

# الحوكمة في قواعد وإجراءات الاندماج والاستحواذ

د. رشا رضوان عبدالحى

أستاذة محاضرة - كلية الحقوق والعلوم السياسية والإدارية -  
الجامعة اللبنانية - لبنان

## المقدمة:

لقد فرض التوجّه العالمي أن تنشأ هيئات مستقلة تتولى الرقابة والتوجيه في مجال التعامل في أسواق المال، على نحو يكفل العدالة والكفاءة وتكافؤ الفرص ويضمن قدرًا من المنافسة، على أن يؤدي ذلك إلى تحقيق الشفافية في التعامل. وقد عُرفت هذه الهيئات بما يسمى بـ «هيئة أسواق المال»، فهي هيئة عامة مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية ويعترف بها القانون ويضع أساساً قانونياً لوجودها، فكانت هذه الاستقلالية النسبية سواء إدارياً أو مالياً التي تتمتع بها هيئات أسواق المال، لها حدود لا تخرج عنها وتخضع لسلطة الرقابة الحكومية والبرلمانية. وتتسم أهداف الهيئة بأنها تنظيمية توعوية رقابية ووقائية، وتعدّ بمثابة خارطة طريق تسيير عليها، وتضع من أجل تحقيقها الوسائل الممكنة المتاحة من القانون أو اللوائح أو النظم والقرارات التي تمكنها من تحقيق تلك الأهداف.

ولقد أدت الحاجة الملحة التي أفرزتها الأزمة المالية العالمية، إلى فرض المزيد من النشاط الرقابي على أسواق المال على أثر وقوع الكثير من الشركات في تعثر مالي، نتيجة السياسات الاستثمارية الخاطئة التي قامت بها بعض مجالس الإدارات، بالإضافة إلى ضعف الرقابة الإدارية؛ لذلك كان ضرورياً السعي إلى إيجاد مجموعة من المعايير والضوابط الأخلاقية والمهنية التي تعمل على تعزيز الثقة والمصداقية في البيانات والمعلومات التي تطرحها الشركات، ومن هنا ظهرت الحاجة إلى الحوكمة للعمل على ضبط آلية عمل الشركات وعمل الأسواق المالية. ويتمّ تحقيق ذلك، من خلال مجموعة من القواعد والمبادئ التي تحدّ من كافة الممارسات الرديئة التي قد تقوم بها الإدارة، وتحدّد القيم الأخلاقية للممارسات السليمة وتحافظ على حقوق

المساهمين وتحقق العدالة فيما بينهم، وتعمل على زيادة الثقة في أداء الأسواق المالية ومعالجة أوجه القصور في معاملاتها.

وقد تبنت الحوكمة تلك القواعد من أجل تحقيق سلامة الشركة وضمن حقوق المساهمين وتحقيق الثقة والمصداقية بالبيانات المالية المنشورة، فمبادئ الحوكمة تعمل على تحسين الإطار القانوني لتوجيه الأسواق المالية والشركات والمستثمرين وتجنب حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة، وقد طرحت العديد من المنظمات قواعد ومبادئ الحوكمة والتي تهدف جميعها إلى ضمان الانضباط والشفافية والجودة والتميز الإداري.

إن الأساس الاقتصادي لموضوع الدراسة، «الاندماج والاستحواذ»، يفرض نفسه على بساط البحث، فأحكام هذه العمليات تعتبر من الفروع القانونية المستحدثة غير المنتمية إلى التقسيم التقليدي للقانون، فنظراً لحدثة الموضوع في أسواق المال، فإن التشريعات العربية لم تعرفه إلا منذ فترة قصيرة، وبالتالي فإن تطبيقات القضاء العربي في مجال عمليات «الاندماج والاستحواذ» عامة، وعمليات التركيز الاقتصادي خاصة قليلة التطبيق في الواقع، عكس التطور السريع الذي طاول الدول الغربية وكثرة تطبيقاته القضائية لهذا النوع من العمليات، وبالأخص القانون والقضاء الأميركيين، وأيضاً القانون الأوروبي الذي يتميز بالحدثة والتجديد لمواجهة متطلبات الحياة الاقتصادية، وإيجاد الحلول الفعالة لتحقيق النمو والتطوير.

فعمليات «الاندماج والاستحواذ»، تُعتبر من قوام الحياة الاقتصادية والأنشطة التجارية في تفعيل أسواق المال؛ لذلك كان الهدف من البحث تسليط الضوء على طبيعة هذه العمليات ومدى تأثيرها على السياسة الاقتصادية والمالية للدولة، إيجاباً أو سلباً. بالإضافة إلى دراسة ما إذا كان أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة أو «الحوكمة» يحقق مصلحة الشركة والشركاء، ويعود بالإيجاب على الحياة الاقتصادية العامة.

### فكان تقسيم البحث على الشكل التالي:

#### المبحث الأول- مفهوم الحوكمة.

#### المبحث الثاني- مدى تأثير الحوكمة في عمليات التركيز الاقتصادي.

## المبحث الأول مفهوم الحوكمة

في البدء لا بدّ من الإشارة، أن مبدأ السعي لتحقيق نمو اقتصادي سليم هو المفتاح لتخفيض نسبة الفقر، وتحرير لاقتصاديات السوق وما يتبعه من تحرير للأسواق العالمية، بحيث يساهم في تنمية روح المبادرة بالمشاريع الخاصة والاستثمار الناجح في القطاع الخاص والذي بدوره يساعد في تحسين أحوال الناس المعيشية، فهذه المهمة كانت من أولويات «مؤسسة التمويل الدولية International finance corporation» IFC، وهي أحد أعضاء مجموعة البنك الدولي وأكبر مؤسسة ائتمانية عالمية تركّز بصورة مطلقة على القطاع الخاص في بلدان العالم النامية، والتي كانت من بين العديد من المؤسسات الدولية التي حرصت على دراسة مفهوم الحوكمة وتحليله ووضع معايير محددة لتطبيقه. فعرفت الحوكمة بأنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها، واعتبرت أن حوكمة الشركات الجيدة تساعد الشركات على العمل بفعالية أكبر تسهّل الوصول إلى رأس المال وتخفّف المخاطر وتحمي من سوء الإدارة، ومن خلالها أيضاً تصبح الشركات أكثر موثوقيةً وشفافيةً للمستثمرين، وتقدّم لهم الأدوات التي تلزمهم للاستجابة لاهتمامات أصحاب المصالح، وهي تساهم أيضاً في التنمية، لأن الوصول المتزايد إلى رأس المال يُشجّع الاستثمارات الجديدة ويُعزّز النمو الاقتصادي ويُوفّر فرصاً للتوظيف<sup>(1)</sup>.

أما «منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية Organization for economic co-operation and development» OECD، وهي منظمة اقتصادية دولية كبرى تهدف إلى دعم النمو المستدام والتوظيف ورفع مستوى المعيشة والحفاظ على الاستقرار المالي والمساهمة في نمو التجارة العالمية، فقد اعتبرت الحوكمة بأنها مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم

(1) IFC (International Finance Corporation) World Bank Group .www.ifc.org

وغيرهم من أصحاب المصالح<sup>(1)</sup>. وبناءً عليه، فإن أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة أو ما يسمى «بحوكمة الشركات» هي عبارة عن مجموع «قواعد اللعبة» التي تتضمن القوانين والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (حملة السندات، العمال، الموردين، الدائنين، المستهلكين) من ناحية أخرى.

وعليه تهتم حوكمة الشركات بشكل رئيسي بالأسلوب الذي يتم به إدارة الشركة والرقابة عليها، وبفحص قدرات مجلس الإدارة على وضع سياسات و رسم أهداف للشركة تتفق ومصالحة المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين مع الموضوعية والمساءلة والنزاهة، فالموضوع الأهم في حوكمة الشركات هو ضمان المساءلة وتحقيق الكفاءة الاقتصادية مع تركيز قوي على رفاهية المساهمين، فالنوعية الملحوظة في إدارة الشركات يمكن أن تؤثر على سعر السهم، فضلاً عن التكلفة اللازمة لزيادة رأس المال، فالعروض التي تتقدم بها الشركات هي فرصة لتمييزها عن باقي المنافسين من خلال ثقافتها الإدارية، وحتى الآن هناك الكثير من النقاش حول حوكمة الشركات، ويتركز على السياسة التشريعية لردع الأنشطة الاحتيالية، واتباع سياسة الشفافية التي هي الأساس لأي عملية في نظام الأسواق المالية.

فالحوكمة هي نظام يتم من خلاله تنظيم وتشغيل والسيطرة عليها الشركة بهدف تحقيق الأهداف الإستراتيجية طويلة الأجل لإرضاء المساهمين والدائنين والعمال والموردين، والامتثال للمتطلبات القانونية والتنظيمية، فضلاً عن الوفاء بالمتطلبات البيئية المحلية واحتياجات المجتمع؛ لذا يمكن توضيح معايير الحوكمة على النحو التالي<sup>(2)</sup>:

1. ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلاً من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون

(1) OECD (Organization for Economic Co-operation). European Central Bank 2004. Annual report: 2004, ECB, Frankfurt, Glossary .

(2) G20|OECD Principles of Corporate Governance. OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (September 2015). Ankara .

- متناسقا مع أحكام القانون، وأن يصيغ بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.
2. حفظ حقوق جميع المساهمين: وتشمل نقل ملكية الأسهم، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، وحقوق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.
3. المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين: وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقوقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.
4. دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة: وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة. ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعاملين وحملة السندات والموردين والعملاء.
5. الإفصاح والشفافية: وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب و دون تأخير.
6. مسؤوليات مجلس الإدارة: وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

## المطلب الأول

### أسباب وأهمية الحوكمة في أسواق المال

لقد ظهرت الحاجة إلى هذه الحوكمة، خاصةً في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول آسيا وأميركا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأميركي من انهيارات مالية خلال عام 2002. كما تزايدت أهمية الحوكمة، نتيجة لاتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي .

وقد أدى اتساع حجم تلك المشروعات إلى انفصال الملكية عن الإدارة وشرعت تلك المشروعات في البحث عن مصادر للتمويل أقل كلفة من المصادر المصرفية، فكان الاتجاه إلى أسواق المال، كما أنه نتيجة لما شهده العالم من تحرير للأسواق المالية، فقد ساعد ذلك على انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق، وقد أدى اتساع حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة إلى ضعف آلية الرقابة على تصرفات المديرين، وإلى وقوع كثير من الشركات في أزمات مالية، ومن أبرزها الأحداث الأخيرة ابتداءً بفضيحة الشركتين «World com» في عام 2001 و«Enron» في عام 2002، في الولايات المتحدة وما تلاها من سلسلة اكتشافات تلاعب الشركات في قوائمها المالية، بالإضافة إلى فضيحة شركة «Tyco» السويسرية<sup>(1)</sup>، مما دفع العالم إلى الاهتمام بالحوكمة حتى في الدول التي كان من المعتاد اعتبارها أسواقاً مالية قريبة من الكمال.

وقد برزت الأهمية الكبرى للحوكمة، بالنسبة للديمقراطيات الناشئة نظراً لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة، كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدي إلى منع الإشراف والرقابة، وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة، ويؤدي اتباع المبادئ السليمة لحوكمة الشركات إلى خلق الاحتياطات اللازمة ضد الفساد وسوء الإدارة، مع تعزيز الشفافية في الحياة

(1) The ten worst Corporate Accounting Scandals of all time .www.accounting-degree.org .

الاقتصادية، ومكافحة مقاومة المؤسسات للإصلاح، لذلك تعتبر حوكمة الشركات حلاً عملياً لمنع الأزمات المالية القادمة، ولذلك فإنه لا ينبغي للشركات أن تنتظر حتى تفرض عليها الحكومات معايير معينة لحوكمة الشركات، بل يجب أن تبادر إلى اعتماد أساليب الإدارة الجيدة التي ينبغي عليها اتباعها في عملها.

وبالتالي فإن حوكمة الشركات الجيدة تساعد على جذب الاستثمارات سواء الأجنبية أو المحلية، كما تساعد في الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد الذي يدرك كل فرد الآن مدى ما يمثله من إعاقة للنمو. إن حوكمة الشركات تعتمد في نهاية المطاف على التعاون بين القطاعين العام والخاص لخلق نظام لسوق تنافسية في مجتمع ديمقراطي يقوم على أساس القانون.

## المطلب الثاني

### الأهداف الرئيسية لنظام حوكمة الشركات

نتيجةً لما تقدم، تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق جميعاً، مع مراعاة مصالح العمل والعمال والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات وتعظيم الربحية وإتاحة فرص عمل جديدة، كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي ووجود هيكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ، فالفائدة الأساسية من حوكمة الشركات هي التأكد من وصول الشركة إلى إمكاناتها في النجاح، وبالتالي تبني على هذا النجاح لسنوات في المستقبل، وبالنسبة لثقة المستثمر، فإن الشركات التي تسلك طريق الحوكمة لديها مستويات أعلى من الاستثمار (ICAEW). وبالإضافة إلى قدرة الحوكمة على تحقيق الثقة في مجال الأعمال، فهي تبني أيضاً الثقة عند المستهلك

وكذلك بين المؤسسات المحلية والدولية<sup>(1)</sup>.

وهكذا، يمكن استخلاص الأهداف الأساسية «لأسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة»، من خلال النقاط التالية:

1. الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء.
2. تحسين الكفاءة الاقتصادية للشركات.
3. إيجاد الهيكلية التي تُحدد من خلالها أهداف الشركة ووسائل تحقيق تلك الأهداف.
4. المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة لأداء الشركة بحيث تتحول مسؤولية الرقابة إلى كل من الطرفين وهما مجلس الإدارة والمساهمين.
5. عدم الخلط بين المهام والمسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين ومجلس الإدارة ومسؤولية أعضائه.
6. تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة.
7. تمكين الشركات من الحصول على أكبر عدد ممكن من المستثمرين المحليين والأجانب.
8. إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين والاطلاع بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.
9. تجنب حدوث مشاكل مالية ومحاسبية.
10. منع حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية.
11. المساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.

لذلك فإن منظومة الحوكمة في أسواق المال، أصبحت ضرورة اقتصادية تحاول من خلالها النظم القانونية والاقتصادية تحقيق أغراض وأهداف تنموية لدعم حسن استغلال الثروة واستثمار الأموال من خلال التكتلات الاقتصادية القائمة، بما يحقق الأغراض التي أنشئت لأجلها للتغلب على مثالب الإدارة المؤدية إلى اضطراب مالي

(1) Paul Caterneil,(n.d): What is the purpose of corporate governance . www.ehow.co.uk



يهدد الكيان القانوني للشركة، كما تهدف «الحوكمة» إلى ضمان المحافظة على حقوق والتزامات جميع الأطراف المساهمين في الشركة بما يتفق ومبادئ العدالة والمساواة دون تفضيل مصلحة على أخرى، لذلك كانت الحاجة الكبرى لإظهار الدور الفعال للحوكمة، من خلال ما يسمى «ظاهرة التركيز الاقتصادي».

## المبحث الثاني

### مدى تأثير الحوكمة في عمليات التركيز الاقتصادي

شهد العالم تطوراً كبيراً في الأنظمة والقواعد والتشريعات المنظمة للشركات التجارية بمختلف أنواعها، سواء على مستوى الحياة الاقتصادية عامة أو التجارية خاصة. كل هذا كان له التأثير البالغ على الاقتصاد القومي، بالإضافة إلى امتداد هذا التأثير على مدى تيسير السوق التجارية والمالية على المستويين الداخلي والخارجي والذي يؤدي من خلال هذه العمليات إلى التركيز الاقتصادي، وما تشهده السوق التجارية من انفتاح عالمي بين دول العالم المختلفة، والدخول في منافسات شرسة بين المشروعات الاقتصادية على اختلاف أشكالها وأنواعها ونظمها القانونية.

لذلك، لتجنب ظهور الملكية الفردية المسيطرة على أسعار السوق والتي من شأنها التحكم في السلع والخدمات واحتكارها في غيبة دور الدولة دون مراعاة لمبادئ العدالة والمساواة بين أصحاب رؤوس الأموال والشركات القائمة على استثماراتها، كان لا بد من إيجاد إطار قانوني يُراعى فيه مبادئ الحوكمة والإفصاح وحسن التوجيه والتخطيط، مع ضمان مبدأ الحق في المنافسة ومنع الاحتكار في الأسواق التجارية الداخلية والخارجية التي أصبحت قائمة على المنافسة الشرسة لانفتاح الأسواق من ناحية، وضمن حماية صغار المساهمين والعمل على تفادي المساوئ الناشئة عن عمليات التمركزات الاقتصادية وضرورة توفر حسن الاستغلال التجاري من أجل الرواج الاقتصادي من خلال المؤسسات الاقتصادية الكبرى<sup>(1)</sup>. فما هو مفهوم التركيز الاقتصادي بالمعنى الدقيق؟ وما هي مفاعيله في عمليات الرواج الاقتصادي؟

(1) نهاده أحمد ابراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2014، ص 7.

## المطلب الأول

### مفهوم التركيز الاقتصادي

ذهب بعض الفقه إلى تعريف التركيز الاقتصادي بأنه، ظاهرة تتسم بمنهجة المشروعات من جهة وبانخفاض عدد المشروعات التي تعمل في السوق من جهة أخرى<sup>(1)</sup>. من ناحية أخرى يمكن القول، أنه يمثل اتجاه المشروعات نحو تكبير حجمها للاستفادة من مزايا الإنتاج الكبير، ويكون ذلك بتوسع المشروع الأصلي دون غيره في نوع نشاطه الاقتصادي، وذلك بزيادة الكمية المنتجة وتحسين أساليب الإنتاج، أو بإضافة عمليات أخرى مكملة للعملية الأصلية التي يقوم بها. فنظراً لما شهده العالم في القرنين الأخيرين من ثورة مذهلة وهائلة في مختلف نواحي الحياة في مجال الصناعة والتجارة والاتصالات، حتى أضحى العالم - على كبره واتساعه - قرية صغيرة، ونظراً لتكامل مصالح واحتياجات الدول في المجتمعات ولكي يحافظ أي مجتمع على مقومات وجوده وعلى شخصيته، يقتضي أن يكون لديه القدرة على تعلم الحضارة واستعمالها والمحافظة عليها والإضافة إليها، ولاشك أن كل هذا يحتاج إلى مجهود بشري مادي وذهني مضمّن وكبير، كما يحتاج إلى أموال وفيرة، وقد تلقّت الدول المتقدمة هذا التغيير، فاعتمدت أسلوب تجميع وتركيز رؤوس الأموال ليتسنى لها تحقيق أهدافها وأغراضها من أغراض اقتصادية وتجارية وصناعية وعلمية وسياسية.

## المطلب الثاني

### مفاعيل التركيز الاقتصادي

#### وأثره في عملية تجميع رؤوس الأموال

وقد أدت المتغيرات الاقتصادية التي ظهرت في ظل العولمة إلى قلق الشركات التجارية على مستقبلها الاقتصادي في البقاء والقدرة على المنافسة، وتحقيق التنمية والحفاظ على مكانتها داخل النسيج الاقتصادي خصوصاً بعد اتساع الأسواق

(1) أربعي رشيد وكوثار شوقي، مراقبة عملية التركيز الاقتصادي وفق مقتضيات قانون حرية الأسعار والمنافسة،

مقال منشور في 28 ديسمبر 2011، موقع العلوم القانونية MarocDroit.com .

وازدیاد حاجات المستهلكين، مما حدا بهذه الشركات إلى البحث عن تحقيق التركيز الاقتصادي لمواجهة تلك المتغيرات، حتى أصبح الاقتصاد الحديث يتميز بظاهرة التركيز الاقتصادي<sup>(1)</sup>. وعليه، فإن فكرة التجمع ذي الغاية الاقتصادية أو ما يسمى بالتركيز الاقتصادي، هو النظام الذي يشمل كل العمليات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة حجم الوحدات الاقتصادية، وتلك التي تهدف إلى تحقيق التكامل بين المشروعات المشتركة في عملية التركز، مع نقل سلطة الرقابة والسيطرة على مجموعة من المشروعات الاقتصادية إلى واحد منها تكون له القدرة على فرض السياسة الاقتصادية على سائر المشروعات الأخرى. كل هذه العوامل أدت إلى ضرورة السعي والمطالبة بالتشديد على تفعيل قواعد وأنظمة الرقابة والإدارة الرشيدة في هذه العمليات؛ لتجنب الوصول إلى نتائج عكسية تتمثل باستخدام وسائل غير مشروعة في عمليات المنافسة في أسواق المال.

ويتحقق هذا التركيز الاقتصادي على أرض الواقع في إحدى صورتين، تأخذ الأولى شكل الشركات متعددة القوميات، والتي تتميز بتعدد الوحدات الإنتاجية على المستوى الدولي مع مركزية السيطرة على هذه الوحدات بواسطة الشركة الأم، وممارسة هذه الشركة في إطار إستراتيجية إنتاجية عالمية موحدة، والثانية تأخذ صورة مجموعة الشركات، وتقوم الأخيرة بتنفيذ سياسة واحدة وخطط واحدة تعتمد فيها على تنوع الأنشطة وتعدد الأسواق لاعتبار اقتصادي، وهو تعويض الخسائر المحتملة في نشاط ما بأرباح تتحقق من أنشطة أخرى أو تعويض الخسائر المحتملة في سوق ما بأرباح أسواق أخرى أو نتيجة لسوء الإدارة.

فالقوام الاقتصادي للعالم المعاصر أصبح يستند بشكل رئيسي إلى فكرة التركزات الاقتصادية العملاقة على مختلف الأصعدة والمستويات، وما هذا إلا استجابة لمجموعة من المتغيرات العالمية التي فرضتها ظاهرة العولمة، والتي انعكس أثرها على مختلف الأنشطة والقرارات والمنظمات الاقتصادية، ومن ثم على متخذي القرار الاقتصادي أنفسهم، فلو نظرنا إلى هذه الكيانات الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي،

(1) أربعي رشيد وكوثار شوقي: المرجع السابق .

لوجدنا ظاهرة الاندماجات والاستحواذات التي اجتاحت العالم، والتي شملت جميع الأنشطة التجارية من خلال قيام الشركات بإبرام صفقات يتحقق من خلالها التعاون والتحالف لتحقيق مكاسب اقتصادية، وتعزيز قدراتها التنافسية في الأسواق المحلية والدولية، وقد ساعد في ذلك التطور التكنولوجي السريع الذي أدى إلى زيادة حركة التجارة الدولية فيما بين الدول<sup>(1)</sup>. فما هو مفهوم الاندماج والاستحواذ؟ وما هو دور الحوكمة في قواعد وإجراءات هذه العمليات؟

### المبحث الثالث

## الحوكمة في أسواق المال

### ومفاعيلها في عملية الاندماج والاستحواذ

إن «الاندماج والاستحواذ»، هما مصطلحان اقتصاديان عالميان يختلف كل منهما عن الآخر، معروفان بـ (Mergers & Acquisition). M&A فهذه العمليات، هي نطاق اقتصادات الشركات في مجال الإدارة والإستراتيجية التي تهتم بشراء أو الانضمام إلى شركات أخرى، فالاندماج، يكون إما بطريق الضم بحل الشركة ونقل أموالها إلى شركة أخرى قائمة، وإما بطريق المزج بحل شركتين قائمتين أو أكثر وتأسيس شركة جديدة تنتقل إليها حقوق والتزامات كل من الشركات المنحلة. أما الاستحواذ، يكون بسيطرة شركة على إدارة شركة أخرى عن طريق الاستحواذ على نسبة كبيرة من أسهمها أو أصولها، وقد ساهمت الأزمات المالية والاقتصادية السابقة التي هزّت العالم إلى مبادرة بعض الشركات بالاستحواذ على الشركات المهتدة بالإفلاس أو الشركات التي تعمل في نفس المجال بهدف مواجهة الأزمات المتوقعة مستقبلاً.

كما شهدت عمليات الاندماج والاستحواذ نمواً كبيراً في جميع أنحاء العالم خلال العقدين الأخيرين، حيث وصلت مبالغ وأحجام عمليات الاندماج والاستحواذ إلى مستويات قياسية غير مسبوقة في الوقت الراهن، وتعود الأسباب الرئيسية لذلك إلى التوجه السائد نحو العولمة وانخفاض تكلفة التمويل، هذا بالإضافة إلى الأزمات المالية

(1) نهاد أحمد ابراهيم السيد: المرجع السابق، ص 9.

العالمية، ومن ثم الحاجة إلى خلق كيانات كبيرة تستطيع المنافسة للبحث عن النمو والربح، وكذلك ازدياد تدفقات رأس المال عبر الحدود الوطنية للدول المختلفة بسبب برامج الإصلاح الاقتصادي وتحرير الأسواق في الدول النامية<sup>(1)</sup>. وثمة عامل رئيسي آخر وراء ازدياد نشاطات الاندماج والاستحواذ يتمثل في ارتفاع مستوى عولمة الاستثمارات التي تبحث عن عائدات أعلى وفرص لتنويع المخاطر وإدراك الكثير من مؤسسات الأعمال للحاجة الماسة إلى الخروج باستثماراتها إلى البلدان الخارجية أو في داخل مناطقها.

نتيجةً لذلك، فإن الاندماج والاستحواذ كإستراتيجيات للنمو، لاقت اهتماماً من الاقتصاديات المتطورة والصاعدة، ففي القرن الواحد والعشرين خلقت التبادلات التجارية الدولية في الاندماج والاستحواذ سجلاً جديداً في كل من الكمية والسلم الاقتصادي، وأصبح الاندماج والاستحواذ - بشكل واضح - وسيلتين مهمتين للبحث عن الموارد والتطوير، وهكذا فإن الحالة الأولى لهذه العمليات التي حصلت في الصين مثلاً، أدت إلى جعل الحالات التالية تتزايد يوماً بعد يوم، إذ أن المنافسات المتزايدة في السوق الصينية أدت إلى انطلاق مستمر للنشاطات الاقتصادية وإلى الانتشار التدريجي لسلم الاستحواذ، حيث بلغ الحجم التراكمي للصفقات التجارية في كل من الاندماج والاستحواذ 910,9 بليون ين (Yuan) صيني من عام 2006 لغاية عام 2009، وهو أربعون مرة أكثر من الحجم الذي بلغته هذه التبادلات من عام 2002 لغاية عام 2005<sup>(2)</sup>.

لقد أصبحت عمليات الاندماج والاستحواذ أمراً شائعاً متكرراً الحدوث في عالم الأعمال في الوقت الراهن، ويتم عادةً استخدام لفظي «الاندماج والاستحواذ» كمترادفين في القرارات الاستثمارية الإستراتيجية، فنظراً للأزمة المالية الحالية، أصبحت الأسواق المالية العالمية عرضةً لبيئة استثمارية متذبذبة تسودها الشكوك وعدم التيقن، حيث دخلت هذه الأسواق حلقة مفرغة من انخفاض الفعالية المالية

(1) محمود الكيلاني، الموسوعة التجارية والمصرفية (الشركات التجارية) ط 1، المجلد الخامس، دار الثقافة، عمان، 2008، ص 82.

(2) Yong Lui &Yongqing Wang (2013): Performance of Mergers and Acquisitions under Corporate Governance Perspective, Open Journal of Social Sciences . Vol. 1, n°6, P. 17 .

للأصول وانخفاض الأسعار والمنافسة الحادة بين المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث عدد كبير من نشاطات الاندماج والاستحواذ عبر جميع بلدان المنطقة في ظل اضطراب الأسواق المالية وانهيار سوق الرهن العقاري، حيث تأثر عدد كبير من الصناعات والقطاعات بهذه الأزمة المالية.

فهذه الثورة الكبيرة في الاقتصاد المعاصر المتميز بظاهرة التركيز الاقتصادي، والتي تقتضي قيام المشروعات بالتجمع فيما بينها من أجل فرض مكانتها على الصعيد الدولي بغرض مواجهة الصعوبات التي تُعيق تقدم المؤسسات الصغيرة، فعندما تتجه الشركات إلى هذا التركيز، تلجأ إلى اختيار أحد وسائله، أي «الاندماج» أو «الاستحواذ»، فهما من أحد أهم وسائله المتميزة، فقد ظهرت جذور الاندماج في الولايات المتحدة الأمريكية، نظراً لأهميته البالغة باعتباره يدعم القدرة على المنافسة وارتفاع الإنتاج وجلب رؤوس الأموال؛ لذلك تجري عمليات الاندماج والاستحواذ لعدة أسباب أهمها ما يلي<sup>(1)</sup>:

1- **مزايا الحجم الكبير:** يُشير ذلك إلى حقيقة، أن الشركة الناتجة عن عملية الاندماج يمكن أن تؤدي في كثير من الأحيان إلى خفض عدد الإدارات والعمليات التشغيلية المزدوجة، مما ينتج عنه خفض تكاليف الشركة مقارنةً بإيراداتها، وبالتالي تصبح أكثر كفاءة.

2- **زيادة إيرادات الشركة / حصّتها في السوق:** يستند هذا الدافع إلى أن الشركة سوف تضم منافساً رئيسياً، وبالتالي سوف تزيد قوتها السوقية بالحصول على حصّة أكبر في السوق.

3- **النفوذ إلى الأسواق:** يمكن للشركة المستحوذة زيادة قنواتها التسويقية من خلال الشركات المستحوذ عليها، وعلى سبيل المثال، يمكن للبنك الذي يستحوذ على شركة وساطة (سمسرة) في الأسهم، بيع منتجاته البنكية إلى عملاء شركة الوساطة في الأسهم، بينما تستطيع شركة الوساطة توقيع عقود مع عملاء البنك لفتح حسابات خاصة بالسمسرة.

(1) Yves Guyon, Droit des affaires, droit commercial général et sociétés, 7èmeéd.,Economica, Paris, 1995, P. 631 .

- 4 - **انتقال الموارد:** يمكن أن يؤدي تفاعل موارد الشركة المستهدفة والشركة المستحوذة إلى خلق قيمة من خلال التغلب على عدم اتساق المعلومات أو عن طريق دمج الموارد التي هناك شحّ فيها.
- 5 - **التنوع:** إن تنوع الأنشطة يمكن أن يحمي الشركة ضدّ الهبوط الذي يمكن أن يحدث في صناعة معينة.

## المطلب الأول

### مفهوم الاندماج وأنواعه

عندما نستخدم كلمة «اندماج»، نعني بها انضمام شركتين إلى بعضهما البعض بحيث تنشأ شركة جديدة كنتيجة لعملية الضم<sup>(1)</sup>، حيث تهتمّ تطبيقات الاندماج باتحاد مصالح شركتين أو أكثر، من خلال المزج الكامل بينهما لظهور كيان جديد يكون عادةً أقوى من الشركتين قبل الاندماج، مما يؤدي إلى اختفاء الشركتين وظهور شركة ثالثة أقوى منهما، فما يحدث هو خلق لكيان جديد يكون قادراً على تحقيق الأهداف التي لا تستطيع أن تحققها الشركة بمفردها، أو للتغلب على مشاكل قائمة حالياً أو متوقعة في المستقبل، وفي كثير من الأحيان، تدمج الشركتان في واحدة ويبقى اسم الشركة وملكية الأسهم لأصحابها السابقين في الشركة الجديدة<sup>(2)</sup>. فالاندماج يؤدي في النهاية لوجود شركة لها شخصيتها المعنوية وفناء الأخرى أو شخصية معنوية جديدة<sup>(3)</sup>.

فعملية الاندماج عبارة عن أداة تستخدمها الشركات بغرض التوسّع في عملياتها التشغيلية حيث تهدف في كثير من الأحيان إلى زيادة ربحيتها على المدى البعيد، وعادةً ما تحدث عمليات الاندماج بالتوافق والتراضي بين الطرفين، حيث يقوم المدراء التنفيذيون من الشركة المستهدفة بالاندماج بمساعدة نظرائهم من الشركة الراغبة في الشراء في إطار يتّسم ببذل العناية اللازمة لضمان أن الصفقة ستعود بالفائدة على كلا الطرفين، كما يجب على الشركات الداخلة في عملية الاندماج (المادة 2-5 من

(1) Matt Evans H. (2000). Excellence in Financial Management. P.2 .

(2) حسام الدين عبدالغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، ط2، دار الفكر الجامعي، مصر، 2004، ص 485 .

(3) حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، 1998، ص 24.

قرار رقم 72 لسنة 2015 بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7/2010)، إعداد مشروع عقد الاندماج وتقديمه إلى الهيئة للحصول على موافقتها، كما يتوجب الحصول على موافقة البنك المركزي بالنسبة للوحدات الخاضعة لرقابته، ولا يجوز نشر أو توزيع مشروع عقد الاندماج على المساهمين أو الشركاء قبل الحصول على هذه الموافقات، كما يتعين الإفصاح، وفقاً للمادة 2-2 من اللائحة التنفيذية، عن أي مصالح غير مباشرة أو بالتحالف مع آخرين.

وخير مثال على عملية الاندماج، اندماج شركتي الخطوط الجوية الأمريكية American Airlines و(US Airways، حيث تقوم عملية الاندماج هنا، في انتقال الطيارين والموظفين وتغيير ألوان الطائرات وتحديد خطوط السير وربط أجهزة الكمبيوتر وغيرها من الأعمال لدمجها في شركة واحدة باسم American Airline.

#### أما أنواع الاندماج<sup>(1)</sup>، فهي على الشكل التالي :

**الاندماج الأفقي (Horizontal mergers):** هو اندماج يحدث بين مؤسستين تعملان في نفس النشاط الاقتصادي لتحقيق اقتصاديات الحجم، ويخلق قوى احتكارية للشركة المدمجة، حيث يحدث عندما يكون المنتج لدى الشركتين المندمجتين متشابهاً ويتم إنتاجه في نفس نوع الصناعة، مثل اندماج مؤسستين لصناعة الأدوية.

**الاندماج الرأسي (Vertical mergers):** هو اندماج يحدث بين مؤسسات تعمل في أنشطة اقتصادية مكملة، لتحقيق اقتصاديات التقنية الحديثة، وقد يخلق هذا النوع من الاندماج التكامل في الإنتاج حيث تنضم شركتان تعمل كل منهما في مراحل مختلفة من إنتاج نفس المنتج والخدمة، مثل اندماج شركة محاجر مع مصنع إسمنت.

**الاندماج المتجانس (Product extension mergers):** يحدث عندما تكون الشركتان المندمجتان تعملان في نفس نوع الصناعة ولكن لا تكون بينهما علاقة (مشترى - عميل - مورد) متبادلة.

(1) فايز إسماعيل بصيوس، اندماج الشركات المساهمة والآثار القانونية المترتبة عليها، ط1، دار الثقافة، عمان، 2010، ص75. Scott Moeller & Chris Brady. (2014) Mergers & Acquisitions. Strategy.

1. & Management. Different types of Mergers & Acquisitions. P



**الاندماج المختلط (Conglomerate mergers):** هذا التكتل المختلط يحدث عندما تكون الشركتان تعملان في صناعات مختلفة.

**الاندماج العكسي:** طريقة سريعة لتحوّل الشركات الخاصة إلى شركات مساهمة عامة عن طريق السيطرة على شركة مُدرجة، ولكن لا يوجد لديها نشاط تشغيلي أو أصول اسمية.

## المطلب الثاني

### مفهوم الاستحواذ وأنواعه

الاستحواذ عملية قانونية تعني السيطرة المالية والإدارية لإحدى الشركات على نشاط شركة أخرى، وهو قيام شركة أو مجموعة أو فرد بشراء أصول وموجودات شركة أخرى بهدف الاستحواذ عليها، وذلك عن طريق شراء كل أو نسبة من الأسهم العادية، وشراء الشركة لأصول وموجودات شركة أخرى، وانتقال ملكيتها إلى الشركة المستحوذة، شرط أن تسمح النسبة المشتراة للشركة المستحوذة بالهيمنة على حصص مجلس إدارة الشركة المستحوذ عليها<sup>(1)</sup>، وقد يعدّ خطوة تمهيدية نحو عملية دمج محتملة تقوم فيها شركة بالسيطرة على إدارة شركة أخرى عن طريق الاستحواذ على نسبة كبيرة من أسهمها أو أصولها تمهيداً لدمجها دمجاً كلياً في الشركة المستحوذة، حيث يتحقّق بعرض أو إيجاب مُعلم من شركة لشركة معينة لفرض سيطرتها الإدارية على تلك الشركة المستهدفة.

فالاستحواذ اصطلاح يعنى السيطرة أو التحكم في إدارة الشركة المستحوذ عليها لتحقيق الحق في التصرف في شؤونها من خلال عروض الشراء المقررة في مجال الشركات<sup>(2)</sup>. وقد تلجأ الكثير من الشركات الكبرى إلى سياسة الاستحواذ لعدة أسباب منها<sup>(3)</sup>:

(1) محمد فريد العريني ومحمد السيد الفقي، الشركات التجارية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005، ص 397.

(2) أحمد عبدالرحمن الملحم، مدى مخالفة الاندماج والسيطرة لأحكام المنافسة التجارية، دراسة تحليلية مقارنة بين القانونين الأمريكي والأوروبي مع الإشارة إلى الوضع في الكويت، مجلة الحقوق، السنة التاسعة عشرة، العدد الثالث، جامعة الكويت، ص14.

(3) Dominique Legeais: Droit commercial et des affaires, 14èmeéd., Arman Colin, Paris, 2001, P. 157.

1. سياسة دولة .
2. دول مجتمعة للتحكم في منتج معين .
3. رغبة الشركة في السيطرة والتحكم في الأسواق .
4. الحاجة إلى التقنية الموجودة لدى شركة أخرى .
5. الدخول في تنفيذ مشاريع معينة تتطلب الاندماج أو الاستحواذ .
6. الرغبة في الدخول إلى أسواق جديدة .
7. السيطرة على الأسواق خاصة إذا كانت الشركتان تعملان في نفس المجال، وغالباً ما يكون الاستحواذ بين شركات التقنية أو الاتصالات .

ولعلَّ المشرِّع الإنجليزي هو أوَّل مَنْ نَظَّمَ قواعد وأساليب وطرق الاستحواذ على الشركات من خلال عروض الشراء المختلفة بغرض الاستحواذ والسيطرة عليها. فالاستحواذ في النظام الإنجليزي يهدف إلى تحقيق السيطرة على الشركة المعنية بالعرض العام المقدم من الشركة العارضة، يوجه إلى الجمعية العامة للمساهمين للاستحواذ على كمية من الأسهم تمكّنه من الحصول على الأصوات التي تكفل له مدراء الشركة المعنية<sup>(1)</sup>.

أما التشريعات العربية، فإنها لم تضع تعريفاً محدداً للسيطرة أو الاستحواذ على الشركات التجارية، فالمشرع الكويتي لم يتطرق إلى السيطرة التي تمارس على الشركات إلا من خلال بعض النصوص المنظمة للشركات المساهمة، كما كان الحال في التشريع المصري والإماراتي أيضاً، فالمشرع الكويتي عرّف الاستحواذ وفقاً للمادة 1/71 من أحكام القانون رقم 2010/7 بأنه العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك جميع الأسهم لشركة مُدرجة أو جميع الأسهم الخاصة بأي فئة أو فئات ضمن شركة مُدرجة، وذلك بخلاف الأسهم التي يملكها مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالفة معه في تاريخ تقديم العرض .

(1) "Acquisition of a Controlling Interest in one Company by Another through the purchase of its shares". Reuters Glossary, International, Economic & Financial terms, 1989, P. 116.

## أما أنواع الاستحواذ فهي على الشكل التالي:

**طريقة شراء الأسهم:** تقوم الشركة المستحوذة (المشتري) بشراء أسهم الشركة المستهدفة (المستحوذ عليها)، وبالتالي تتم له السيطرة على الشركة المستهدفة وتفضي إلى سيطرة مالية وإدارية فعّالة على أصول الشركة مع كافة الالتزامات العائدة لتلك الشركة خلال سنواتها الماضية، وكذلك جميع المخاطر التي تواجه الشركة في بيئتها التجارية، هذه الطريقة تجنّب الشركة المستحوذة من دفع الضرائب مرتين<sup>(1)</sup>.

**طريقة شراء الأصول:** تقوم الشركة المستحوذة (المشتري) بشراء أصول الشركة المستهدفة (المستحوذ عليها) وفقاً لهذه العملية يتم إعادة دفع النقد الناتج عن عملية شراء الشركة إلى مساهميها إما عن طريق أرباح الأسهم الموزعة أو عن طريق تسييل الأصول أو التصفية على أساس شراء للأصول، وذلك باختيار الأصول التي يرغب فيها وترك الأصول والالتزامات التي لا يرغبها.

## المطلب الثالث

### التمييز بين عمليات تطبيق الاندماج والاستحواذ

رغم تشابه عمليات تطبيق الاندماج أو الاستحواذ من حيث معايير تقييم الأصول وإعداد الترتيبات الخاصة بتحديد مصير العقود المرتبطة بتلك الشركات وحصص المساهمين، إلا أن هناك معايير للفرقة بين تطبيقات الاندماج والاستحواذ تتمثل بتحديد الفروق الجوهرية في تأثير هذه العملية على وضعية المساهمين في الحالات التالية<sup>(2)</sup>:

1. تؤدي عملية الاندماج لوجود شركة لها شخصيتها المعنوية وفناء الأخرى أو شخصية معنوية جديدة، أما الاستحواذ يؤدي إلى تجمع الشركات الذي تجسّد مفهوم التركيز الاقتصادي بوجود عدة شركات متميّزة يكون فيها لكل منها شخصيتها القانونية المستقلة، ولكن تُدار جميعاً بواسطة إحدى الشركات.

(1) Lorraine Griffin; Tax Partner & Rose Cox. (2008). Irish tax review publication. P. 3.

(2) عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دار الكتب القانونية، مصر، 2008، ص 58.

2. ينشأ الاندماج بالاتفاق فقط بين ممثلي الشركات المندمجة، بينما ينشأ الاستحواذ بموجب اتفاق بين طالب الاستحواذ ومجلس إدارة الشركة المستهدفة أو المسؤول عن إدارتها أو ينشأ بدون اتفاق عند رفض مجلس الإدارة أو المسؤول عن الشركة مشروع الاستحواذ، وعندئذ يتقدم الطالب إلى هيئة الرقابة المالية<sup>(1)</sup>.
3. لا سبيل للتفرّق في الاندماج إلاّ عن طريق التصفية والقسمة، أما في الاستحواذ تحتفظ كل شركة في المجموعة باستقلالها القانوني الذاتي.
4. إذا كان المقابل المدفوع للمالكي أسهم الشركة مالياً أيّ ثمناً وليس حصة اعتبرت العملية استحواذاً وليست اندماجاً، أما إذا كان المقابل حصة فهو اندماج وليس استحواذاً.
5. إذا لم تنقُض الشركة بعد شراء شركة أخرى لأسهمها تكون العملية استحواذاً وليست اندماجاً، أما إذا انقضت الشركة المباع أسهمها في الشركة المشترية أو انقضت الشركتان المباع والمشتري لتنشأ على أثر انقضائهما شركة جديدة فالعملية اندماج وليست استحواذاً.
6. تطبيقات الاندماج يحتفظ المساهمون في الشركتين بأسهمهم في الكيان الجديد أو في الشركة الدامجة، وبالتالي يتحولون إلى مساهمين في الشركة الجديدة.
7. تطبيقات الاستحواذ غالباً ما تبقى الشركة المستحوذ عليها موجودة وتقوم بعملياتها بالشكل المعتاد، إلا أن ملكية أسهمها تنتقل إلى مساهمي الشركة المستحوذ، إمّا عن طريق الدفع النقدي أو عن طريق سندات دين، وتتمكّن في هذه الحالة الشركة المستحوذ من السيطرة على الأصول الثابتة للشركة المستحوذ عليها وموجوداتها ومطلوباتها، على أن يكون الاستحواذ كلياً بشراء كافة أصول الشركة المستحوذ عليها أو جزئياً بامتلاك جزء من أسهم الشركة.

(1) حسام الدين عبدالغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، دار الفكر العربي بالإسكندرية، ط2، 2004، ص 40.

وأحمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة تحوّل شركات القطاع العام إلى شركات القطاع الخاص، مطبعة منشأة المعارف بالإسكندرية، 2002، ص 56.

ومن جهةٍ أخرى، يتمّ التفريق بين عمليات الاندماج وعمليات الاستحواذ من حيث الطريقة التي يتمّ تمويلها بها من ناحية، ومن ناحيةٍ أخرى من حيث الحجم النسبي للشركات.

**فهناك العديد من طرق تمويل صفقات الاندماج والاستحواذ<sup>(1)</sup>، نذكر منها:**

**التمويل النقدي:** يُطلق على مثل هذه الصفقات عادةً عمليات استحواذ بدلاً من عمليات اندماج؛ نظراً لأن مساهمي الشركة المستهدفة يختفون عن الصورة وتُصبح الشركة المستهدفة تحت السيطرة (غير المباشرة) لمساهمي الشركة المشتري وهدم، وتُعد الصفقة النقدية أكثر ملاءمة خلال فترات ميل أسعار الفائدة للانخفاض أو خلال فترات الركود.

**القروض:** يمكن أن يتمّ تمويل رأس المال بالاقتراض من أيّ بنك من البنوك أو عن طريق الحصول على هذا التمويل بإصدار سندات، وبدلاً عن ذلك، يُمكن منح سهم الشركة المستحوذة كمقابل أو عَوْضٍ، وتعرف عمليات الاستحواذ الممولة عن طريق الديون (Leveraged Buyout). ويعني ذلك "شراء كافة أسهم وأصول شركة ما نقداً، ومُساهمة إدارة التشغيل ومجموعة من المستثمرين بقسط ضئيل من رأس المال، على أن تقوم مؤسسات استثمارية جماعية بتوفير المزيد من أسهم رأس المال، ويكون باقي المبالغ النقدية على شكل دين". وفي كثير من الأحيان يتمّ تحويل الدين إلى ميزانية الشركة المستحوذة.

**التمويل المختلط:** يمكن أن تشمل عملية الاستحواذ على تمويل مختلط يتكوّن من التمويل النقدي والدين أو النقد وأسهم الشركة المشتريّة.

**عقد شراء الديون التجارية (Factoring):** وهو عبارة عن صفقة مالية تقوم بموجبها شركة ما ببيع ذمّتها المدينة مثل الفواتير مستحقة الدفع بسعر حسم، ويمكن أن يوفر هذا النوع من أنواع التمويل الأداة الإضافية اللازمة لإتمام عملية الاندماج أو الاستحواذ.

(1) يعقوب يوسف صرخوه، الإطار القانوني للاندماج بين البنوك الكويتية، مجلة الحقوق، تصدر عن مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، السنة السابعة عشر، الكويت، العدد الرابع، 1993، ص 56.

## المطلب الرابع

### موقف الدول من عمليات الاندماج والاستحواذ

تتباين مواقف الدول من تشجيع الشركات والمنشآت على تنفيذ تطبيقات الاندماج والاستحواذ تبعاً لحالتها الاقتصادية وأوضاعها المالية ومدى تقدّمها، فالدول الغنية والمتقدمة لم يعد يهتمها كثيراً أن يحدث الاندماج بين شركاتها أو لا يحدث؛ لأنها بكل بساطة ليست في حاجة إلى تركيز وتجميع رؤوس الأموال، وبالتالي ليست في حاجة إلى دمج شركاتها أو اتحاد تلك الشركات، فاقتصادها متين وصناعتها متطورة قادرة على الصمود والمنافسة. أما الدول النامية والفقيرة فهي في حاجة إلى وفرة المال، كما إلى المهارات والخبرات الفنية والصناعية والأيدي العاملة المدربة الماهرة؛ لذلك نجد تلك الدول تسعى إلى توفير رؤوس الأموال، فهي إذن تشجع تطبيقات الاندماج والاستحواذ للشركات.

## المطلب الخامس

### الأثر الإيجابي والسلبي لعملية الاندماج والاستحواذ

إن عمليات الاندماج والاستحواذ مهما كانت ناجحة إلا أنه يتخللها جوانب سلبية تستدعي تسليط الضوء عليها؛ لكي يتم تداركها بالقدر المستطاع سواء عن طريق التشريعات المحلية أو عن طريق مبادئ وقواعد الإدارة الرشيدة أو ما يسمى بالحوكمة.

أولاً - الأثر الإيجابي<sup>(1)</sup>:

الاستفادة من مزايا الحجم الكبير في توفير قوة تفاوضية في سوق مستلزمات الإنتاج، ممّا يؤدي إلى خفض التكاليف وزيادة القدرة التنافسية في سوق السلع النهائية.

(1) Frédéric Masquelier: Société par action simplifiée, 2ème éd., Delmas, Paris, 2001, P. 206.

تحقق عمليات الاستحواذ أهداف الدخول إلى أسواق جديدة أو التحكم في منتج معين أو السيطرة على الأسواق بالاستحواذ على الشركات الأصغر خاصة نفس المجال.

يساعد الاندماج بين الشركات المماثلة على نمو هذه الشركات بسرعة في قطاعها أو في قطاع جديد أو مكان جديد دون الحاجة إلى إنشاء كيانات أو مشروع مشترك أو فروع جديدة.

استخدام التكنولوجيا المتقدمة والخبرات الفنية والصناعية والتدريب للعمالة، وهو ما يؤدي إلى تحسين الإنتاجية وتطوير الأنظمة الإدارية والمالية.

الاستحواذ غالباً ما تقوم به الشركات العملاقة ذات رؤوس الأموال الضخمة والتي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة في أعمالها وليست بحاجة إلى الاندماج لأن مراكزها المالية قوية وصناعتها متطورة وقادرة على الصمود والمنافسة.

كفاءة الحصول على التمويل من المؤسسات المالية المحلية والعالمية بشروط ملائمة وميسرة.

تطبيقات الاندماج قد تكون الحل الأمثل لبعض الشركات المتعثرة والتي تعاني من مشكلات.

## ثانياً – الأثر السلبي:

بالرغم من وجود إيجابيات لتطبيق الاندماج والاستحواذ، تتمثل في حصول الأطراف على منافع (مباشرة - غير مباشرة) مثل تعزيز الموقف المالي والتنافسي - خفض تكاليف التشغيل الثابتة - نقل المعرفة - تخفيض الاستثمار الرأسمالي، متى ما توفرت شروط النجاح الأساسية للتطبيق، إلا أن ذلك لا ينفى وجود مجموعة من المخاطر<sup>(1)</sup> تشمل:

**المخاطر الاحتكارية والتنافسية:** الأمر الذي يؤدي إلى ظهور التكتلات الاقتصادية والشركات الاحتكارية مثل الشركات القابضة لاحتكار قطاعات

(1) Frédéric Masquelier: op. cit, P. 205.

اقتصادية وصحية وتعليمية لها تأثير مباشر على دخول الأفراد وصحتهم وثقافتهم، مما يُضعف من المنافسة ويهيئ الفرصة للشركات الكبيرة بالتحكم في الأسواق، حيث يكون هدف التطبيق القضاء على المنافسة عن طريق البيع بأسعار أقل من التكلفة لفترة زمنية محدودة لحين خروج المنافسين ومن ثم رفع الأسعار على المستهلكين لتعويض الخسارة وتحقيق مزيد من الأرباح.

**المخاطر الاجتماعية والاقتصادية:** عادةً ما يُصاحب التوسّع بين المنشآت والبنوك عملية إعادة تنظيم لهذه المؤسسات وإعادة هيكلة العاملين (ارتفاع مستويات البطالة) والتأثير على المجتمع والنشاط الاقتصادي والاجتماعي، وفي كثير من الأحيان فإن تطبيقات الاندماج والاستحواذ قد لا تؤدي إضافة جديدة على المستوى القومي من خلال التطوير أو اكتساب المهارات الفنية لتحقيق الربح.

**المخاطر المالية:** من الناحية المالية قد يتسبب الاندماج في مشكلات حينما لا تحقق الشركة المشترية المكاسب المتوقعة كعائد على الاستثمار خلال فترة زمنية معقولة، وإنما بهدف الخروج من أزمات تمويلية أو رأسمالية أو للهروب من مشكلات التعثر المالي فتكون النتائج سلبية أكثر منها إيجابية، بالإضافة إلى إعادة تقييم الأصول بأقل من قيمتها لغياب الشفافية والإفصاح مما قد يؤدي إلى الإضرار بحقوق (المساهمين - الشركاء - أطراف ذوي العلاقة - جمهور المتعاملين).

إن تطبيق الاندماج والاستحواذ التجاري عملية قانونية ومالية في الحياة الاقتصادية المعاصرة، تؤثر على الصناعة المالية برمتها من خلال توحيد الجهود وتجميع الطاقات وتبادل الخبرة وتركيز رؤوس الأموال، وبالتالي إيجاد البيئة المناسبة للابتكار وتطوير الأداء، وصولاً للأهداف المنشودة المجتمعية والمادية للأعمال، وهذه الظاهرة لها أسبابها بين الشركات الكبيرة ومحل الاهتمام الاقتصادي الفقهي والقانوني.

وتبدو أهمية الاندماج في توفير رؤوس الأموال الكافية والقادرة على تحقيق أهداف الشركات وتحقيق الائتمان والثقة لدى العملاء والبنوك، ومن ناحية أخرى فإن اندماج أو استحواذ الشركات يؤدي إلى توحيد الإدارات والتفكير، وبالتالي



توفير الجهود وتوحيدها، بالإضافة إلى الحدّ من المنافسة وفتح أسواق جديدة وتوفير فرص العمل وتخفيض مستويات البطالة، وبالتالي يؤدي إلى جودة الإنتاج وخفض النفقات.

كما يُعدّ الاندماج سبباً للشركات للخلاص من التحديات المالية، الإدارية والتشغيلية، ويُتيح للدولة فرصة لتقوية اقتصادها وزيادة رؤوس الأموال القوية التي تُمكنها من التصديّ والصمود والمحافظة على أسواقها الداخلية والخارجية، وفتح أسواق جديدة ومن ثم الحاجة إلى خلق كيانات كبيرة تستطيع المنافسة للبحث عن النمو والربح، وكذلك ازدياد تدفقات رأس المال عبر الحدود الوطنية للدول المختلفة بسبب برامج الإصلاح الاقتصادي وتحرير الأسواق في الدول النامية.

في النهاية نستطيع القول أن الاندماج في الغالب يكون بين الشركات الصغيرة والمتوسطة، وهو خيار إستراتيجي لهذه الشركات نحو التكتّل والتحالف لخلق كيان جديد وعملاق يكون ذا إمكانيات تقنية ورأسمالية، ويمكنه استغلال حدّة المنافسة العالمية لصالحه، أما الاستحواذ فغالباً ما تقوم به الشركات العملاقة ذات رؤوس الأموال الضخمة والتي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة في أعمالها، وليست بحاجة إلى الاندماج لأن مراكزها المالية قوية، وصناعتها متطورة وقادرة على الصمود والمنافسة؛ وهذه الشركات العملاقة تقوم بعمليات الاستحواذ لتحقيق أهدافها في الدخول إلى أسواق جديدة أو التحكم في منتج معين أو السيطرة على الأسواق بالاستحواذ على الشركات الأصغر، وخاصةً التي تعمل في نفس المجال، فقد برزت في السنوات الأخيرة رغبة الكثير من الشركات في الاستحواذ والاندماج، لذا أصدرت هيئة سوق المال لائحة للاستحواذ والاندماج لتنظيم هذه العمليات، وعلى الرغم من ذلك فلا زال هناك نوع من الضبابية عند البعض من الشركات والمواطنين بمعرفة الفوائد والإيجابيات والسلبيات في حالة الاندماج أو الاستحواذ، ممّا يتطلّب الكثير من الجهود في نشر هذه الثقافة وخاصة لدى الغرف التجارية الصناعية ورجال الأعمال، إضافة إلى الجهات المعنية بالمستهلك.

## الخاتمة:

نتيجة لكل ما تقدّم، لا بدّ من التأكيد على أن حوكمة الشركات ضرورة اقتصادية على صعيديّ القطاعين العام والخاص، لأنه من خلالها تجري عملية الإفصاح عن كل العمليات الاقتصادية التي تقوم بها الشركات بصورة واضحة، من أهمها الاندماج والاستحواذ، والتي تعدّ من أكبر العمليات الاقتصادية في أسواق المال، مما ينتج عن ذلك تداعيات على المستويين المحلي والدولي لنصل بالنتيجة إلى ما يسمى بالنمو الاقتصادي والاجتماعي المتكامل .

لذلك من أهداف الحوكمة نشر الوعي فيما يخصّ الإدارة الرشيدة وتنميته لدى كل المساهمين في قطاع المال، نظراً لما يتعرّض له هذا القطاع من هزّات ناتجة على المستوى الاقتصادي أو الأمني أو السياسي؛ لذلك لتجنّب الوقوع في الأخطاء التي تعرضت لها الشركات المساهمة وما نتج عنها من فضائح وانهيارات في أسواق المال<sup>(1)</sup>، كان لا بدّ من اتباع القواعد والأنظمة التي تتبناها الحوكمة وما ينتج عنها من تبعات من تنمية وتشجيع الاستثمار من خلال إرساء قواعد تؤدي بالنتيجة إلى زيادة ثقة المساهمين بالوحدة الاقتصادية<sup>(2)</sup>. وينتج عن ذلك رفع أسعار أسهم الوحدة في السوق ودعم مركزها التنافسي الذي يؤدي بدوره إلى جذب استثمارات جديدة، هذا بالإضافة إلى تجنّب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، مما يساهم في تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، وينتج عن كل هذا، كسب ثقة المتعاملين في هذه الأسواق والعمل على استقرارها وتحقيق التقدم الاقتصادي المنشود .

فحماية المستثمر ترتبط بكفاءة الحوكمة التي تسمح بتطوير الأسواق المالية والتخصيص الكفء لرؤوس الأموال من خلال الشركات، فالملقود هنا ليس التحسين الهامشي بل وضع نظم قانونية تؤكد على حماية المستثمر سواء عن طريق هيئة أسواق المال أو النظم الداخلية للشركات، ولا بدّ من التأكيد أن عامل اجتذاب

(1) The ten worst Corporate Accounting scandals of all time .ibid .

(2) خالص حسن يوسف الناصر وعبدالواحد غازي محمد النعيمي، دور حوكمة الشركات في تطوير البيئة الاستثمارية واجتذاب الاستثمار الأجنبي في إقليم كردستان العراق، مجلة جامعة نوروزن، العدد صفر، 2012، العراق، ص 13 .

الاستثمارات هو من أهم العوامل لتدعيم أساس الأداء الاقتصادي طويل الأجل والقدرة على المنافسة.

إزاء كل هذه الاعتبارات الإيجابية الناتجة عن الحوكمة والتي يضعها المستثمرون في اعتبارهم عند القيام باتخاذ قرارات الاستثمار، وبالتالي تعد كإطار عام لتحديد المسؤوليات والواجبات في الوحدة الاقتصادية، فكان لا بد من تعزيز دورها في عمليات التركيز الاقتصادي وبالأخص في عمليات الاندماج والاستحواذ التي شهدت -كما أسلفنا- نمواً كبيراً في جميع أنحاء العالم خلال العقدین الأخيرین، والتي وصلت إلى مستويات قياسية غير مسبوقه، فكانت الحاجة إلى خلق كيانات كبيرة تستطيع المنافسة للبحث عن النمو والربح، فنظراً لازدياد تدفقات رأس المال عبر الحدود الوطنية للدول المختلفة ونظراً لارتفاع مستوى عولمة الاستثمارات التي تبحث عن عائداً أعلى، مما دفع إلى انتشار وشيوع عمليات الاندماج والاستحواذ بشكل واسع في عالم الأعمال في الوقت الراهن<sup>(1)</sup>.

ولا بد من الإشارة إلى أنه على الرغم من أن عملية الاندماج هي عبارة عن أداة تستخدمها الشركات بغرض التوسع في عملياتها التشغيلية وتهدف في كثير من الأحيان إلى زيادة ربحيتها على المدى البعيد، فإن اكتمال هذه العملية لا يضمن نجاح الشركة الجديدة الناتجة عن عملية الاندماج، إذ يمكن أن ينتج عنها خسارة صافية لقيمة الشركة بسبب بعض المشاكل، سواء من جانب التقنية والمعدات أو ثقافة الشركة، كما أن هذه المشاكل يمكن أن تتفاقم لعدم وجود البحوث الكافية أو الملائمة، أو نتيجة لإخفاء أحد الشركاء لخسائره أو التزاماته. من ناحية أخرى، ربما تلجأ الشركات القوية إلى الاستحواذ على الشركات المنافسة لها التي أنهكتها أسواق الائتمان المنكمشة، علاوة على ذلك فإنه يمكن أن يتوفر لكل قطاع عدد كبير من الشركات القابلة للاستحواذ التي سوف تستفيد من حصص الملكية والأوضاع الائتمانية القوية.

لذلك يجب أن تتوفر إستراتيجيات تأخذ في اعتبارها كل العوامل الإيجابية والسلبية التي يمكن أن تواجهها في عمليات الاندماج والاستحواذ في جو من الشفافية وضمن

(1) صالح السحبياني وعبدالعظيم موسى، الاضطراب المالي العالمي والفرص الجديدة، شركة الراجحي للخدمات المالية- بحوث الاستثمار، ديسمبر 2008، ص 1.

حقوق المساهمين، ولا يتم ذلك إلا عن طريق توفير قوانين وقواعد واضحة وتفصيلية ترعى هذه العمليات، ويتحقق ذلك على صعيد الحوكمة المعتمدة دولياً والتي يجب أن تكون مكمّلة للتشريعات المحلية الوطنية.

## التوصيات:

إن هذه الدراسة المقدّمة حول قواعد وتنظيم الحوكمة ومدى تأثيرها على أسواق المال فيما خصّ عمليات الاندماج والاستحواذ وما ينتج عنها من قواعد وإجراءات ترعى هذه العمليات، تستدعي منا القيام باستخلاص بعض التوصيات التي تخدم هذا البحث، والتي نستعرضها على الشكل التالي:

1. إصدار التشريعات والقوانين الخاصة بقواعد حوكمة الشركات لهيئات أسواق المال المحلية، على أن تكون تلك القوانين مكمّلة للقوانين التي تحكم أداء الشركات وقوانين الاستثمار.
2. ضرورة صياغة وتعديل القوانين والتشريعات الوطنية بما ينسجم مع قواعد ومبادئ الحوكمة.
3. أن يتم تفعيل واعتماد المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات الصادرة عن المنظمات الدولية وبالأخص المبادئ التي اعتمدها مؤتمر القمة العشرين في سبتمبر 2015، في أنقرة.
4. ضرورة الاستفادة من التجارب الدولية والعربية المبدولة لتبني قواعد ومبادئ الحوكمة.
5. رقابة نشاطات عمليات الاندماج والاستحواذ من خلال السلطة العامة، ممثلة بإدارتها العامة من باب الحيطة والحذر وضمان التأكد من صحة تطبيق قواعد وإجراءات الحوكمة عليها.
6. العمل على حماية حق المنافسة ومنع الاتحادات الاحتكارية من خلال التكتلات الاقتصادية الناشئة عن الاستحواذ.

7. توعية الشركات والمستثمرين وأصحاب المصالح في داخل الدولة بحوكمة الشركات وتشجيعهم المستمر على مراعاتها من خلال النشرات التثقيفية والدورات التدريبية التي تتعلق بأهمية الالتزام بقواعد الحوكمة والنتائج الإيجابية المترتبة على ذلك، وذلك عن طريق الجهات الرقابية المختصة.
8. ضرورة حماية الشركات الصغيرة في أسواق المال في مواجهة الشركات الكبرى .

## قائمة المراجع

### الكتب:

- (السيد رمضان) عماد محمد أمين، حماية المساهم في شركات المساهمة، دار الكتب القانونية، مصر، 2008.
- (السيد) نهاد أحمد إبراهيم، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2014.
- (الصغير) حسام الدين عبدالغني، النظام القانوني لاندماج الشركات، ط2، دار الفكر الجامعي، مصر، 2004 .
- (العرينى) محمد فريد و(الفتحي) محمد السيد، الشركات التجارية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005.
- (الكيلاني) محمود، الموسوعة التجارية والمصرفية (الشركات التجارية)، المجلد الخامس، ط1، دار الثقافة، عمان، 2008.
- (بصبوص) فايز إسماعيل، اندماج الشركات المساهمة والآثار القانونية المترتبة عليها، ط1، دار الثقافة، عمان، 2010.
- (فتحي) حسين، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، 1998.
- (محرز) أحمد محمد، النظام القانوني للخصخصة، تحوّل شركات القطاع العام إلى شركات القطاع الخاص، مطبعة منشأة المعارف بالإسكندرية، 2002.

## مقالات:

- (رشيد) أربعى و(شوقى) كوئار، مراقبة عملية التركيز الاقصادى وفق مقتضىيات قانون حرية الأسعار والمنافسة، مقال منشور فى 28 ديسمبر 2011، موقع العلوم القانونية MarocDroit.com.

## دوريات:

- (السحبىانى) صالح و(موسى) عبدالعظيم، الاضطراب المالى العالمى والفرص الجديدة، شركة الراجحى للخدمات المالية - بحوث الاستثمار، ديسمبر 2008.

- (صرخوه) يعقوب يوسف، الإطار القانونى للاندماج بين البنوك الكويتية، مجلة الحقوق، تصدر عن مجلس النشر العلمى، جامعة الكويت، السنة السابعة عشر، الكويت، العدد الرابع، 1993.

- (الناصر) خالص حسن يوسف و(النعمى) عبدالواحد غازى محمد، دور حوكمة الشركات فى تطوير البيئة الاستثمارية واجتذاب الاستثمار الأجنبى فى إقليم كردستان العراق، مجلة جامعة نوروزن، العدد صفر، 2012، العراق.

- (الملحم) أحمد عبدالرحمن، مدى مخالفة الاندماج والسيطرة لأحكام المنافسة التجارية، دراسة تحليلية مقارنة بين القانونين الأمريكى والأوروبى مع الإشارة إلى الوضع فى الكويت، مجلة الحقوق، السنة التاسعة عشرة، العدد الثالث، جامعة الكويت.

## قوانين وتشريعات:

- قرار رقم 72 لسنة 2015 من اللائحة التنفيذية، هيئة سوق المال الكويتية.

- القانون رقم 7/2010 الكويتى.

## Bibliography

### Books:

- Acquisition of a Controlling Interest in one Company by Another through the purchase of its shares. Reuters Glossary, International, Economic& Financial terms, 1989.

(Guyon) Yves: Droit des affaires, droit commercial générale et sociétés, 7ème éd. Economica, Paris, 1995.

- (Legeais) Dominique: Droit commercial et des affaires, 14èmeéd., Arman
- (Lui) Yong & (Wang)Yongqing (2013): Performance of Mergers and Acquisitions under Corporate Governance Perspective, Open Journal of Social Sciences. Vol. 1, N°6, P.17.
- (Masquelier) Frédéric: Société par action simplifiée, 2èmeéd.,Delmas, Paris, 2001.
- (Moeller) Scott&(Brady) Chris (2014):Mergers&Acquisitions,Strategy & Management, Different types of Mergers &Acquisitions.
- OECD (Organization for Economic Co-operation). European Central Bank, 2004. Annual report: 2004, ECB, Frankfurt, glossary.

### Articles:

- (Caternell) Paul: (n.d). What is the purpose of corporate governance. [www.ehow.co.uk](http://www.ehow.co.uk)
- (Evans) Matt H. (2000): Excellence in Financial Management .
- (Griffin) Lorraine; (Partner) Tax & (Cox) Rose (2008): Irish tax review publication .

### Reports:

- G20/OECD Principles of Corporate Governance. OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (September 2015). Ankara.

**Websites:**

- IFC (International Finance Corporation) World Bank Group. [www.ifc.org](http://www.ifc.org)
- The ten worst Corporate Accounting Scandals of all times. [www.accounting-degree.org](http://www.accounting-degree.org)
- Business terms glossary. Mergers and Acquisition.
- [www.whatis.techtarget.com](http://www.whatis.techtarget.com)
- [www.ehow.co.uk](http://www.ehow.co.uk)



الصفحة	الموضوع
467	المقدمة
469	المبحث الأول- مفهوم الحوكمة
472	المطلب الأول- أسباب وأهمية الحوكمة في أسواق المال
473	المطلب الثاني- الأهداف الرئيسية لنظام حوكمة الشركات
475	المبحث الثاني- مدى تأثير الحوكمة في عمليات التركيز الاقتصادي
476	المطلب الأول- مفهوم التركيز الاقتصادي
476	المطلب الثاني- مفاعيل التركيز الاقتصادي وأثره في عملية تجميع رؤوس الأموال
478	المبحث الثالث- الحوكمة في أسواق المال ومفاعيلها في عملية الاندماج والاستحواذ
481	المطلب الأول- مفهوم الاندماج وأنواعه
483	المطلب الثاني- مفهوم الاستحواذ وأنواعه
485	المطلب الثالث- التمييز بين عمليات تطبيق الاندماج والاستحواذ
488	المطلب الرابع- موقف الدول من عمليات الاندماج والاستحواذ
488	المطلب الخامس- الأثر الإيجابي والسلبي لعملية الاندماج والاستحواذ
488	أولاً- الأثر الإيجابي
489	ثانياً- الأثر السلبي
492	الخاتمة
496	المراجع

