

دور الهندسة المالية في مواجهة السيطرة العدوانية على الشركات

د. بوقرة إيمان*

جامعة غرداية

د. خلف الله بن يوسف**

المركز الجامعي بأفلو - الأغواط -

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الأدوات الدفاعية التي ابتكرتها الهندسة المالية لمساعدة الشركة المستهدفة من السيطرة، لمواجهة محاولات السيطرة العدوانية عليها، ولتحقيق هذا الهدف تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة محاور هي: الهندسة المالية، السيطرة على الشركات، الأدوات المبتكرة لمواجهة محاولات السيطرة العدوانية. وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن مفهوم الهندسة المالية يرتبط بالتصميم والتطوير والتزويد بآليات وأدوات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية، وأن السيطرة على الشركات تتم بطريقة سلمية وأخرى عدوانية. فالسيطرة السلمية تتم بتقديم الشركة الراغبة في السيطرة اقتراح إلى إدارة الشركة المستهدفة يتضمن الرغبة في الامتلاك. وأما السيطرة العدوانية فيتم اللجوء إليها في حالة فشل محاولة السيطرة السلمية، أو مباشرة أي دون اعطاء فرصة للسيطرة السلمية. وبما أن الهندسة المالية مهنة هدفها الكسب، فهي التي تصمم أدوات لتنفيذ السيطرة العدوانية، و في نفس الوقت تصمم استراتيجيات دفاعية للإدارة تمكنها من حماية نفسها من ويلات السيطرة العدوانية.

الكلمات المفتاحية: هندسة مالية، سيطرة عدوانية، شركات.

Résumé:

Cette étude visait à identifier les dispositifs défensifs inventés par l'ingénierie financière pour aider le contrôle ciblé de la société, pour contrer les tentatives de contrôle agressive sur eux, et pour atteindre cet objectif Cette étude a été divisée en trois zones: ingénierie financière, le contrôle de l'entreprise, des outils innovants pour faire face aux tentatives de contrôle de l'agressivité.

Cette étude a rejoint l'ensemble le plus important des résultats que le concept de l'ingénierie financière associée à la conception, le développement et les mécanismes d'approvisionnement et d'instruments financiers novateurs et le processus des problèmes financiers de rédaction, et que le contrôle des entreprises sont d'une manière pacifique et l'autre agressive. Le contrôle endroit paisible pour fournir à l'entreprise qui souhaite contrôler la proposition à la direction de la société cible comprend le désir de la propriété. Le contrôle et l'agressivité ont recours au cas d'une tentative de contrôler l'échec de la paix, il peut recourir à eux directement, sans donner la moindre chance pour le contrôle pacifique.

Puisque le but de la carrière de l'ingénierie financière de gagner, ils sont des outils qui sont conçus pour mettre en œuvre le contrôle agressive, et en même temps conçu pour la gestion afin de leur permettre de se protéger contre les ravages du contrôle agressive des stratégies défensives.

Mots clés: ingénierie financière, le contrôle des entreprises agressives.

* bouguerra87@yahoo.fr

** Benyoucef02@yahoo.fr

1. المقدمة:

يتميز عالم الأعمال اليوم بالتعقيد وارتفاع المخاطر، ونحن في بداية القرن الواحد والعشرين يسود الاعتقاد أن الهندسة المالية يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية التي تخطط لها منشآت الأعمال، فالهندسة المالية لا يقتصر دورها فقط على تخفيض تكاليف الأنشطة المنفذة، بل تذهب إلى أبعد من ذلك فهي تطور وتبتكر منتجات مالية جديدة، و تقدم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه الشركات. ويعود الظهور الأول للهندسة المالية إلى منتصف الثمانينات، عندما انشأت بنوك لندن إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملاءها وإيجاد حلول لتلك المشكلات.¹

وتعتبر السيطرة العدوانية من بين المشكلات التي تواجهها الشركات، وتحدث السيطرة العدوانية ضد رغبة الإدارة، و يشجع عليها عدم رضا حملة أسهم الشركة المستهدفة عن أداء الإدارة، و حتى منتصف الستينات كانت السيطرة من النوع السلمي وأن السيطرة العدوانية إذا ما حدثت تكون في العادة باستخدام ما يسمى بحرب التصويت.²

ويقصد بحرب التصويت³ سعي الشركة التي فشلت في السيطرة على الشركة المستهدفة سلميا بالحصول على تفويض من مساهمي تلك الشركة، وذلك بالتصويت نيابة عنهم، لإقضاء الإدارة التي رفضت عرض الشراء، الذي عادة ما يكون عرضا مغريا. وكان المتبع في مثل هذه الظروف أن يطلب حاملي التفويض من الشركة عناوين حملة الأسهم حتى يمكن الاتصال بهم، وهو طلب عادة ما يكون مصيره الرفض أو التسوية، 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 لقد جاءت هذه الدراسة لتوضيح الدور الذي تلعبه الابتكارات المالية مجسدة في الهندسة المالية، في سبيل مواجهة أدوات السيطرة العدوانية على الشركات.

2. الإشكالية:

¹المانسيع، رايح، الهندسة المالية و اثرها في الأزمة المالية العالمية 2007، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007، ص 9.

² Brigham, E. **Financial Management** : Theory and Practice, The Dryden Press, Third edition,, 1989, P 805.

من خلال ما تقدم يمكن طرح الاشكالية التالية: ما هي الأدوات الدفاعية التي اتاحها المهندسون الماليون لإدارة الشركة المستهدفة للتصدي لمحاولات السيطرة العدوانية عليها؟

3. الأهداف:

تهدف هذه الدراسة إلى:

1. التعرف على مفهوم الهندسة المالية و أنشطتها.
2. التعرف على أشكال السيطرة بشكل عام.
3. التعرف على مفهوم السيطرة السلمية والتميز بين صورها المختلفة.
4. تسليط الضوء على الأدوات التي تلجأ إليها إدارة الشركة المستهدفة لمواجهة السيطرة العدوانية عليها.

4. الأهمية:

تكمن أهمية هذه الدراسة في إبراز الدور الذي تلعبه الهندسة المالية قديما وحديثا، في إعادة هيكلة الشركات بغرض التوسع، التي من أبرزها الاندماج الذي عرف عشرات بل ومئات السنين، والذي يعتبر في حقيقة الأمر منتجا من منتجات الهندسة المالية، هذا بالنسبة للدور القديم للهندسة المالية. أما بالنسبة للدور الحديث للهندسة المالية، فهو أروع وأعمق، وذلك من خلال تنمية أساليب السيطرة العدوانية، وكنموذج حديث لذلك عطاءات شراء أسهم الشركة بهدف السيطرة عليها. كما يبرز الدور الحديث للهندسة المالية أيضا من خلال تنمية الاستراتيجيات الدفاعية التي يمكن أن تستخدمها إدارة الشركة المستهدفة لحماية نفسها من ويلات السيطرة العدوانية، وكنموذج حديث لذلك ما يسمى باستراتيجية مطاردات سمك القرش.

5. الفرضيات:

تختبر هذه الدراسة مدى صحة الفرضيات التالية:

1. تختص الهندسة المالية بإيجاد حلول للمشاكل المالية و تصميم عقود مالية جديدة من أجل إدارة أفضل للمخاطر و ضمان كفاءة أعلى للمنظومة المالية.
2. تتم السيطرة السلمية بتقديم الشركة الراغبة في السيطرة اقتراح إلى إدارة الشركة المستهدفة يتضمن الرغبة في الامتلاك.

3. يتم اللجوء إلى السيطرة العدوانية فقط في حالة فشل محاولات السيطرة السلمية.
4. يقتصر دور الهندسة المالية فقط على تنمية استراتيجيات دفاعية تستخدمها إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة محاولات السيطرة العدوانية من أطراف أخرى.

6. هيكل الدراسة

لقد تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة محاور:

- ♣ الهندسة المالية.
- ♣ السيطرة على الشركات.
- ♣ الأدوات المبتكرة لمواجهة محاولات السيطرة العدوانية على الشركات.

المحور الأول: الهندسة المالية: (Financial Engineering)

تعتبر الهندسة المالية تلك الصناعة الجديدة في علم المال الهادفة أساسا إلى المتابعة الجيدة للمشروع عن طريق الاندماج ضمن عمليات النصح والارشاد الاستراتيجي والتحليل المالي، زيادة عن ارتكازها الأساسي على المشتقات المالية واعتمادها الواسع على القيم المنقولة و التوجيه الاستثماري فيها قصد الوفاء بمتطلبات و حاجات التمويل التي تعجز المشاريع لوجدها عن تحقيقها.⁴

I. مفهوم الهندسة المالية:

طبقا لفلسفة الهندسة المالية، فقد تعددت مفاهيمها ويمكننا استخلاص أهمها وفق التالي:⁵

أولاً: مفهوم الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية للمؤسسات:

بالنسبة لمؤسسة الأعمال فإن الهندسة المالية قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة، وهذه قد تتضمن النشاطات التالية:⁶

- تعظيم قيمة الشركة

⁴ المانسع، رايح، مرجع سابق، ص 14.

⁵ Choinal, Alain, **Introduction à L'ingénierie Financière**, édition Revue Banque, 4^éédition, Paris, 2002, p13

⁶ قندوز، عبد الكريم، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2007/2006، ص2.

● إدارة محفظة الأوراق المالية.

● التفاوض حول التمويل أو التحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة أخذًا بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية.

● تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون و الشركة.

● تنظيم صفقات المشتريات بشكل يراعي مصالح كل من المورد و الشركة.

وكل هذه النشاطات تتضمن استخدام النماذج الكمية، والبرامج التقنية و المشتقات.

وفقا لهذا المفهوم يتبين أن الهندسة المالية تسعى إلى تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية التي تخطط لها منشآت الأعمال، وذلك من خلال تخفيض تكاليف الأنشطة المنفذة، وكذا تطوير وابتكار منتجات مالية جديدة وتقديم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال.

ثانيا: مفهوم الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية:

من وجهة نظر الأسواق المالية فإن مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات و الأسهم و المستقبليات و يسمح استعمال أدوات و تقنيات الهندسة المالية للمهندس المالي بفهم أفضل للسوق المالية، و بالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق ويعتبر هذا مهم جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.⁷

ثالثا: المفهوم الشامل للهندسة المالية:

مما تقدم يمكن استخلاص مفهوم شامل للهندسة المالية بأنها:

التطبيق العملي لمبادئ علمية لصياغة حلول عملية للمشاكل المالية انطلاقا من تصميم ابتكار وتطوير تقنيات ومنتجات مالية مفيدة، فالهندسة المالية ليست لعزا أو مسألة صعبة، إنما هي علم وفن ممكن ممارسته إذا توفرت المعرفة والتفكير في مجال الإدارة المالية، كما أنها ليست فنا جديدا، فبيع الأصول ثم تأجيرها هو هندسة مالية والسهم الممتاز الذي له بعض سمات السهم العادي وبعض سمات السند هو الآخر من منتجات الهندسة المالية والأوراق القابلة للتحويل إلى أسهم عادية هي كذلك هندسة مالية.

⁷ قندوز، عبد الكريم، مرجع سابق، ص3.

II. أنشطة الهندسة المالية:

تتضمن الهندسة المالية ثلاثة أنشطة هي: استحداث أوراق مالية جديدة و الأنظمة المالية المبتكرة و إيجاد حلول للمشكلات التي تواجهها منشآت الأعمال، و سنتناول كل واحدة منها كالاتي:

1. استحداث أوراق مالية جديدة:

يعتبر استحداث أوراق مالية جديدة أكثر مجالات الهندسة المالية خصوبة، حيث يمكن تصنيف الأوراق المالية المستحدثة إلى ثلاثة أنواع، هي:

1.1 أوراق مالية تمثل تطورا لأوراق مالية تقليدية:

هناك العديد من الأوراق المالية التي طورها المهندسون الماليون من الأوراق المالية التقليدية، ونوضحها فيما يلي:

- مستحقات الأسهم العادية: كالأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة و الأسهم العادية المضمونة والأسهم العادية التي يمكن ردها للشركة المصدرة.⁸
- مستحقات الأسهم الممتازة: كالأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة و الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.⁹
- مستحقات السندات: كالسندات صفرية الكوبون و السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المضمونة و السندات ذات العائد المتغير و سندات المشاركة و سندات الدخل و السندات الرديئة.¹⁰

2.1 أوراق مالية جديدة في طبيعتها (عقود المشتقات المالية):

أدى الاقبال المتزايد على سوق الأوراق المالية بالشركات و المستثمرين لإيجاد أدوات مالية جديدة تسمى بالمشتقات المالية، و تعرف بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول محل التعاقد مثل السندات و أسهم.¹¹

⁸ حنفي، عبد الغفار و قرياقص، رسمية، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص: 277-282.

⁹ الحناوي، محمد صالح و العبد، جلال ابراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص: 32-34.

¹⁰ جبار، محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة، الجزائر، 2002، ص: 34.

69-53.

¹¹ الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 97.

و يهدف استعمال هذه المشتقات إلى التحوط من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول، كما تعتبر كقرص استثمارية إضافة إلى كونها تستعمل كأدوات للمضاربة¹² و من الصعب جدا حصر كافة أدوات المشتقات المالية التي قدمتها الهندسة المالية، لأن هذه الأخيرة لا تتوقف عن صناعة المنتجات المالية الجديدة و تقديم الابتكارات المالية المستحدثة، و من أهم أنواع عقود المشتقات المالية: عقود المستقبلات، عقود الخيارات المالية، العقود الآجلة، عقود المبادلات.

3.1 أوراق مالية مطورة من أصول مالية أخرى (التوريق):

التوريق هو أداة مالية لها صفة قانونية و تمويلية قائمة على أساس تجميع مجموعة متجانسة من الديون، من حيث الاستحقاق و الضمان كأصول، و تحويلها إلى دين جديد بصيغة أوراق مالية معززة ائتمانيا بغرض تقليل المخاطر و ضمان التدفق المستمر للسيولة المصرفية.¹³

2. الأنظمة المالية المبتكرة:

تساهم الأنظمة المالية المبتكرة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، و يمكن تصنيف هذه الأنظمة إلى ما يلي:

1.2 الابتكارات الهادفة إلى تخفيض تكلفة المعاملات:

و منها قاعدة التسجيل من الرف التي تسمح للشركة التي تصدر أوراق مالية من حين إلى آخر، بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي، يتضمن حجم الاصدار الذي ترغب فيه من ورقة مالية ما سهم أو سند، على أن يكون الاصدار على دفعات.¹⁴

2.2 الابتكارات الهادفة إلى زيادة سرعة تنفيذ المعاملات المالية:

و ذلك من خلال استخدام الأساليب التكنولوجية الحديثة كنظام التداول الالكتروني الذي يربط كافة التجار المشتركين فيه، مهما كان موقعهم، إذ يعلن التاجر على السعر الذي هو على استعداد لدفعه لشراء

¹² Spieser, Philippe, **La bourse**, Vuibert, Paris, 2003, pp : 95.

¹³ بومدين، نوردين و أحمد، مداني، "دور راس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة"، مداخلة ضمن الملتقى الدولي

الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، جامعة الشلف، ص: 5.

¹⁴ ياسين، محمد يوسف، البورصة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص: 191.

السهم و السعر الذي يبدي استعدادده للبيع به. و عليه يستطيع سمسار العميل الراغب في البيع أو الشراء أن يبحث خلال الحاسوب على أفضل العروض المتاحة.¹⁵

3.2 الابتكارات الهادفة إلى تخفيض الرصيد النقدي العاطل:

و من بين أبرز الأمثلة عليها عمليات البيع على المكشوف، التي تقوم على بيع أوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض سعرها، ثم إعادة شراء الأوراق المالية المباعة و إعادتها إلى مالكيها.¹⁶

3. إيجاد حلول للمشكلات التي تواجهها منشآت الأعمال:

وذلك من خلال التركيز على التطبيقات التالية:

❖ إدارة المخاطر الاستثمارية في السندات.

❖ إعادة الهيكلة للشركات من خلال تغيير هيكل رأس المال و شكل الملكية.

❖ تحويل الشركة المساهمة العامة إلى خاصة.

و مما سبق يمكن استخلاص أن الهندسة المالية قامت بابتكار و تطوير المستحدثات المالية استجابة للراغبين في الحصول على أكبر قدر ممكن من الأموال بأقل تكلفة، و كذا للراغبين في التنويع الاستثماري في توظيف أموالهم ستتحقق لهم توليفات متنوعة من الأوراق المالية تتباين من حيث العائد و المخاطرة و السيولة.

المحور الثاني: السيطرة على الشركات (Takeover)

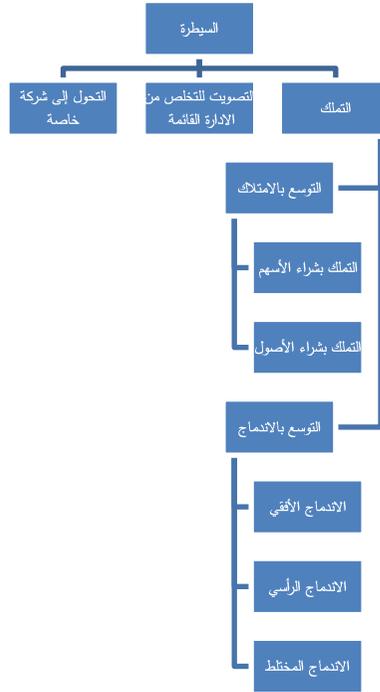
السيطرة ترمي إلى التوسع من خلال التملك، أو التي ترمي إلى التخلص من الإدارة القائمة، أو من خلال الحصول على توكيل من حملة الاسهم للتصويت بإحلال إدارة جديدة محل الإدارة الحالية للشركة، و هو ما قد ينتهي إلى تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة والشكل رقم (1) يوضح الأشكال المختلفة للسيطرة¹⁷ ، وما يتفرع عنها:

الشكل رقم (1): أشكال السيطرة

¹⁵الشعار، نضال، سوق الأوراق المالية و أدواتها، الطبعة الأولى، الطبعة الثالثة، الجيزي للطباعة والنشر، حلب، 2006، ص ص: 50-51.

¹⁶البراي، شعبان محمد، بورصة الأوراق المالية من منظور الاسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2001، ص ص: 195-

¹⁷ Ross, Westerfield, **Corporate Finance**, 4th edition, Irwin, 1996, P 793.



المصدر: من إعداد الباحثين.

I. السيطرة السلمية (التملك): Friendly Takeover

ويقصد بالسيطرة السلمية استيلاء شركة على شركة أخرى إما بالاندماج أو بالشراء، وذلك من خلال اتفاق يبرم بين الشركتين. وتتم عن طريق تقديم الشركة الراغبة في السيطرة اقتراح إلى إدارة الشركة المستهدفة يتضمن الرغبة في الامتلاك، التي عادة ما تنتهي بالإبقاء على وظائف أعضاء الإدارة الحالية. والتملك له صور ثلاثة هي: الاندماج، والتملك بشراء أسهم شركة ما، و التملك بشراء الأصول، و غالبا ما يكون ذلك من خلال ما يسمى بالسيطرة السلمية، وذلك تميزا لها عما يسمى بالسيطرة العدوانية

1. التوسع بالاندماج (Merger)

التوسع بالاندماج يتضمن البيع بين منشأتين أو أكثر لتبقى واحدة و يختفي الباقون، وعادة ما تكون الشركة الباقية هي الأكبر حجما، كما يمكن أن يكون الاندماج بالجمع بين منشأتين أو أكثر، ليختفوا جميعا و

تظهر شركة جديدة تمتلك كافة أصول المنشآت الداخلة في هذه العملية والتي يطلق عليها أيضا بالاتحاد، وللاندماج ثلاثة أنواع هي:¹⁸

1.1 الاندماج الأفقي: Horizontal Merger

الاندماج الأفقي يتضمن منشأتين تعملان من نفس النشاط،¹⁹ شركتين لإنتاج الكيماويات مثلا، و يحقق ذلك الأسلوب مزايا الحجم الكبير التي تسهم في تخفيض تكاليف العمليات للشركة المندمج فيها.

1.2 الاندماج الرأسى: Vertical Merger

الاندماج الرأسى يتم بين منشأتين تعملان في أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة، مثال ذلك اندماج شركة منتجة للمواد الخام مع شركة أخرى تنتج سلعة نهائية، تعتمد أساسا على المواد الخام التي تنتجها الشركة الأخرى، مثال ذلك اندماج شركة لاستخراج البترول في شركة تتولى تكريره.

1.3 الاندماج المختلط: Conglomerate Merger

الاندماج المختلط هو الذي يوفر سبل تنوع أنشطة الشركة، حيث يبرز أفضل مثال لها في شركة جنرال الكترىك، التي تتعدد و تتنوع أنشطتها الانتاجية من سلع معمرة إلى أدوات طبية إلى منتجات تستخدم في صناعة الطائرات و السيارات.... الخ، هذا التنوع في النشاط من شأنه أن يسهم في الحد من التقلب في التدفقات النقدية، كما يسهم في الصمود أمام النقابات العمالية.²⁰

2 التوسع بالامتلاك:

تبدأ جهود التوسع بمحاولة الامتلاك لجزء أو كل أسهم شركة أخرى أو امتلاك أصوله، ونفصل ذلك فيما يلي:

1.3 التملك بشراء الأصول:

التملك بشراء الأصول هو صورة من صور السيطرة إذ لا تقتضي اجراءات التملك بشراء الأصول سوى موافقة أغلبية المساهمين على أساس أن السيطرة في هذه الحالة لا بد و أن تكون سلمية.

¹⁸ النجار، فريد. 2009م. المشتقات و الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، ص 314.

¹⁹ صبح، محمود، 1996م، القرارات الاستراتيجية المالية، دار الكتاب، مصر، ص 38.

²⁰ هندي، منير ابراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام المشتقات و التوريق، الفكر الحديث في الهندسة المالية، مصر، 2011، ص 143.

2.2 التملك بشراء الأسهم:

على عكس السيطرة بامتلاك الأصول التي لا بد وأن تكون سلمية، فإن السيطرة بامتلاك الأسهم يمكن أن تكون سلمية كما يمكن أن تكون عدوانية. عندما تكون السيطرة بامتلاك الأسهم بطريقة سلمية، فإن الشركة الراغبة في السيطرة تقدم اقتراح لإدارة الشركة المستهدفة، يتضمن الرغبة في الامتلاك و ذلك بشراء الأسهم أو استبدال الأسهم بأسهم الشركة الراغبة في السيطرة، و في العادة فإن هذه العملية تنتهي بالإبقاء على وظائف الإدارة الحالية.²¹

أما عندما تكون السيطرة بامتلاك الأسهم بشكل عدواني، فهذا ما سنتطرق إليه في النقطة الموالية.

II. السيطرة العدوانية: Hostile Takeover

السيطرة العدوانية هي استيلاء شركة على شركة أخرى، بشراء كل أسهمها أو معظمها من خلال عطاءات الشراء، يتم ذلك ضد إرادة إدارة الشركة المستهدفة.²²

و يتم اللجوء إلى السيطرة العدوانية في حالة فشل محاولة السيطرة السلمية، كما يمكن اللجوء إليها مباشرة أي دون اعطاء فرصة للسيطرة السلمية، و هو ما يطلق عليه عناق الدب. ففي هذا النمط من السيطرة، يتم تحطيط إدارة الشركة المستهدفة و إجراء اتصال مباشرة بمجلس إدارتها، حيث يتم عرض اقتراح امتلاك الشركة. وعادة ما يتضمن ذلك العرض ضرورة الرد على الاقتراح على وجه السرعة، بل و قد يتم اخطار مجلس الإدارة بأن الشركة الراغبة في السيطرة، سوف تطرح عطاء مباشرة لحملة أسهم الشركة المستهدفة، إذا لم يتعاون مجلس إدارتها.

وهكذا، فالبديل لعناق الدب، هو قيام الشركة الراغبة في السيطرة بالاتصال المباشر بحملة الأسهم، دون تقديم أي عروض لمجلس إدارتها، ويكون الاتصال من خلال وسائل الاعلام، حيث يطرح لهم عطاء لبيع الاسهم التي يمتلكونها و بسعر يزيد عن قيمتها السوقية، بقدر كاف لحثهم على البيع. بل وقد يتم الاتصال بهم بإرسال خطابات على عناوينهم، ومن المفترض قانونا أن تقدم إدارة الشركة المستهدفة عناوين حملة الأسهم إلى الشركة الراغبة في السيطرة، غير أنه نادرا ما يتم اللجوء لذلك، بسب احتمال تعطيل الإدارة لإجراءات الاتصال، و لا

²¹ Marshall, J and Bansal , V, **Financial Engineering**, Kolb Publishing Company, 2 end edition, 1993, P 552.

²² هندي، منير ابراهيم، مرجع سابق، ص 146.

يعتبر التراخي في إعطاء عناوين حملة الاسهم هو الأداة الوحيدة التي تستخدمها الادارة، فهناك أدوات دفاعية أخرى متعددة، تمثل كل واحدة منها نوع من أنواع الابداع الذي تقدمه الهندسة المالية.

المحور الثالث: الأدوات المبتكرة لمواجهة محاولات السيطرة العدوانية على الشركات:

هناك صور متعددة لأدوات الدفاع التي اتاحها المهندسون الماليون لإدارة الشركة المستهدفة، ولقد أعطيت تلك الأدوات مسميات جذابة لافتة للنظر، من بينها مثلاً: استراتيجيات يطلق عليها مطاردات سمك القرش.

I. استراتيجيات مطاردات سمك القرش: (Shark Repellents)

تتميز هذه الاستراتيجيات بضخامة حجمها، وذلك كناية عن كبار المستثمرين الذين يخططون للسيطرة على شركة ما، وما يتبعه من استبعاد للقائمين على إدارتها، وتمثل تلك الأدوات أو الاستراتيجيات فيما يلي:

1. تعديل قانون انشاء الشركة:

وذلك بالنص على شرط موافقة أغلبية كبيرة على عرض الاندماج أو أي صورة أخرى من صور السيطرة، فالأصل أن تكفي موافقة نسبة كبيرة منهم قد تصل إلى 80% مما يضع العقبات أمام امكانية استبعاد أعضاء الإدارة.

وغالبا ما يصاحب شرط الأغلبية الكبيرة شرط السعر العادل للسهم، و ذلك بالنسبة للأسهم التي تباع في المرحلة الثانية للعطاء، كأن ينص على ربط سعر شراء السهم بالقيمة السوقية السائدة حينذاك، والتي يتوقع أن تكون مرتفعة بعد إتمام المرحلة الأولى على النحو الذي تقضي به نظرية المحتوى المعلوماتي، فسعي شركة ما للسيطرة على شركة أخرى هو مؤشر لمستقبل مزدهر لأداء الشركة المستهدفة بعد إعادة هيكلتها²³

2. المظلة أو البراشوت الذهبي Golden Parachute:

ويمكن اعتبار هذه الاستراتيجية من الاستراتيجيات مزدوجة الهدف²⁴، فبمقتضاها يتم النص في عقد استخدام الإدارة على حقها في الحصول على تعويض مادي سخي، وإذا ما اضطر أعضاء الإدارة لترك وظائفهم كنتيجة مباشرة لسيطرة شركة أخرى على الشركة التي يديرونها.²⁵

²³ هندي، منير ابراهيم، أساليب و طرق خصخصة المشروعات العامة: خلاصة الخبرات العالمية، الفكر الحديث في مصادر تمويل الشركات، الاسكندرية، 1998، ص 532-533.

²⁴ هندي، منير ابراهيم، مرجع سابق، ص 171.

هذه المنحة السخية يمكن النظر إليها على أنها وسيلة مساعدة لجعل الإدارة تفكر في مصالح حملة الأسهم، إلى جانب تفكيرها في مصالحها، بمعنى أنها قد تمثل أداة تحد من رغبة الإدارة في استخدام أدوات دفاعية، إذا ما كان في عرض الشراء مصلحة للملاك.

غير أنه يمكن النظر أيضا إلى المنحة السخية التي تشترطها الإدارة على أنها محاولة لتعظيم ثروتها على حساب الملاك،²⁶ لذلك فقد وضع المشرع الأمريكي قيودا على استخدام استراتيجية المظلة الذهبية²⁷ وبعض الاستراتيجيات الأخرى مثل ابتزاز المشروع، كما سيتضح فيما بعد، وذلك لحماية مصالح ملاك الشركة المستهدفة.

3. دفاع الأقفال **Lockup Defence**:

و بمقتضاها تقوم الشركة المستهدفة ببيع واحد من أكثر أصول الشركة جاذبية للشركة الراغبة في السيطرة، وذلك لإحباط محاولة السيطرة.²⁸ ويطلق على هذه الاستراتيجية أيضا الدرة الثمينة أو استراتيجية الأرض المحروقة،

وهناك كذلك إمكانية لقيام إدارة الشركة المستهدفة باللجوء إلى القضاء بدعوى أن محاولة السيطرة ستؤدي في النهاية إلى الاحتكار، وهو ما يمثل مخالفة قانون الحماية ضد الاحتكار.²⁹

4. ابتزاز المشروع **Greenmail**:

تبدأ تطبيقات هذه الإستراتيجية عندما ينجح مستثمر أو مجموعة من المستثمرين في شراء أسهم الشركة 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 الشركة إلى الاتصال بهؤلاء المستثمرين الراغبين في السيطرة، حيث تعرض عليهم دون غيرهم شراء الأسهم التي يمتلكونها بسعر أعلى من السعر الذي اشترت به.

²⁵ Weston, Bestley and Bringham, E, **Essential of Managerial Finance**, The Dryden Press, 6th edition, 1996, P 806.

²⁶ Ross Westerfield, **Op-cit**, p 793.

²⁷ Brigham, E, **Op-cit**, P 806.

²⁸ هندي ، منير ابراهيم، مرجع سابق، 1998، ص 532.

²⁹ Ross Westerfield, **Op-cit**, p 793.

ومن الأمثلة على استراتيجية ابتزاز المشروع: قيام شركة ديزني Disney بإعادة شراء حصة من أسهمها كانت قد اشترتها مجموعة ستنبرجر Saul Steinberg، وقد حققت هذه الأخيرة من وراء ذلك أرباحا بلغت 60 مليون دولار، غير هذا التصرف الذي قامت به إدارة شركة ديزني فيه تضحية أو إضرار بمصالح حملة الأسهم، إذ أن شراء الأسهم قد تم تمويله من أموال الشركة، فقد لجأ حملة الأسهم إلى القضاء، واستردوا من ستنبرجر وإدارة ديزني جزءا كبيرا من هذه المكاسب التي بلغت قيمتها 45 مليون دولار.³⁰

كما يمكن أن يصاحب اتفاق إعادة شراء الأسهم، إبرام اتفاق آخر بين إدارة الشركة المستهدفة ومجموعة من المستثمرين، تلتزم بمقتضاها هذه الأخيرة بحد أقصى لما يمكن أن تمتلكه من أسهم الشركة المستهدفة.³¹ وقد يتضمن اتفاق إعادة شراء الأسهم، التزام مجموعة المستثمرين بعدم قيامها أو قيام أي مجموعة تحت سيطرتها بمحاولة السيطرة، خلال فترة معينة في المستقبل، ويطلق على هذه الاستراتيجية باتفاقية تجميد اجراءات السيطرة. وهناك اداة دفاعية أخرى تدخل تحت استراتيجية مطاردة سمك القرش، تتمثل في قيام الإدارة بمشاركة عدد قليل من المستثمرين، بالاقتراض بهدف شراء أسهم رأسمال الشركة كله أو غالبيته، وذلك من خلال عرض للشراء يعلن عنه في وسائل الإعلام،³² وبسعر عادة ما يزيد عن القيمة التي يتداول بها السهم في السوق.³³ وبإحلال القروض محل الأسهم المشتراة، و بذلك تصبح الشركة مملوكة لعدد صغير من المستثمرين من بينهم أعضاء الإدارة، الأمر الذي يجعل من نجاح جهود السيطرة عملية صعبة أو مستحيلة، و ذلك لسببين: أما الأول: لأن الملكية أصبحت متركزة على النحو المشار اليه سابقا، وأما الثاني: فلكون الشركة أصبحت مثقلة بالديون، بحيث لن تصبح لها جاذبيتها لدى الشركة الراغبة في السيطرة.

5. إعادة الهيكلة بالاقتراض: Leverage Cashout or Leverage Recapitalization

تقوم الإدارة وفقا لهذه الاستراتيجية بالحصول على قرض كبير تستخدم حصيلته في إجراء توزيعات، غير أن ما يحصل عليه حملة الأسهم الخارجيين يكون في صورة نقدية، بينما يحصل حملة الاسهم الداخليين أي المساهمين

³⁰ Weston, Bestley and Bringham, E, **Op-cit**, p 19.

³¹ Ross Westerfield, **Op-cit**, p791.

³² Marshall, J and Bansal , V, **Op-cit**, P 553.

³³ Deangelo, H and Deangelo, L and Rice, E, Going Private: Minority Freezeouts and Shareholder Wealth , Journal of Law and Economics, issue 27, 1984

من أعضاء الإدارة والعاملين على نصيبهم في التوزيعات في صورة أسهم إضافية،³⁴ و بهذا تصبح الشركة مثقلة بالديون من جهة، و من جهة أخرى تزيد حصة المساهمين الداخليين ونسبة أصواتهم في الجمعية العمومية، ومن ثم قد يسهل عليهم التصدي لعملية السيطرة.

6. استراتيجية مشاركة العاملين في ملكية الشركة (ESOP) Employee Stock Ownership Plan:

يمكن وفق هذه استراتيجية بيع حصة من أسهم الشركة ضمن خطة لمشاركة العاملين في ملكية الشركة وهذا بغية تقوية جبهة المساهمين الداخليين الذين لهم مصلحة في الصمود أمام محاولة السيطرة.

7. استراتيجية انتخاب أعضاء مجلس الإدارة على مراحل Staggered Election of Directors

بناء على هذه الاستراتيجية يتم انتخاب أعضاء مجلس الإدارة على مراحل، و يقصد بذلك امكانية تعديل قانون الشركة ليسمح بتقسيم أعضاء المجلس في ثلاث مجموعات، بحيث يتم اعادة انتخاب مجموعة واحدة كل سنة، وهذا يعني أن يصبح من الصعب نجاح حرب التصويت من مرة واحدة.³⁵

8. استراتيجية إعادة الهيكلة المزدوجة Duel Class Recapitalization

وهو ما يعني اصدار فئة أخرى من الأسهم يكون فيها للسهم الواحد أكثر من صوت، مع عدم جواز بيع تلك الأسهم لطرف آخر غير الشركة نفسها، هذا يحمل في طياته تقوية لمركز الإدارة مع كل مرة يعاد فيها بيع تلك الأسهم للشركة.

9. استراتيجية إعادة شراء الاسهم من فئات معينة Exclusionary Self-Tenders:

تهدف هذه الاستراتيجية إلى توفير أدوات الحماية للإدارة القائمة، فعندما يتأكد لإدارة الشركة 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 المستثمرين، يتم ذلك بسعر يزيد عن سعر السوق. ومن أشهر حالات استخدام تلك الاستراتيجية، حالة إحدى شركات البترول الضخمة عندما أعلنت عن رغبتها في شراء 29% من أسهمها من كافة المستثمرين عدا مجموعة من أكبر مستثمريها وهي شركة مستا الثانية Mesta Partners II.

³⁴ Marshall, J and Bansal , V, **Op-cit**, P 553.

³⁵ Gallinger, G and Poe, J, **Essencial of Finacial: An Integrated Approach**, N,J/ Prentice -Hall, 1997,P 387.

وقد أشتري السهم بسعر 72 دولار، وهو ما يزيد بمقدار 16 دولار عن قيمته السوقية، وهي استراتيجية عقابية لمن حولت له نفسه السيطرة على الشركة، فالأسهم المشتراة بقيمة أعلى من قيمتها السوقية، قد تم تمويلها من موارد الشركة، التي تساهم فيها مجموعة المستثمرين الذين استبعدوا من الدعوة لبيع أسهمهم.³⁶

10. استراتيجية أقراص المسمومة Poison Pills:

و هي استراتيجية تستهدف اتخاذ إجراءات من شأنها أن تجعل الشركة غير جذابة لعملية السيطرة، وعادة ما يكون ذلك بإعطاء مزايا للمستثمرين في الشركة المستهدفة، إذا ما حدثت سيطرة عدوانية ومن الأمثلة على ذلك إعطاء الحق للمساهمين لشراء حصة إضافية من أسهم الشركة بسعر للسهم يقل كثيرا عن قيمته السوقية، وذلك إذا ما تأكد للإدارة أن هناك مستثمرا قد جمع حصة من رأس مال الشركة (25% مثلا) بهدف السيطرة، وإذا ما نفذ المساهمون هذا الحق فسوف يترتب على ذلك زيادة عدد الأسهم وتقل بالتالي نسبة أسهم رأس المال المملوكة للمستثمر الراغب في السيطرة.³⁷ خاصة وأنه ليس من حق المستثمر الراغب في السيطرة في ظل هذه استراتيجية شراء حصة من الأسهم الإضافية بالسعر المعروض الذي قد لا يتجاوز نصف القيمة السوقية للسهم، هذا يعني انتقال الثروة من المستثمر الراغب في السيطرة إلى باقي المستثمرين.

وتنتقل المزيد من الثروة لو أن المستثمر الراغب في السيطرة كان قد اشترى الأسهم بعلاوة لتشجيع حملة الأسهم لبيعها له، ذلك أن بيع أسهم إضافية لغير ذلك المستثمر بسعر أقل مما ينبغي، يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسهم، مما يزيد من مقدار الفرق بين القيمة السوقية للسهم والسعر الذي سبق له أن دفعه لشرائه (مقدار العلاوة). هذه الزيادة تمثل خسائر إضافية للطرف الراغب في السيطرة، وهي خسائر تحمل في طياتها انتقال للثروة منه إلى باقي حملة أسهم الشركة المستهدفة.³⁸

ومن الصور الأخرى لاستراتيجية الأقراص المسمومة، أن تقرر الإدارة أن تصبح القروض التي حصلت عليها الشركة مستحقة السداد في حالة حدوث السيطرة، كما فعلت إدارة مؤسسة صناعات سكوت الأمريكية.³⁹

³⁶ Ross Westerfield, **Op-cit**, P 792.

³⁷ Block, S and Hirt, G, **Foundation of Financial Management**, Irwin – Dorsey, ,1997, P 503.

³⁸ Ross Westerfield, **Op-cit**, P794.

³⁹ Weston, Bestley and Bringham, E, **Op-cit**, P 19.

ونلاحظ ان هذا الشرط يخدم الدائنين أكثر، وهذا راجع لكونه يستخدم فقط في حالة السيطرة العدوانية التي تمثل تهديدا للإدارة، بينما لا يستخدم في حالة السيطرة السلمية، في حين أن كلا النوعين من السيطرة يترتب عليه في النهاية هبوط في القيمة السوقية للأموال المقترضة و الإضرار بمصالح الدائنين.

وبعبارة أخرى لو ان هذا الشرط يقصد منه حماية الدائنين في الأساس، لكان ينبغي استخدامه في كلتا الحالتين من السيطرة.⁴⁰

ونختتم استراتيجية اقراص الدواء المسمومة بالإشارة إلى أنها لا تحتاج لتصويت حملة الأسهم.⁴¹ ومع هذا فقد لجأت شركة الورق العالمية International Paper Company إلى التصويت على استخدام تلك الإستراتيجية، رغم أنه ليس ضرورة ، وحصلت على تأييد بلغت نسبته 76% من الأصوات المشاركة، مقدمة بذلك اداة دفاعية وقائية في مواجهة كل من يرغب في السيطرة مستقبلا.

11. بالفارس الطاهر White Knight:

يقصد بهذه الاستراتيجية قيام إدارة الشركة التي تتعرض لمحاولة سيطرة عدوانية، بالبحث عن شركة أخرى، هي الفارس المنشود، تبرم معها اتفاقا بمقتضاه تتم سيطرة سلمية، تحقق قدرا من الحماية لإدارة الشركة المستهدفة.⁴²

12. استراتيجية يطلق عليها دفاع ماك مان Mac-Man Defense:

و فلسفتها أن الهجوم خير سبيل للدفاع، ففي ظل هذه الاستراتيجية تقوم الشركة المستهدفة بشراء حصة من رأسمال الشركة الراغبة في السيطرة⁴³ لتصبح الشركة الراغبة في السيطرة معرضة أيضا للسيطرة، ذلك أن العين بالعين والسن و السن.

13. استراتيجية القيود الذهبية Golden Handcuffs:

⁴⁰ Marshall, J and Bansal , V, **Op-cit**, P 554.

⁴¹ Block, S and Hirt, G, **Op-cit**, P503.

⁴² هندي، منير ابراهيم، مرجع سابق، ص 170.

⁴³ Gallinger, G and Poe, J, **Op-cit**, P 357.

تعتبر هذه الاستراتيجية من روائع الهندسة المالية، وهي من بين الاستراتيجيات مزدوجة الهدف، ذلك لأن تصميمها يضرب عصفورين بجحر واحد، فهي تمثل خط دفاع ضد محاولات السيطرة العدوانية، كما تمثل في نفس الوقت أداة تجعل رغبة أعضاء الإدارة في ترك الشركة للعمل في شركة أخرى مسألة مكلفة. وفقا لهذه الاستراتيجية تعطي لأعضاء الإدارة حوافز ضخمة إذا ما بقوا بالشركة لعدد من السنوات، مما يجعل مسألة الرحيل قبل تاريخ استحقاق هذه الحوافز مكلفا، كما يرفع في نفس الوقت تكلفة أي محاولة للسيطرة العدوانية.⁴⁴

و بمناسبة حوافز الإدارة، نشير إلى الهندسة المالية التي صممت ما يطلق عليه بالسهم الشبح أو حقوق أسهم العرفان و تتمثل في مبالغ نقدية تحصل عليها الإدارة بنهاية السنة مقابل أسهم وهمية. هذه الاستراتيجية تعتبر بديلا لإعطاء الإدارة حصة من أسهم رأسمال الشركة، التي كان يمكن أن تزيد من عدد الأسهم، وتؤثر بالتالي على مركز الملاك في الجمعية العمومية.⁴⁵ وربما كانت السياسة التي تتبعها بعض المنشآت، وتقضي بتوزيع نسبة من أرباحها على الإدارة والعاملين، رغم عدم تملكهم لحصص في رأس المال، بمثابة تطبيق لتلك الاستراتيجية.

II. حالة واقعية للسيطرة العدوانية والأدوات المبتكرة لمواجهتها:⁴⁶

شركة شامروك القابضة Shamrock Holding القائمة على تنفيذ الخطط الاستثمارية لعائلة ديزني، التي حاولت السيطرة على شركة بولارويد Polaroid، فلقد عرضت شركة شامروك على إدارة بولارويد سعر للسهم قدره 30 دولار، إلا أن العرض رفض. وفي هذا الوقت كانت تشير التوقعات إلى أن مصير شركة بولارويد هو السيطرة، وذلك لعدم ملائمة أداء الإدارة، رغم القوة والسمعة التي بها العلامة التجارية لمنتجاتها، هذا فضلا عن أن الشركة كانت على وشك الحصول على تعويض كبير من شركة كوداك لمخالفاتها براءة اختراع كاميرات التصوير السريع.

⁴⁴ John, T and John, K, Top Management Compensation and Capital Structure, **Journal of Finance**, Issue 48, 1993, pp 949-974.

⁴⁵ هندي، منير ابراهيم، مرجع سابق، ص 171.

⁴⁶ هندي، منير ابراهيم، مرجع سابق، ص 170.

وبعد أن رفضت محاولات السيطرة السلمية، اتجهت شركة شامروك إلى السيطرة العدوانية، و عرضت سعر للسهم قدره 45 دولار.

وقد ردت إدارة شركة بولارويد على ذلك بحزمة من الاستراتيجيات الدفاعية، هي:

III. لقد باعت حصة من أسهمها للعاملين في ظل خطة لامتلاك العاملين لاسهم الشركة.

IV. ثم قامت بعد ذلك ببيع حصة أخرى لشركة أخرى يمكن أن تدخل منافس للسيطرة وهي استراتيجية الفارس الطاهر

V. ثم قامت كذلك بإعادة شراء 22% من مجموع الاسهم بسعر 50 دولار للسهم، تم تمويلها بقرض مصرفي قيمته 536 مليون دولار، وهو ما رفع نسبة القروض في هيكل رأس المال، كما أفقد عملية السيطرة جاذبيتها، هذا وقد اتخذت الشركة اجراء إضافي تمثل في التخلص من 15 % من القوى العاملة، و هو ما أدى بدوره إلى تحسين ربحية الشركة و أيضا تحسين مركز السيولة.

ولقد ردت شركة شامروك على تلك الاستراتيجيات الدفاعية المتخذة من طرف شركة بلارويد، بما يلي:

- الدخول في حرب تصويت بهدف انتخاب إدارة جديدة.
- القيام باللجوء إلى القضاء بدعوى أن المناورات الدفاعية التي اتبعتها شركة بلارويد ليست في صالح حملة أسهمها.

وبعد تسعة أشهر من الدفاع وافقت بولارويد على دفع 20 مليون دولار لشركة شامروك مقابل المصروفات التي تكبدتها خلال معركة السيطرة، وذلك في مقابل توقيع شركة شامروك على اتفاق بعدم محاولة السيطرة على الشركة لمدة 10 سنوات، وهذا ما يندرج تحت مسمى تجמיד إجراءات السيطرة، كما تعهدت شركة بلارويد بانفاق 5 مليون دولار في اعلانات على راديو شامروك ومحطتها التلفزيونية.

وقد حققت شركة شامروك مكاسب قبل الضريبة بلغت 35 مليون دولار، تحققت فقط من التسوية النقدية التي حصلت عليها، إضافة إلى المكاسب التي تحققت من ارتفاع القيمة السوقية لحصتها في رأس مال شركة بلارويد نتيجة لتحسن ربحية الشركة كما سبق الإشارة.

الخاتمة:

نقول أنه بالرغم من الغنائم التي تنجم عن السيطرة العدوانية، فإن للسيطرة السلمية مزايا عديدة، و في مقدمتها المحافظة على أموال الشركة المستهدفة من الضياع خلال محاولة إدارتها الدفاع عن نفسها. كما أنه في ظل هذا النوع من السيطرة تصبح فرصة إسناد مسؤولية الإدارة إلى فريق مكون من إدارة الشركتين، أمراً ممكناً.

و في الأخير يمكن القول أن الحفاظ على معنوية العاملين، هو ما قد لا يتحقق في ظل السيطرة العدوانية. و قد كانت نتائج اتيار فرضيات الدراسة كالتالي:

1. ارتبط مفهوم الهندسة المالية بالتصميم و التطوير و التزويد بآليات و أدوات مالية مبتكرة و صياغة حلول عملية للمشاكل المالية، و هذا ما يتوافق مع الفرضية الأولى.
2. تتم السيطرة السلمية عن طريق تقديم الشركة الراغبة في السيطرة اقتراح إلى إدارة الشركة المستهدفة يتضمن الرغبة في الامتلاك. و هذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
3. الهندسة المالية مهنة هدفها الكسب، فقد فعل المهندسون الشيء و ضده، فهم الذين يصممون أدوات تنفيذ السيطرة العدوانية، وهم أنفسهم الذين يصممون استراتيجيات دفاعية للإدارة تمكنها من حماية نفسها من ويلات السيطرة العدوانية، و هذا ما لا يتوافق مع الفرضية الثالثة.
4. قد يتم اللجوء إلى السيطرة العدوانية في حالة فشل محاولة السيطرة السلمية، كما يمكن اللجوء إليها مباشرة أي دون اعطاء فرصة للسيطرة السلمية، و هو ما يطلق عليه عناق الدب، و هذا ما لا يتوافق مع الفرضية الرابعة.

قائمة المراجع:1. باللغة العربية:

- البراوي، شعبان محمد، بورصة الأوراق المالية من منظور الاسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2001.
- بومدين، نوردين و أحمد، مداني، "دور راس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة"، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، جامعة الشلف، الجزائر، 2012.
- جبار، محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة، الجزائر، 2002.
- حنفي، عبد الغفار و قرياقص، رسمية، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
- الحناوي، محمد صالح و العبد، جلال ابراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- الشعار، نضال، سوق الأوراق المالية و أدواتها، الطبعة الأولى، الطبعة الثالثة، الجيزي للطباعة والنشر، حلب، 2006.
- صبح، محمود، القرارات الاستراتيجية المالية، دار الكتاب، مصر، 1996.
- قندوز، عبد الكريم، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2007/2006.
- المانسيح، رابح، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية 2007، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007.
- النجار، فريد، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- هندي، منير ابراهيم، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة: خلاصة الخبرات العالمية، الفكر الحديث في مصادر تمويل الشركات، الاسكندرية، 1998.
- هندي، منير ابراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام المشتقات و التوريق، الفكر الحديث في الهندسة المالية، مصر، 2011.
- ياسين، محمد يوسف، البورصة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.

2. باللغة الأجنبية

- Brigham, E. **Financial Management** : Theory and Practice, The Dryden Press, Third edition, 1989.
- Block, S and Hirt, G, **Foundation of Financial Management**, Irwin – Dorsey, 1997.

- Choinal, Alain, **Introduction à L'ingénierie Financière**, édition Revue Banque, 4^éédition, Paris, 2002.
- Deangelo, H and Deangelo, L and Rice, E, **Going Private: Minority Freezeouts and Shareholder Wealth** , Journal of Law and Economics, issue 27, 1984.
- John, T and John, K, **Top Management Compensation and Capital Structure**, Journal of Finance, Issue 48, 1993.
- Gallinger, G and Poe, J, **Essencial of Finacial: An Integrated Approach**, N,J/ Prentice -Hall, 1997.
- Marshall, J and Bansal , V, **Financial Engineering**, Kolb Publishing Company, 2 end edition, 1993.
- Ross, Westerfield, **Corporate Finance**, 4th edition, Irwin, 1996.
- Weston, Bestley and Bringham, E, **Essential of Managerial Finance**, The Dryden Press, 6th edition, 1996.
- Spieser, Philipe, **La bourse**, Vuibert, Paris, 2003.