبة	T الجدولية	Sig	نتيجة $H_0$
نسب الربحية	العائد على الأصول	0.145	3.1824	0.894	قبول
	العائد على حقوق الملكية	0.212	3.1824	0.846	قبول
	مجمل الربح إلى صافي المبيعات	0.102	3.1824	0.925	قبول
	صافي الربح إلى صافي المبيعات	0.094	3.1824	0.931	قبول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بالنسبة لجميع النسب أقل من قيمة t الجدولية، وقيمة sig أكبر من 0.05 حسب قاعدة القرار، يتم قبول الفرضية العدمية، ورفض الفرضية البديلة. مما يدل على أنه لا يوجد أثر للاندماج على نسب الربحية لشركة Lafarge.

## ج- الفرضية الفرعية الثالثة

الفرضية الصفرية  $H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Lafarge قبل وبعد الاندماج.

جدول رقم (20): المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب السوق قبل وبعد الاندماج

بعد الاندماج		قبل الاندماج		النسب
الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	
3.2482	0.5933	0.5798	1.6800	العائد على السهم
0.2923	0.2710	0.0591	0.4390	نسبة الأرباح الموزعة
0.0682	0.0537	0.0093	0.0590	مجمّل الربح إلى صافي المبيعات
0.0646	0.0266	0.0116	0.0312	هامش الربح إلى صافي المبيعات

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة.

للتحقق من أن الفروق بين المتوسطات دالة إحصائياً تم استخدام الاختبار السابق وقد تم التوصل إلى النتائج المتضمنة في الجدول رقم 21.

جدول رقم (21): اختبار t-test for independent sample لنسب السوق (شركة Lafarge)

الفرضية	النسبة	T المحسوبة	T الجدولية	Sig	نتيجة $H_0$
نسب السوق	العائد على السهم	0.445	3.1824	0.686	قبول
	نسبة التوزيعات	0.763	3.1824	0.501	قبول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بالنسبة لجميع النسب أقل من قيمة t الجدولية، وقيمة sig أكبر من 0.05 حسب قاعدة القرار يتم قبول الفرضية العدمية، ورفض الفرضية البديلة. مما يدل على أنه لا يوجد أثر للاندماج على نسب السوق لشركة Lafarge.

## 2- أثر الاستحواذ على الأداء المالي لشركة Vivendi SA

من أجل معرفة أثر الاستحواذ على الأداء المالي لشركة Vivendi قبل وبعد استحواذها على شركة Dailymotion يتوجب علينا أولاً تقديم شركة Vivendi ثم نحاول تقييم أدائها المالي.

### 2-1-1- تقديم عام لشركة Vivendi SA

#### 2-1-1-2- التعريف بشركة Vivendi SA

شركة Vivendi هي أحد المجمعات الفرنسية، مختصة في مجال الاتصال والإعلام والترفيه (التسليية). تتواجد فروعها في أكثر من 100 دولة، والمدرجة في بورصة باريس حيث تنتمي إلى مؤشر CAC40. يقع مقرها الرئيسي بباريس. يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 7150245899 أورو.<sup>1</sup>

#### 2-1-2- أنشطة المجمع

تضم شركة Vivendi عدة شركات تابع لها تمارس نشاطات متكاملة في ميدان الإعلام والاتصال، حيث نجد:<sup>2</sup>

- مجمع Universel Music Groupe: هي أحد الشركات الرائدة في مجال الموسيقى وتتنوع الشركة على 50 علامة لكل أنواع الموسيقى.

- مجمع canal+: هي المجموعة الأولى في مجال التلفزيون المدفوع في فرنسا كما لها فروع في إفريقيا الشمالية، بولندا والفيتنام. إن فرع الشركة Studiocanal من الشركات الرائدة في أوروبا في إنتاج، حيازة، وتوزيع الأفلام والمسلسلات في أوروبا.

- مجمع Havas: هي إحدى أكبر شركات الاتصالات في العالم، ويتم تنظيم المجمع وفقاً لثلاث وحدات تشغيلية التي تغطي كل أعمال القطاع.

- مجمع Gameloft: إحدى الشركات الرائدة عالمياً في مجال ألعاب الفيديو بـ 2.5 مليون لعبة محملة يومياً.

- مجمع Vivendi Village: والتي تتضمن Vivendi Ticketing (بيع التذاكر في فرنسا، إسبانيا، ألمانيا، الولايات المتحدة الأمريكية)، شركة Mybestpro (تقديم الخبرة)، شركة Vivendi talents (اكتشاف المواهب).

<sup>1</sup> <https://www.vivendi.com/vivendi/notre-histoire/les-origines-du-groupe/> consulte le 12/05/2018 ,14 :00 .

<sup>2</sup> <https://www.vivendi.com/vivendi/>. consulte le 12/05/2018 ,14 :00

- شركة Dailymotion: إحدى أكبر الشركات لتوزيع الفيديو عبر الإنترنت بأكثر من 250 مليون مستعمل شهريا. وقامت شركة Vivendi بحيازة الشركة Dailymotion في جوان 2015 بقيمة 217 مليون أورو من الشركة Orange.

## 2-2- تقييم الأداء المالي لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ

لمعرفة أثر الاستحواذ على الأداء المالي لشركة Vivendi SA قمنا بدراسة وتحليل النسب المالية للشركة لفترة سنتين قبل عملية الاستحواذ على شركة Dailymotion ولفترة ثلاث سنوات بعدها.

### 2-2-1- البيانات المالية وتحليل النسب

سيتم في هذا الصدد تحليل النسب المالية لشركة Vivendi SA تحليلا إحصائيا، لكن قبل ذلك نستعرض أهم البيانات المالية التي اعتمدنا عليها في حساب النسب.

### 2-2-1-1- البيانات المالية لشركة Vivendi SA

نلاحظ من الجدول التالي ارتفاع حجم النقدية المتوفرة لدى الشركة في سنة (2015) ثم انخفض في السنوات اللاحقة للاستحواذ، مما أدى إلى انخفاض في حجم الأصول الإجمالية للشركة، وبالتالي انخفضت الأرباح الصافية. و انخفضت نسبة العائد على السهم، بينما ارتفعت التوزيعات في السنوات ما بعد الاستحواذ.

جدول رقم(22): البيانات المالية لشركة Vivendi SA (الوحدة: مليون أورو)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
الأصول المتداولة	15730	15753	13333	9160	9050
الخصوم المتداولة	17072	7010	8816	7139	9862
المخزون	330	114	117	123	177
الخبزينة	1041	6845	8225	4072	1951
مجمل الربح	129	(107)	1186	1332	912
صافي الربح(الخسارة)	1967	4744	1932	1256	1228
مجموع الأصول	49180	35738	34946	32365	34333
أموال خاصة	19030	22988	21086	99612	17878
الخصوم غير المتداولة	13078	5740	5044	5614	6593
صافي المبيعات	10252	10089	10762	10819	12444
عائد السهم	1.48	3.52	1.42	0.99	0.98

التوزيعات	1325	1348	2727	2588	499
-----------	------	------	------	------	-----

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية لشركة Vivendi من 2013 - 2017.

بناء على البيانات الواردة في الجدول أعلاه قمنا بحساب النسب المالية ذات العلاقة بنسب السيولة والربحية، ونسب السوق لشركة Vivendi SA وهي موضحة في الجدول الموالي:

**جدول رقم (23): النسب المالية لشركة Vivendi SA**

الفترة	قبل الاستحواذ		بعد الاستحواذ		
	2013	2014	2015	2016	2017
النسب المالية					
نسب السيولة					
نسبة التداول	0.9213	2.2472	1.5123	1.2830	0.9176
نسبة السيولة المختصرة	0.9020	2.2309	1.4990	1.2658	0.8997
نسبة السيولة الجاهزة	0.0609	0.9764	0.9329	0.5703	0.1978
نسبة صافي رأس المال العامل	0.0272	0.2446	0.1292	0.0624	0.0236
نسب الربحية					
العائد على الأصول	0.0399	0.1327	0.0552	0.0388	0.0357
العائد على حقوق الملكية	0.1033	0.2063	0.0916	0.0640	0.0686
مجمل الربح إلى صافي المبيعات	0.0125	-0.0106	0.1102	0.1231	0.0732
هامش الربح إلى صافي المبيعات	0.1918	0.4702	0.1795	0.1160	0.0986
نسب السوق					
العائد على السهم	1.48	3.52	1.42	0.99	0.98
نسبة الأرباح الموزعة	0.6736	0.2841	0.4114	2.0605	0.4063

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على التقارير المالية السنوية للشركة.

**2-2-1-2- تحليل النسب المالية لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ**

**أ- نسبة التداول**

يتبين من خلال النتائج المعروضة في الجدول رقم (24) وجود انخفاض في نسبة التداول للفترة بعد الاستحواذ مقارنة بالفترة قبل الاستحواذ. حيث بلغ متوسط هذه النسبة للفترة قبل الاستحواذ (1.5842) مقارنة مع

المتوسط للفترة بعد الاستحواذ والذي بلغ (1.2376)، إذ بلغت نسبة التغير في متوسط هذه النسبة للفترة بعد الاستحواذ (-0.2187) مما يشير إلى عدم وجود تحسن في هذه نسبة التداول.

**جدول رقم(24):** نسبة التداول قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
-0.2187	1.2376	0.9176	1.2830	1.5123	1.5842	2.2472	0.9213

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### ب- نسبة السيولة المختصرة

يتبين لنا من الجدول رقم (25) نتائج دراسة نسبة السيولة المختصرة قبل وبعد الاستحواذ، إذ تشير النتائج إلى وجود انخفاض في هذه النسبة. حيث كان المتوسط للفترة قبل الاستحواذ (1.5664) مقارنة بمتوسط الفترة بعد الاستحواذ الذي بلغ (1.2215)، مما يعني أن نسبة التغير في هذه النسبة بعد الاستحواذ تبلغ (-0.2201) مما يشير إلى عدم تأثر نسبة السيولة المختصرة بالاستحواذ.

**جدول رقم(25):** نسبة السيولة المختصرة قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
-0.2201	1.2215	0.8997	1.2658	1.4990	1.5664	2.2309	0.9020

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### ج- نسبة السيولة الجاهزة

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (26) إلى وجود ارتفاع طفيف في نسبة السيولة الجاهزة حيث بلغ متوسط النسبة بعد الاستحواذ إلى (0.5670) بعدما كان (0.5186) في الفترة قبل الاستحواذ. هذا يعني أن

نسبة التغير في متوسط هذه النسبة بلغت (0.0933) وهي نسبة ضعيفة لا تبرر وجود تحسن في نسبة السيولة الجاهزة بعد الاستحواذ.

**جدول رقم(26):** نسبة السيولة الجاهزة قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
0.0933	0.5670	0.1978	0.5703	0.9329	0.5186	0.9764	0.0609

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### د- نسبة صافي رأس المال العامل

تبين النتائج الخاصة بنسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول الظاهرة في الجدول رقم(27) وجود انخفاض في نسبة صافي رأس المال العامل في الفترة بعد الاستحواذ. فقد بلغ متوسط هذه الفترة (0.0717) مقارنة بالفترة قبل الاستحواذ التي كان متوسطها (0.1359)، أي أن نسبة التغير بلغت (-0.4724) وهي نسبة لا تدل على وجود تحسن في رأس المال العامل بعد الاستحواذ.

**جدول رقم(27):** نسبة صافي رأس المال العامل قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
-0.4724	0.0717	0.0236	0.0624	0.1292	0.1359	0.2446	0.0272

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### هـ - نسبة العائد على الأصول

من خلال الجدول رقم(28) يمكن ملاحظة وجود انخفاض في نسبة العائد على الأصول في الفترة بعد الاستحواذ. مقارنة بالفترة قبل الاستحواذ. حيث كان المتوسط للسنتين السابقتين للاستحواذ (0.0863) بينما بلغ (0.0432) للثلاث سنوات اللاحقة للاستحواذ، بنسبة تغير في المتوسط (-0.4994) مما يدل على عدم وجود تأثير للاستحواذ على عوائد الأصول.

جدول رقم(28): نسبة العائد على الأصول قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
-0.4994							
	0.0432	0.0357	0.0388	0.0552	0.0863	0.1327	0.0399

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### و- نسبة العائد على حقوق الملكية

يتضح لنا من الجدول رقم(29) أن نسبة العائد على حقوق الملكية في الفترة بعد الاستحواذ انخفضت حيث بلغ متوسط هذه الفترة (0.0747) بينما كان المتوسط في الفترة قبل الاستحواذ (0.1548). إذ بلغت نسبة التغير ( -0.5174 ) مما يشير إلى عدم وجود تحسن في نسبة العوائد المحققة على حقوق الملكية.

جدول رقم(29): نسبة العائد على حقوق الملكية قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
-0.5174							
	0.0747	0.0686	0.0640	0.0916	0.1548	0.2063	0.1033

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

#### ز- نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات

يمكن من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم(30) والخاصة بنسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات ملاحظة أن متوسط النسبة للفترة بعد الاستحواذ (0.1021) ارتفع مقارنة بمتوسط النسبة للفترة قبل الاستحواذ المقدر بـ(0.0009)، يعني أن نسبة التغير(112.4444) كبيرة تفسر تأثر نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات بعملية الاستحواذ.



جدول رقم(30): نسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات قبل وبعد الاستحواذ للفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
112.4444							
	0.1021	0.0732	0.1231	0.1102	0.0009	-0.0106	0.0125

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

### ح- نسبة صافي الربح إلى المبيعات

يتضح لنا من الجدول رقم(31)، وجود انخفاض في متوسط نسبة صافي الربح إلى المبيعات في الفترة بعد الاستحواذ حيث بلغ (0.1313) مقارنة بمتوسط الفترة قبل الاستحواذ الذي كان (0.3310). أي أن نسبة التغير في متوسط الفترة بعد الاستحواذ (-0.6033) وهي نسبة تدل على عدم وجود تحسن في صافي الربح إلى صافي المبيعات.

الجدول رقم(31): نسبة صافي الربح إلى المبيعات قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
-0.6033							
	0.1313	0.0986	0.1160	0.1795	0.3310	0.4702	0.1918

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

### ط- نسبة العائد على السهم

يتضح لنا من الجدول رقم(32) وجود انخفاض في متوسط نسبة العائد على السهم للفترة بعد الاستحواذ حيث بلغ (1.13)، بينما كان (2.5) للفترة قبل الاستحواذ. وبلغت نسبة التغير في المتوسط للفترة بعد الاستحواذ (-0.5480) مما يبين كذلك عدم وجود تحسن في العائد على السهم لشركة Vivendi SA بعد الاستحواذ على شركة Dailymotion.

جدول رقم(32): نسبة العائد على السهم قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
-0.5480	1.13	0.98	0.99	1.42	2.5	3.52	1.48

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة

### ي - نسبة الأرباح الموزعة

تبين نتائج الجدول رقم(33) وجود تحسن في متوسط نسبة الأرباح الموزعة في السنوات بعد الاستحواذ حيث بلغ(1.2927)، بينما كان (0.4788) في السنوات السابقة للاستحواذ بنسبة تغير قدرت بـ(1.6998) وهذا يعني تحسن الأرباح الموزعة على مساهمي الشركة بعد الاستحواذ.

جدول رقم(33): نسبة الأرباح الموزعة قبل وبعد الاستحواذ خلال الفترة 2013 – 2017

نسبة التغير في المتوسط	الفترة بعد الاستحواذ لشركة Vivendi SA				الفترة قبل الاستحواذ لشركة Vivendi SA		
	المتوسط	2017	2016	2015	المتوسط	2014	2013
1.6998	1.2927	0.4063	2.0605	1.4114	0.4788	0.2841	0.6736

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

### 2-2-2- اختبار الفرضيات

لتحقيق هدف الدراسة تم القيام بتحليل النسب المالية للسنوات قيد الدراسة، مع اختيار التحليل الإحصائي المناسب لاختبار الفرضيات، حيث تم إجراء اختبار (T) لعينتين مستقلتين t-test for independent sample لفترة سنتين قبل الاستحواذ وثلاث سنوات بعد الاستحواذ.

#### ❖ الفرضية الرئيسية الثانية

الفرضية الصفرية  $H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

في الفرضية الرئيسية الأولى لا يمكن جمع قيم متغير الأداء المالي الذي له عدة مؤشرات وذلك لعدم وجود إطار يفسر ناتج جمع قيم المؤشرات المعبرة عن الأداء المالي. وبالتالي لا يمكن اختبارها بفرضية واحدة وإنما سيتم اختبارها بالفرضيات الفرعية ذات العلاقة والتي سيتم اختبارها باستخدام test for independent t- sample من أجل التعرف على الاختلاف وفقاً لمتغير الاستحواذ.

### الفرضية الفرعية الأولى

الفرضية الصفرية  $H_0$ : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

**جدول رقم (34):** المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب السيولة قبل وبعد الاستحواذ

بعد الاستحواذ		قبل الاستحواذ		النسب
الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	
0.2999	1.2376	0.9375	1.5842	نسبة التداول
0.3020	1.2215	0.9396	1.5664	نسبة السيولة المختصرة
0.3675	0.5670	0.6473	0.5186	نسبة السيولة الجاهزة
0.0534	0.0717	0.1537	0.1359	نسبة صافي رأس المال العامل

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

للتحقق من أن الفروق بين المتوسطات دالة إحصائياً تم استخدام اختبار t-test for independent sample لاختبار الفرضيات وقد تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول الموالي:

جدول رقم (35): اختبار t-test for independent sample لنسب السيولة (شركة Vivendi SA)

الفرضية	النسبة	T المحسوبة	T الجدولية	Sig	نتيجة H0
نسب السيولة	التداول	0.506	3.1824	0.693	قبول
	السيولة المختصرة	0.502	3.1824	0.695	قبول
	السيولة الجاهزة	-0.110	3.1824	0.919	قبول
	صافي رأس المال العامل	0.568	3.1824	0.660	قبول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

نلاحظ أن قيمة t المحسوبة أقل من قيمة t الجدولية بالنسبة لجميع النسب، وقيمة sig أكبر من 0.05. حسب قاعدة القرار، يتم قبول الفرضية الصفرية، ورفض الفرضية البديلة. مما يدل على أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السيولة لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

#### الفرضية الفرعية الثانية

الفرضية الصفرية H<sub>0</sub>: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

الفرضية البديلة H<sub>1</sub>: توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

جدول رقم (36): المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب الربحية قبل وبعد الاستحواذ

النسب	قبل الاستحواذ		بعد الاستحواذ	
	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
العائد على الأصول	0.0863	0.0656	0.0432	0.0104
العائد على حقوق الملكية	0.1548	0.0728	0.0747	0.0147
مجمل الربح إلى صافي المبيعات	0.0009	0.0163	0.1021	0.0259
هامش الربح إلى صافي المبيعات	0.3310	0.1968	0.1313	0.0425

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

للتحقق من أن الفروق بين المتوسطات دالة إحصائياً تم استخدام الاختبار السابق وقد تم التوصل إلى التالي:

جدول رقم (37): اختبار t-test for independent sample لنسب الربحية ( شركة Vivendi SA )

الفرضية	النسبة	T المحسوبة	T الجدولية	Sig	نتيجة H <sub>0</sub>
نسب الربحية	العائد على الأصول	0.920	3.1824	0.522	قبول
	العائد على حقوق الملكية	1.534	3.1824	0.358	قبول
	مجمل الربح إلى صافي المبيعات	-4.788	3.1824	0.017	رفض
	صافي الربح إلى صافي المبيعات	1.412	3.1824	0.382	قبول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

نلاحظ أن قيمة t المحسوبة أقل من قيمة t الجدولية، وقيمة sig أكبر من 0.05 بالنسبة للعائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وصافي الربح. حسب قاعدة القرار، يتم قبول الفرضية الصفرية، ورفض الفرضية البديلة. بينما قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية وقيمة sig أقل من 0.05 بالنسبة لمجمل الربح إلى صافي المبيعات. حسب قاعدة القرار، يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة. مما يدل على أن الفرضية الصفرية محققة نسبياً. بمعنى لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب الربحية لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

#### الفرضية الفرعية الثالثة

الفرضية الصفرية H<sub>0</sub>: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

الفرضية البديلة H<sub>1</sub>: توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

جدول رقم(38): المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لنسب السوق قبل وبعد الاستحواذ

النسب	قبل الاستحواذ		بعد الاستحواذ	
	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
العائد على السهم	2.5000	1.4424	1.1300	0.2511
نسبة الأرباح الموزعة	0.4788	0.2754	1.2927	0.8334

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

للتحقق من أن الفروق بين المتوسطات دالة إحصائياً تم استخدام الاختبار السابق وقد تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول التالي:

جدول رقم (39): اختبار t-test for independent sample لنسب السوق ( شركة Vivendi SA )

الفرضية	النسبة	T المحسوبة	T الجدولية	sig	نتيجة H <sub>0</sub>
نسب السوق	العائد على السهم	1.330	3.1824	0.404	قبول
	نسبة التوزيعات	-1.276	3.1824	0.292	قبول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للشركة.

نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بالنسبة لجميع النسب أقل من قيمة t الجدولية، وقيمة sig أكبر من 0.05 حسب قاعدة القرار يتم قبول الفرضية الصفرية، ورفض الفرضية البديلة. مما يدل على أنه لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسب السوق لشركة Vivendi SA قبل وبعد الاستحواذ.

## خلاصة

تبين لنا في هذا الفصل أثر الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي لكل من شركتي Vivendi و Lafarge وذلك من خلال مقارنة سنتين قبل الاندماج والاستحواذ مع ثلاث سنوات بعد العمليتين. وقد شملت المقارنة النسب المالية لكل شركة المتعلقة بنسب السيولة، والربحية، ونسب السوق للفترة 2012-2016 بالنسبة لشركة Lafarge والفترة 2013-2017 بالنسبة لشركة Vivendi. خلال المقارنة بين الفترتين، اعتمادنا على المتوسطات الحسابية واختبار الفرضيات باستخدام t-test for independent sample لعينتين مستقلتين. وقد توصلنا إلى أنه لا يوجد أثر للاندماج على الأداء المالي لشركة Lafarge، ولا يوجد أثر للاستحواذ على الأداء المالي لشركة Vivendi.

خاتمة



لقد تبين من هذه الدراسة أن عمليات الاندماج والاستحواذ التي تقوم بها الشركات الكبرى ليست هي مجرد صفقات تجارية تهدف إلى تحقيق إستراتيجية معينة. فهي تتطلع إلى إضفاء قيمة تمكنها من تجاوز منافسيها، من خلال التركيز على الهدف المنشود والتماشي مع المتطلبات العامة والاحترافية العالمية. فالهدف الرئيسي الذي يدفع الشركات والمؤسسات الاستثمارية إلى التفكير في الاندماج مع شركات أخرى أو الاستحواذ عليها، هو العمل على تعزيز أنشطتها الاستثمارية وزيادة أرباحها وتشكيل قوة يمكنها أن تنافس بها عالميا. بهذا المعنى، تمكن صفقات الاندماج والاستحواذ الكيانات الجديدة من احتلال موقعا متميزا يصعب على الشركات الأخرى بلوغه. فهي تمكن الشركات من تحقيق مزايا التعاون الايجابي والذي يعني 2+2 يساوي أكبر من 4 فيما يخص الإيرادات، وأقل من 4 فيما يخص التكاليف.

### نتائج الدراسة

على الرغم من أن عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات تسعى إلى تحقيق أهداف كثيرة ومتنوعة، ترتبط بمختلف المجالات الاقتصادية والمالية، مثل إضفاء قيمة مضافة أو تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة في أسواق المال، فإن النتائج التي توصلنا إليها من خلال هذه الدراسة تظهر عدم تحقق مثل هذه الأهداف لكل من شركة Lafarge وشركة Vivendi SA خلال فترة الدراسة. كما أن عمليات الاندماج والاستحواذ يبدو أنها لم تحدث آثارا إيجابية على الأداء المالي للشركتين.

بالفعل، فقد بين التحليل الإحصائي للبيانات عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين الأداء المالي للشركتين قبل وبعد الاندماج أو الاستحواذ، سواء تعلق الأمر بنسب السيولة أو الربحية أو السوق. وقد يعود هذا إلى حداثة هذه الصفقات، وبالتالي قصر الفترة المختارة للدراسة، حيث أن فترة ثلاث سنوات لا تبدو كافية للحكم على نجاح أو فشل مثل هذه العمليات في تحسين الأداء المالي للشركات.

### الاقتراحات

على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، يمكن الخروج بالاقتراحات التالية:

- ضرورة تقديم الحكومات للحوافز المناسبة للشركات المندمجة وذلك لإنجاح عمليات الاندماج مثل إعفائها من الضرائب لعدد من السنوات لحين تحقيق أرباح جيدة.
- العمل على مراقبة الأداء المالي وتشكيل لجان مسؤولة عن متابعة عمليات الاندماج والاستحواذ بهدف الوقوف على الأسباب الكامنة وراء عدم التحسن في الأداء المالي.

- ضرورة قيام الشركات بالإفصاح عن البيانات المالية بشكل دقيق، مما يمكن متخذي القرار من دراسة أثر الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي للشركات بشكل دقيق وفعال.

### آفاق الدراسة

في إطار النتائج التي أسفرت عنها هذه الدراسة، واستكمالاً لها، يمكن اقتراح البحوث المستقبلية التالية:

- دور آليتي الاندماج والاستحواذ في إعادة هيكلة الشركات.

- دور عمليات الاندماج والاستحواذ في خلق القيمة.

- أثر الاندماج والاستحواذ على القيمة السوقية للأسهم.

# قائمة المراجع

## ❖ الكتب

1. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
3. إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، الجزء الثالث عشر تحويل الشركات وإنقضاءها واندماجها، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان. بدون سنة.
4. برايان كويل، دمج وشراء الشركات، قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة العربية الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2002.
5. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
6. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
7. خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
8. خلدون الحمداني، الآثار القانونية لاندماج الشركات على حقوق الدائنين، دار الكتب القانونية، مصر، 2011.
9. خليل محمد حسن الشماع، خضير كاظم حمود، نظرية المنظمة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
10. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري للنشر، الأردن، 2010.
11. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
12. طارق عبد العال حماد، اندماج وخصخصة البنوك، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2004.
13. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2005.
14. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2007.
15. عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.

16. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 2007.
17. عبد العزيز بن سعد الدغيثر، أسس النظر في التركزات في ضوء نظام المنافسة، (الاندماجات- الاستحوادات- التجمعات لغرض السيطرة)، كتاب إلكتروني على شبكة الألوكة، تاريخ الإضافة 2017/12/03، على الموقع [www.alukah.net](http://www.alukah.net).
18. عبد الله عمر، حوكمة الشركات، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
19. عدنان تايه التميمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي ( اتجاهات معاصرة)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
20. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
21. فيصل محمود الشاوره، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2013.
22. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية ( مدخل القيمة واتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، مصر، 2006.
23. محمود أحمد التوني، الاندماج المصرفي، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2007.
24. محمود صبح، قضايا الهندسة المالية ( إعادة هيكلة الشركات)، الطبعة الأولى، جامعة عين شمس، مصر، 1998.
25. محي الدين القطب، الخيار الاستراتيجي وأثره في تحقيق الميزة التنافسية، الطبعة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
26. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
27. مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
28. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف للنشر، مصر، 2005.
29. منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

30. مؤيد سعيد السالم، أساسيات الإدارة الإستراتيجية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
31. نبيل محمد موسى، أحمد عبد السلام سليم، الإدارة الإستراتيجية، المكتب الجامعي الحديث للنشر، مصر، 2007.
32. وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.

## ❖ الأطروحات

33. أحمد عبد الوهاب سعيد أبو زينة، الإطار القانوني لاندماج الشركات التجارية، أطروحة دكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة- مصر، 2012.
34. عمر قيرة، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تجميع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف- الجزائر، 2017.
35. كنزة جمال، انعكاسات إعادة الهندسة على نجاح المؤسسة (دراسة حالة المؤسسة المينائية سيكدة)، أطروحة دكتوراه، جامعة 20 أوت 1955 سيكدة- الجزائر، 2016-2017.
36. نبيل قبلي، دور مبادئ الحوكمة في تفعيل الأداء المالي لشركات التأمين (دراسة حالة)، أطروحة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف- الجزائر، 2017.
37. نوي فطيمة الزهرة، أثر تطبيق الحوكمة المؤسسية على تحسين أداء البنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، 2016-2017.

## ❖ المقالات

38. أحمد محمود لمساعدة، العلاقة القانونية للشركة القابضة مع الشركات التابعة لها (دراسة مقارنة)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 12، جوان، 2014.
39. عبد الفتاح محمد الصالح، الاندماج والاستحواذ، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 31، ديسمبر 2014.
40. لبيب محمد بشير، رديف مصطفى، تمويل تقنية LBO باستخدام الأدوات المالية الإسلامية، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة-الجزائر، العدد السادس، 2013.
41. مطاي عبد القادر، الاندماج المصرفي كتوجه حديث لتطوير وعصرنة النظام المصرفي، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد السابع، جوان 2010.
42. معتصم محمد الدباس، أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرون، العدد الثاني، جوان 2012.

43. مغاري عبد الرحمان، فكير سامية، مراقبة الأداء المالي لشركات المساهمة من خلال تطبيق قواعد الحوكمة على الأنظمة المالية والمحاسبية أثر ذلك على كفاءة الأسواق المالية، دراسات اقتصادية، دورية فصلية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث، العدد 20، جويلية 2012.
44. موسى بن منصور، دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، الجزائر، 2010.
45. نجلاء فتح الرحمان أحمد القاضي، الاندماج المصرفي والاستحواد في البلدان العربية، مجلة العلوم الإدارية، العدد الأول، جوان 2017.
46. وائل الياسين، اندماج الشركات والآثار القانونية المترتبة عليه، مجلة جامعة البعث، المجلد 38، العدد 60، 2016.
- ❖ **الرسائل الجامعية**
47. بن خروف جليلة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة و اتخاذ القرارات (دراسة حالة للمؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات)، مذكرة ماجستير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس- الجزائر، 2008-2009.
48. بولحديد مراد، دور مراقبة التسيير في تحسين أداء المؤسسة (دراسة حالة المؤسسة المينائية بسكيكدة)، مذكرة ماجستير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة- الجزائر، 2012-2013.
49. جهاد بونور، دور التدقيق الداخلي في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة المؤسسة المينائية لسكيكدة)، مذكرة ماجستير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة- الجزائر، 2011-2012.
50. رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات، دراسة مالية ومحاسبية، مذكرة ماجستير، جامعة الحاج لخضر، باتنة-الجزائر، 2010.
51. شباح حمزة، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي بالميلية)، مذكرة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل - الجزائر، 2013-2014.
52. ضامن وهيبة، دور القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء المالي للمؤسسة (دراسة حالة مؤسسة صيدال)، مذكرة ماجستير، جامعة سطيف- الجزائر، 2007-2008.
53. ضيف روفية، إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الاندماج، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة-الجزائر، 2005.

54. عادل قرقاد، أثر حوكمة المؤسسة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة مجمع صيدال للمنتجات الصيدلانية)، مذكرة ماجستير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة- الجزائر، 2011-2012.
55. عمر بوجميلة، تقييم الأداء المالي وتحليل محددات الربحية في البنوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على مجموعة من البنوك الإسلامية)، مذكرة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل- الجزائر، 2013-2014.
56. فروم محمد الصالح، النمو والأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة (دراسة حالة مؤسسة تحويل الخشب والحديد بعناية)، مذكرة ماجستير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة- الجزائر، 2006-2007.
57. مشعل جهز المطيري، تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط ، الكويت، 2010-2011.
58. مهند إبراهيم الجبوري، اندماج الشركات، رسالة ماجستير، سلسلة رسائل جامعية متميزة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2003.
59. موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنظمة، مذكرة ماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف - الجزائر، 2008-2009.
- ❖ **الملتقيات والمؤتمرات**
60. عباسي صابر، شنافة جوهرة، استقرار الصناعة المالية في إطار الاستحواذ بالاقتراض والمساهمات الخاصة، مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2014.
61. بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق.
- ❖ **المعاجم**
62. معجم المعاني الجامع، معجم عربي عربي، من الموقع: <https://www.almaany.com>، تم الإطلاع في 2018/05/5، 15:00.
- ❖ **مراجع باللغة الأجنبية**



63. Alexander Roberts, And All, **Mergers And Acquisitions**, Edinburgh Business School, United Kingdom, 2016.
64. Angel Renaud, Nicolas Berland , **Mesure de la performance globale des entreprises**, comptabilité et environnement, , France. 2007.
65. Anouar Najeh , **performance des Acquisitions d'entreprises, perception des facteurs Déterminants**, Docteur en Sciences De Gestion, Centre des études doctorales en gestion, Laboratoire de recherche en stratégie, Maroc,
66. A . Sh. Khatib, A Dictionary of Management termes , Librairie du Liban.
67. Audrey Aslanoff, **La perception de la performance des fusion et acquisition dans le secteur bancaire**, doctorat en sciences de gestion, Université nice Sophia Antipolis, France, 2013.
68. Beryl Akoth Olang, **the influence of conflict management on organisational performance : A case of stima Sacco society limited**, united states international university, 2007.
69. Georges legres," **Ingénierie financière" Fusion, Acquisitions et autres restructurations des capitaux**, Dunod, paris, 2012..
70. Imèn B'chir , **performance à long terme des fusions acquisitions**, mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en administration des affaires, Université du Québec à Montréal, Canada, Novembre 2011.
71. Mohamed Bouamama, **Nouveaux défis du système de mesure de la performance : cas des tableaux de bord. Gestion et management**, université de bordeaux, 2015.
72. Oliver Meier, Guillaume Schier, **Fusions Acquisitions- Stratégie Finance Management**, Dunod, Paris,2003.

## ❖ المواقع الإلكترونية

73. توفيق السويلم، **الاندماجات و الاستحوادات بين مكاتب مراجعة الحسابات وأثرها في تطوير المهنة والارتقاء بها**، من الموقع: [gccaaforum.org-PDF](http://gccaaforum.org-PDF).
74. عبد الله الفهد العبد الجادر، **مفاهيم الاستحواد والاندماج وأثرها على المساهمين**، جريدة النهار الاقتصادي، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: [www.annaharkw.com](http://www.annaharkw.com).
75. Anthony Seghers, **la structuration d'un LBO (leverage buy out)**, 2007, sur le site: <https://www.memoire.com>.
76. <https://www.vivendi.com/vivendi/notre-histoire/les-origines-du-groupe>.
77. [https://www.lafarge.dz/1\\_11-le-groupe-en-bref](https://www.lafarge.dz/1_11-le-groupe-en-bref).
78. [https://www.lafargeholcim.com/sites/lafargeholcim.com/files/atoms/files/180409\\_lho\\_ag\\_n2018\\_invitationbrochure\\_fr\\_rgb\\_web.pdf](https://www.lafargeholcim.com/sites/lafargeholcim.com/files/atoms/files/180409_lho_ag_n2018_invitationbrochure_fr_rgb_web.pdf).
79. <https://WWW.vernimmen.net> > chapitre\_50, pdf.
80. <https://www.vivendi.com/vivendi/>.

الملاحق

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر عمليات الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي للشركات، حيث تتناول ماهية عمليات الاندماج والاستحواذ وتعرض مختلف أشكالها القانونية والمالية. كما تبين أغراض ودوافع عمليات الاندماج والاستحواذ. تركز هذه الدراسة على تحليل أثر الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي لشركة لفارج (Lafarge) وشركة فيفندي (Vivendi SA)، من خلال فحص وتحليل النسب المالية ذات العلاقة بالسيولة، والربحية، والسوق. لقد تم اختبار المعطيات باستخدام التحليل الإحصائي SPSS. بينت نتائج الدراسة عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية لاندماج الشركات على أدائها المالي. كما أظهرت عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية لاستحواذ الشركات على أدائها المالي.

**الكلمات الافتتاحية:** الاندماج • الاستحواذ • الأداء المالي • شركة لفارج • شركة فيفندي

## Abstract

This study aims to highlight the impact of mergers and acquisitions on the financial performance of companies. It defines the operations of mergers and acquisitions and presents their various legal and financial forms. It also puts forward the purposes and motivations behind mergers and acquisitions. This study focuses on analyzing the impact of mergers and acquisitions on the financial performance of both Lafarge and Vivendi, by examining and analyzing financial ratios related to liquidity, profitability and the market. Data were tested using SPSS. The results of the study showed that there were no statistically significant differences for the companies' mergers on their financial performance. And there were no statistically significant differences for the companies' acquisitions on their financial performance.

**Keywords:** Mergers • Acquisitions • Financial performance • Lafarge • Vivendi SA