

المحاضرة الخامسة

الهندسة المالية وأدوات مواجهة السيطرة العدوانية :

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

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

وهناك صور متعددة لأدوات الدفاع التي أتاحتها المهندسون الماليون الإدارة الشركة المستهدفة. نذكر منها:

- **أطلق عليها الابتزاز المشروع :** تبدأ تطبيقات تلك الإستراتيجية، عندما ينجح مستثمر أو مجموعة من المستثمرين في شراء أسهم المنشأة المستهدفة، بكميات تخشى معها الإدارة أن تكون نقطة بداية يتبعها الإعلان عن رغبة في شراء المزيد من تلك الأسهم بهدف السيطرة. في هذه الحالة قد تلجأ إدارة المنشأة إلى الاتصال بهؤلاء المستثمرين الراغبين في السيطرة، حيث تعرض عليهم دون غيرهم شراء الأسهم التي يمتلكونها، بسعر أعلى من السعر الذي اشترت به. ومن الأمثلة على ذلك قيام شركة ديزني بإعادة شراء حصة من أسهمها، كانت قد اشترتها مجموعة سول ستنبرج. وقد حققت الأخيرة من وراء ذلك أرباحاً بلغت 60 مليون دولار. غير أنه لما كان التصرف المشار إليه من قبل إدارة ديزني فيه تضحية بمصالح حملة الأسهم، إذ إن شراء الأسهم قد تم تمويله من أموال الشركة، فقد لجأ حملة الأسهم إلى القضاء، واستردوا من ستنبرج وإدارة ديزني جزءاً كبيراً من هذه المكاسب، وبالتحديد 45 مليون دولار.

- **استراتيجية إعادة شراء الأسهم من فئات معينة :** فعندما يتأكد لإدارة المنشأة المستهدفة، تأهب مجموعة من كبار المساهمين للسيطرة على الشركة، قد تقوم الإدارة بالإعلان عن رغبتها في شراء حصة من أسهمها، مستثنية من ذلك الأسهم التي يمتلكها هؤلاء المستثمرون، يتم ذلك بسعر يزيد عن سعر السوق. ومن أشهر حالات استخدام تلك الإستراتيجية، حالة إحدى شركات البترول الضخمة، عندما أعلنت عن رغبتها في شراء 29% من أسهمها من كافة المستثمرين، عدا مجموعة من أكبر مستثمريها وهي شركاء مسنأ الثانية. وقد اشترى السهم بسعر 72 دولار، وهو ما يزيد بمقدار 16 دولار

عن قيمته السوقية. يالها من إستراتيجية عقابية لمن خولت له نفسه السيطرة على الشركة؛ فالأسهم المشتراة بقيمة أعلى من قيمتها السوقية، قد تم تمويلها من موارد الشركة، التي يساهم فيها مجموعة المستثمرين الذين استبعدوا من الدعوة لبيع أسهمهم. هذا يعني بلغة الإدارة المالية إتاحة الفرصة لانتقال الثروة من تلك المجموعة إلى بقية المساهمين.

الهندسة المالية في إعادة الهيكلة بتخفيض الحجم :

هناك ثلاثة أشكال أساسية لإعادة الهيكلة بتخفيض الحجم:

هي تفكيك المنشأة الواحدة إلى منشآت مستقلة: ويقصد بتفكيك المنشأة إلى منشآت مستقلة ، قيام منشأة ما بنقل جزء من أصولها وخصومها إلى شركة (أو شركات أخرى تنشئ هذا الهدف، في مقابل ذلك يحصل حملة أسهم الشركة الأم على أسهم تصدرها الشركة الجديدة، بنسبة ملكيتهم فيها. وبالطبع لن يتغير حجم ملكية المساهمين. كل ما حدث أنها أصبحت موزعة على شركتين، بعد أن كانت مركززة في شركة واحدة، كما أصبحت كل منشأة مستقلة تماما بأصولها، وملكيتها وإدارتها. بعد ذلك يصبح من حق حامل السهم، إذا ما رغب في نقل ملكيته بالكامل إلى واحدة من هاتين الشركتين، بيع الحصة التي يملكها في إحداها، واستخدام الحصيلة في شراء حصة إضافية في رأسمال الشركة الأخرى.

وفي بعض صور التفكيك، تختفي الشركة الأم تماما بعد توزيع أصولها وخصومها على شركات مستقلة . وكما يبدو لا تنطوي عملية التفكيك على دفع أو الحصول على أي تدفقات نقدية من طرف إلى طرف آخر. ومن أبرز الأمثلة على ذلك تفكيك الشركة الأمريكية للتليفون والتلغراف إلى مجموعة من الشركات الإقليمية، وشركة التليفونات الأرجنتينية التي انشطرت إلى شركتين متنافستين وهو ما حدث أيضا في هيئة السكة الحديد باليابان.

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

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

أما الصورة الثالثة من إعادة الهيكلة بتخفيض الحجم، ففيه تقوم الشركة بتكوين شركة جديدة، وتحويل جزء من أصولها إليها. بعد ذلك تقوم الشركة الأصلية ببيع ملكيتها في أسهم الشركة الجديدة، لمستثمرين آخرين، وهكذا تشبه تلك الصورة إعادة الهيكلة من خلال بيع جزء من أصول الشركة من حيث إنها توفر موارد مالية للشركة الأصلية. كما تشبه صورة إعادة الهيكلة بتقسيم الشركة إلى شركات صغيرة ؛ من حيث إنها تنطوي على خلق كيان جديد. مرة أخرى تبدو بصمات المهندسين الماليين واضحة. فبدلا من بيع الأصول على حالها، يتم استخدامها في عمليات الشركة الجديدة، التي يعاد بيعها كمنشأة مستمرة بقيمة تفوق القيمة، التي كان يمكن بيعها

بها كأصول مفردة. وبالطبع يتوقف نجاح هذا الأسلوب من إعادة الهيكلة، على كون الأصول المنقولة قادرة على تشغيل الكيان الجديد على أساس اقتصادي.

- **إضافة هامة:**
- في حالة التفتيت تبقى الملكية لنفس المساهمين ولكن تقسم الحصة الى شركتين مثلا، في بعض الحالات تختفي الشركة الام تماما،
- والهدف هو التسيير بكفاءة لما تكون اقل حجما، قد يكون هدف التفتيت هو القضاء على الاحتكار في قطاع معين، وهذا كله لخصخصة المشروعات العامة، أيضا تجنب صعوبة خصصت الشركات الكبيرة بأسلوب الطرح الخاص،
- اما الاسلوب الثاني (بيع جزء من الاصول الى شركة اخرى): بسبب مثلا الحاجة الى سيولة، او لكون الأصول تمثل خط انتاج مستقل يمثل عبئ عليها، اذن ينطوي هذا الأسلوب على تدفقات نقدية على عكس الأسلوب الأول،
- الأسلوب الثالث هو ان تقوم الشركة الكبيرة بتكوين شركة جديدة، وبعد ذلك تقوم ببيع حصتها لمساهمين جدد اذن يجمع هذا الأسلوب الأسلوبين السابقين في تحقيق تدفقات نقدية ، وأيضا خلق كيان جديد.

الأدوات الحديثة:

- **الخصوصية:** تعني الخصوصية الانتقال التام أو الجزئي للملكية العامة لصالح الخواص او تمكينهم بموجب عقد من إدارة المؤسسات مع بقائها مملوكة للدولة).
- وتعتبر الخصوصية شكلا من أشكال إعادة الهيكلة الشاملة المنشآت الأعمال، وبالتالي فهي تعتبر هندسة مالية، ويتضح الدور الأبرز للهندسة المالية ليس في الخصخصة بشكلها المتعارف عليه بل بشكل خاص من خلال تطوير وابتكار أنواع مختلفة للخصوصية يمكن إيجازها باختصار فيما يلي:
- **تحويل ملكية القطاع العام جزئيا أو كلية إلى القطاع الخاص** (بيع مؤسسة عامة بالكامل أو تحويلها إلى مؤسسة مختلطة يشارك القطاع الخاص في جزء من ملكيتها).
- **تعاقد القطاع العام مع القطاع الخاص لتقديم خدمات مؤسسة عامة عن طريق نقل الإجارة أو التأجير مجمل أو جزء من نشاط هذه المؤسسة للقطاع الخاص مع بقاء ملكيتها للقطاع العام.**
- **اعتماد الصيغة الثلاثية (التشيد، التشغيل، النقل)** أي تكليف القطاع الخاص انجاز مشروع ما والسماح له بتشغيله لفترة معينة حتى استرداد كلفة الإنشاء مع نسبة معينة من الأرباح يتم الاتفاق عليها، ثم إعادته للقطاع العام بعد انتهاء المدة المحددة
- **اعتماد صيغة (التشييد، التشغيل، التملك)**، أي السماح للقطاع الخاص بتملك المشروع بعد فترة زمنية مع دفع مترتبات هذا التملك للدولة).
- وتعتبر الخصوصية والاندماج أهم شكل من أشكال الهندسة المالية المستخدمة في إعادة هيكلة منشآت الأعمال، كما يمكننا إضافة بعض الأشكال الأخرى، منها:
- **إعادة جدولة او إسقاط الديون:** تعتبر هذه الأداة ركيزة رئيسية في خطة إعادة الهيكلة المالية إذا تم التفاوض مع الدائنين على جدولة الديون أو التنازل عن جزء منها.

- **تحويل المديونية إلى مساهمات في رأس المال:** يعتبر تقييم الشركة موضوع الهندسة المالية شرطاً في عملية تحويل الديون أو جزء منها إلى مساهمة في رأس المال، ويحقق هذا الأسلوب مجموعة من المزايا، أهمها: المساعدة في تدعيم حقوق الملكية بالشركة، توسيع قاعدة الملكية الخاصة، إحساس العاملين والإدارة بالشركة بمسؤولياتهم تجاه الشركات التي يعملون بها ورفع روحهم المعنوية .

- **إعادة تقييم الأصول:** كثيراً ما تكون القيمة الدفترية لبعض الأصول الثابتة كالأراضي والمباني والمعدات أقل من القيمة الحقيقية لهذه الأصول، ويمكن بإعادة تقييم هذه الأصول امتصاص وتغطية جزء من الخسائر المتراكمة، غير أنه قد تصطدم الشركة بالقواعد المحاسبية والضريبية، حيث قد يتطلب الأمر تغيير الشكل القانوني للشركة)...

- **التحول أو تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة:** ونقصد بتحول الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، قيام مجموعة صغيرة من الأفراد الطبيعيين أو المعنويين، قد يكونون من حملة الأسهم لتلك الشركة أو غيرهم بالسيطرة على الشركة وذلك بشراء كل أو معظم أسهمها.