

## الاندماج كعلاج للاضطرابات المناخ المالي الدولي الحديث

أ.بن يوب فاطمة

جامعة 08 ماي 45 قائمة

### الملخص:

يهدف هذا البحث لتوضيح مزايا عملية الاندماج كعلاج للاضطرابات و خصوصا أن هذا الأخير شهد نمواً كبيراً في جميع أنحاء العالم خلال العقدين الأخيرين . فوصلت مبالغ وأحجام عمليات الاندماج مستويات قياسية غير مسبوقة في الوقت الراهن . وتعزى العوامل الرئيسية لذلك للتوجه السائد نحو العولمة المالية وانخفاض تكلفة التمويل . إضافة إلى ما أحدثته الأزمة المالية العالمية الحالية ومن ثم الحاجة إلى خلق كيانات كبيرة تستطيع المنافسة للبحث عن النمو والربح ، و ازدياد تدفقات رأس المال عبر الحدود الوطنية للدول المختلفة بسبب برامج الإصلاح الاقتصادي وتحرير الأسواق في الدول النامية . دون تجاهل عامل رئيسي آخر وراء ازدياد نشاطات الاندماج يتمثل في ارتفاع مستوى عولمة الاستثمارات التي تبحث عن عائداً أعلى وفرص لتنويع المخاطر وإدراك الكثير من مؤسسات الأعمال للحاجة الماسة إلى الخروج باستثماراتها إلى البلدان الخارجية أو في داخل مناطقها .

### Resumé:

La presente étude a pour objectif d'apporter éclaircissement concernant les opérations de Fusions; qui connu une croissance significative dans toutes les régions du monde au cours des deux dernières décennies. A atteint des montants et des tailles à un niveau sans précédent pour le moment. Les principaux facteurs imputables à l'orientation de la tendance à la mondialisation financière et le faible coût de financement. Il s'agit en plus de la crise financière mondiale actuelle et, partant, la nécessité de créer de grandes entités peuvent concourir pour la recherche de croissance et de profit, ainsi que les flux de capitaux ont augmenté à travers les frontières nationales dans différents pays en raison de la réforme économique et la libéralisation du marché dans les pays en développement. Il ya un autre facteur important de l'augmentation de l'activité de fusion est le niveau élevé de la mondialisation des investissements des rendements plus élevés et les possibilités de diversifier les risques et de réaliser beaucoup d'affaires à l'urgence nécessité de sortir de leurs investissements à l'étranger ou dans leur région.

لقد أصبحت عمليات الاندماج أمرا شائعا متكرر الحدوث في عالم الأعمال في الوقت الراهن . ويتم عادة استخدام لفظ " الاندماج " كمصطلح في القرارات الاستثمارية الإستراتيجية، فعملية الاندماج بين مؤسستين متماثلتين تشتمل على انضمام كيانين من نفس المستوى إلى بعضهما للاستفادة من أفضل الإمكانيات المتوفرة لدى كل منهما ونظرا للازمة المالية الحالية ، فقد أصبحت الأسواق المالية العالمية عرضة لبيئة استثمارية متذبذبة تسودها الشكوك وعدم التيقن كما دخلت هذه الأسواق حلقة مفرغة من انخفاض الفعالية المالية للأصول وانخفاض الأسعار والمنافسة الحادة بين المستثمرين. وقد ارتفعت التوسعات الائتمانية لتصل إلى مستويات محبطة للأمال، كما هبطت المؤشرات الرئيسية للأسهم بنسبة 25 بالمائة تقريبا خلال شهر أكتوبر 2008 علاوة على ذلك ، فان الطلب العالمي المنخفض ، يعمل حاليا على خفض أسعار السلع. وفي سياق متصل، فقد انخفضت أسعار النفط بنسبة تجاوزت 50 بالمائة مقارنة بالذروة التي بلغت في 12 يوليو 2008 وبذلك تراجعت إلى مستويات لم تشهدها منذ مستهل 2007 لتعكس التباطؤ الاقتصادي العالمي الكبير. وبناء عليه، فان هذه الأوضاع يتوقع أن تؤدي إلى حدوث عدد كبير من نشاطات الاندماج عبر جميع بلدان المنطقة في ظل اضطراب الأسواق المالية و ما تحمله من مخاطر حديثة نتيجة عولمتها وانهيار سوق الرهن العقاري حيث تأثر عدد كبير من الصناعات والقطاعات بهذه الأزمة المالية. و هنا يمكن الاعتقاد أن نشاطات الاندماج ربما تمثل أحد الحلول التي يمكن أن تلجأ إليها الحكومات والمستثمرين من الشركات في ظل الأوضاع الراهنة . ورغم عن التنبؤات القاتمة ، فان الحكومات المحلية لا تزال تضطلع بدور حيوي وهام من نشاطات الاندماج كما حدث عند استحواذ الحكومة الأمريكية على شركة أميركان انترناشيونال غروب " أيه آى جى " إحدى اكبر شركات التأمين التي تتخذ من نيويورك مقرا لها . بيد أن التوقعات الخاصة بعمليات الاندماج لعام 2009 تشير إلى تلاشى الصفقات الكبيرة التي كانت سببا في طفرة هذه النشاطات خلال السنتين الماضيتين. وربما يؤدي ذلك إلى حدوث صفقات أصغر حجما إذ ربما تلجأ الشركات القوية إلى الاستحواذ على الشركات المنافسة لها التي أنهكتها أسواق الائتمان المنكمشة.

## I - الاندماج بين المفهوم و العوامل المفسرة<sup>[1]</sup>

عملية الاندماج هي عبارة عن أداة تستخدمها الشركات بغرض التوسع في عملياتها التشغيلية وتهدف في كثير من الأحيان إلى زيادة ربحيتها على المدى البعيد . وعادة 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 يتسم ببذل العناية اللازمة لضمان أن الصفقة ستعود بالفائدة على كلا الطرفين. وفي أدبيات عالم الأعمال والشركات يعني مصطلح الاندماج توحيد شركتين في شركة

واحدة أكبر حجماً، وتتم مثل هذه القرارات في الغالب بصورة طوعية وتشتمل على عمليات مبادلة أسهم أو تسديد دفعة نقدية للشركة المستهدفة . إن طريقة مبادلة الأسهم هي الأكثر استخداماً إذ أنها تسمح لمساهمي الشركتين بتقاسم المخاطر التي تتطوي عليها الصفقة. ويمكن أن تكون عملية الاندماج شبيهة بعملية استرداد الأسهم ولكن ينتج عنها تكوين شركة باسم جديد ( عادة ما يتكون هذا الاسم من اسمي الشركتين الأصليتين ) وعلامات تجارية جديدة . وفي بعض الحالات يطلق على توحيد الشركتين مصطلح - اندماج - بدلاً عن استحواذ لأسباب سياسية أو تسويقية محضة. إذا نظرنا إلى عمليات الاندماج تاريخياً نجدها قد فشلت في تحقيق إضافة كبيرة إلى قيمة أسهم الشركات المستحوذة . وربما تهدف عمليات الاندماج بين الشركات إلى تقليل التكاليف مثلاً تسريح الموظفين أو تشغيل الشركة بمستوى أكثر كفاءة باستخدام أفضل التقنيات ... الخ وخفض الضرائب وتغيير إدارة الشركة وبناء "الإمبراطوريات الاقتصادية" بواسطة المدراء المستحوذين أو أي أغراض أخرى . وهكذا يمكن أن تكون عمليات الاندماج هذه منظمة بشكل كبير . وتسعى الحكومات عند وضعها للأنظمة الخاصة بعمليات الاندماج إلى وضع تشريعات محكمة وتطبيق الأنظمة اللازمة بغرض منع أي محاولة للاحتكار . وتصنف عمليات الاندماج إلى:

- الاندماج الأفقي يحدث عندما يكون المنتج لدى الشركتين المندمجتين متشابه ويتم إنتاجه في نفس الصناعة ، الاندماج الرأسي يكون عند انضمام شركتين تعمل كل منهما في مراحل مختلفة من إنتاج نفس السلعة، الاندماج المتجانس يحدث مثل هذا الاندماج عندما تكون الشركتان المندمجتان تعملان في نفس النوع من أنواع الصناعة بشكل عام ولكن لا تكون بينهما علاقة مشتري / عميل أو مورد متبادلة، الاندماج المختلط ويحدث ذلك عندما تكون

الشركتان المندمجتان تعملان في صناعات مختلفة، الاندماج العكسي يستخدم كطريقة سريعة لتحويل الشركات الخاصة إلى شركات مساهمة عامة عن طريق السيطرة على شركة مدرجة ولكن لا يوجد لديها نشاط تشغيلي أو أية أصول اسمية . إن اكتمال عملية الاندماج لا يضمن نجاح الشركة الجديدة الناتجة عن عملية الاندماج. وفي حقيقة الأمر، نتج عن العديد من عمليات الاندماج وفي بعض الصناعات معظم هذه العمليات خسارة صافية لقيمة الشركة بسبب بعض المشاكل. إن تصحيح المشاكل التي تحدث نتيجة لعدم التوافق سواء من جانب التقنية أو المعدات أو ثقافة الشركة يؤدي إلى تحول الموارد بعيداً عن الاستثمار الجديد كما أن هذه المشاكل يمكن أن تتفاقم نتيجة لعدم وجود البحوث الكافية أو الملائمة أو نتيجة لإخفاء أحد الشركاء لخسائره أو التزاماته . وربما يسمح باستمرار الشركات التابعة المتداخلة أو العاملين الفائضين عن حاجة الشركة مما يؤدي إلى نقشي عدم الكفاءة في أوساط الموظفين أو على العكس من ذلك، وربما تقوم الإدارة الجديدة بخفض عدد كبير من العمليات التشغيلية أو العاملين مما يفقدها خبرة هؤلاء العاملين المؤهلين ويلحق الضرر ببيئة العاملين . إن هذه المشاكل شبيهة في طبيعتها بالمشاكل التي تواجهها الشركات في عمليات الاستحواذ . وحتى لا تعتبر عملية الاندماج فاشلة، فإنه لا بد لها أن تزيد من قيمة حقوق المساهمين بمعدل أسرع مما لو كانت هذه الشركات منفصلة، أو الحيلولة دون حدوث انخفاض في قيمة حقوق المساهمين بمعدل أسرع مما لو كانت الشركات منفصلة .

### لماذا الاندماج ؟

- تجرى عمليات الاندماج للعديد من الأسباب من أهمها ما يلي:
- مزايا الحجم الكبير التي تشير 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 مقارنة بإيراداتها، وبالتالي تصبح أكثر كفاءة.
  - زيادة إيرادات الشركة / حصتها في السوق ويستند هذا الدافع إلى أن الشركة سوف تضم منافساً رئيسياً، وبالتالي سوف تزيد قوتها السوقية بالحصول على حصة أكبر في السوق.
  - النفاذ إلى الأسواق يمكن للشركة المندمجة زيادة قنواتها التسويقية
  - انتقال الموارد عن طريق دمج و تفاعل الموارد للشركتين.
  - التنويع: إن تنويع الأنشطة يمكن أن يحمي الشركة ضد الهبوط الذي يمكن أن يحدث في

صناعة معينة.

- عولمة أسواق المال المتصفة بالاندماج:

انطلاقاً من وجود فكرة سوق مالي دولي واسع ، أجزاء مترابطة و تابعة بالتبادل لبعضها البعض يتعدى الأسواق الوطنية ، له محدداته و أدواته و آلياته الخاصة به ، حيث يرجع هذا التحول إلى عمليات الاندماج و التكامل فالاندماج هو ربط الأسواق و الفضاءات ببعضها البعض من أجل الوصول بصفة تقتضيها الضرورة إلى منفذ تكون المعاملة فيه متكافئة للمنتجات و الخدمات و حتى عناصر الإنتاج ، وهذا الفرق يتجسد أكثر في المالية حيث نشهد تعاملات مالية مستمرة في نيويورك، شيكاغو و طوكيو و في الزمن الحقيقي وكل معلومة جديدة يتم توزيعها بشكل فوري في ظل القرية الكونية التي تم إرساء معالمها في الفضاء المالي و قد أتاح رأس المال الموجود في كل مكان الفرصة لذلك لاسيما أن الاندماج للأسواق يأخذ بعداً أفقياً أو عمودياً.

- الاندماج العمودي للسوق المالي الدولي:

و هو يتم عمودياً بين الأسواق من حيث طبيعتها دون أن ينصرف إلى الانتقال الجغرافي وهذه الأسواق هي الأسواق النقدية ، المالية و البورصات ، أسواق الصرف، الأسواق الآجلة و المشتقات المالية ، فهي أسواق تختلف حسب موضوعات التعامل أو الأدوات و حسب الاستحقاقات و الأجل و لكن يمكن أن تتكامل و تندمج و تكون عمليات المراجعة ، المضاربة و التغطية ممكنة الانتقال من سوق لآخر و ذلك بغرض تحقيق أفضل عائد بأقل التكاليف من خلال الانتقال.

- الاندماج الأفقي للسوق المالي الدولي:

يتم من خلال الاتصال الدائم بين الأسواق المالية و النقدية الوطنية خاصة في العشرين سنة الماضية في وقت عرفت فيه عملية إزالة الحواجز توسعاً كبيراً في ظل التحرير خاصة بعد الصدمة البترولية الأولى و إلغاء الضريبة في الوم سنة 1963 لتسهيل إعادة التدوير البترولي و الانفتاح الأوروبي فيما بعد و كل هذا من أجل أن تجد الفوائض الادخارية في مكان ما فرص للاستثمار بغرض الانتقال الجغرافي ، و مهما كانت أبعاد الاندماج المالي فهو يجلب إحدى الخاصيتين التاليتين أو معاً فالأولى هي الحركية لرؤوس الأموال و قدرتها على الانتقال الجغرافي من مساحة مالية لأخرى و الثانية هي الإحلال للأصول و

ذلك بالمرور من عمق نفس الفضاء المالي أو النقدي من أصل محلي لآخر و إمكانية فعل ذلك على الصعيد الدولي حيث يمكن للمستثمر البحث عن أفضل عائد ليس فقط بالمرور من سوق مالي لآخر و لكن بإمكانية إعادة التركيبية من العملات و من الأدوات المالية و الأصول من حيث شكلها و استحقاقها و بإعادة تهيئة الحوافز المالية، إذن العولمة المتصفة بالاندماج تجعل الأسواق المالية متكاملة أفقيا و عموديا لتعمل باستمرار في الزمن الحقيقي بقدرة رؤوس الأموال على الحركة و الإحلال و بقاعدة السعر الواحد و عمل آلية المراجعة من اجل:

سعر واحد في كل مكان، كل فرص الربح مستغلة و هذا عندما تكون الأدوات المالية المتعامل بها متماثلة في كافة الأسواق و متجانسة و تكون الأسواق أكثر تنظيمًا و شفافية و تكاليف المعلومات و التحويلات ضعيفة و غير معتبرة و المعاملة الجبائية غير متميزة.

## II- مخاطر المناخ المالي الدولي الحديث

يمكن توضيح أثر عولمة أسواق المال المعاصرة على الأنظمة المالية من خلال بعض النقاط نذكر منها:

### 1 - مخاطر النظام المالي الدولي:

تحولت آليات التمويل فيه بشكل مفصلي من ناحية و بعث مد جديد للرأسمالية المالية من ناحية أخرى بعد أن تفكك الارتباط بين دائرتي الاقتصاد الحقيقي و المالي لتبعث من هذا الانفكاك فقاعات مالية سرعان ما تنفجر و تنتشر آثارها انطلاقًا من هذا التحليل يبرز أثر عولمة أسواق المال على النظام المالي الدولي في النقاط التالية :

#### - صعود نشاط المضاربة كـ " مهنة":

يتساءل (Bourguinat) ألسنا أمام اقتصاد عالمي للمضاربة؟ أمام رأس المال المالي الذي لا يستكين كلما كانت هناك فرصة ربح للاقتناص على حساب أي مصلحة عامة و الذي يدفع نحو إرساء اقتصاد مضاربة يغذي الأزمات و يتغذى عليها، كما يؤسس لنفسه كما يذكر (يحي الجياوي) "جيو مالية" قياسا على جيو اقتصاد و "جيو سياسة" فضاءات مالية يكرس فيها هيمنته، أو على حد تعبير (François Chesnais) نحو مزيد من تصاعد نفوذ النظام التراكمي المالي العالمي الجديد.

و قد أمكن ذلك حسب (موريس أليه) بفعل التوسع المفرط في آلية الائتمان و عندما أمكن

الشراء دون دفع و البيع دون حيازة و الضمان بأصل لم يدفع سعره بعد بعثا لعصر الثورة المالية على غرار الثورة التكنولوجية.

تنشأ هذه النزعة المضاربة من حركة رؤوس أموال ساخنة، عائمة طيارة مقتنصة لأفضل توظيف من حيث العائد السيولة و الخطر في أسواق مال أكثر ربطا و اتصالا و اندماجا و تحررا و تجردا.

و تخلق في المقابل انفصالا للفضاء المالي عن الفضاء الحقيقي الشيء الذي ينتج عنه فقاعات مالية سرعان ما تتطاير لعدم استنادها لقاعدة إنتاجية حقيقية و تنفجر لتخلف أثارا هائلة بفعل العدوى في انتشار حالات ألالاستقرار و تعميمها إلى مستوى الأزمة.

الفقاعة المالية تتكون عند انحراف سعر الأصول المالية السوقية عن سعرها الحقيقي بمعنى أن يصبح السعر مجرد انعكاس للتوقعات دون أن يكون لذلك علاقة بمستوى الاستثمار الحقيقي، ليتحول السلوك العشوائي المصطلح عليه بسلوك "القطيع" المنذفع وراء التوقعات إلى خطر نظامي يصعب التحكم فيه.

#### - مالية الاقتصاد :

بمعنى أن التفسير و من ثمة التعديل الاقتصادي أصبح يمر عبر المالية و أن التوجه الاقتصادي العام تحدده مؤشرات الأسواق المالية<sup>[2]</sup>. بما أن المؤسسات أصبحت تركز اهتمامها على رسملتها في البورصة أي قيمتها السوقية و كشركات مساهمة تبحث لمساهمتها عن خلق الثروة المالية أي خلق القيمة، من ناحية أخرى تعتمد إضافة إلى مداخلها المعتادة من نشاطها الطبيعي (الإنتاجي مثلا) على فوائض القيمة و عوائد توظيفاتها المالية.

كمثال دأب الاستثمار الأجنبي المباشر في أحيان كثيرة على الشروع في الإنتاج في منطقة من الأطراف محدثا تطورات رأسمالية فيها على أصعدة مختلفة و قبل أن ينقل رأسماله أو جزء مما راكمه إلى منطقة أخرى معيدا العملية تتحول أجزاء منه إلى المضاربة عالميا في أسواق الصرف و البورصات و أسواق المشتقات<sup>[3]</sup>، في المقابل لم تعد أجور العاملين و الموظفين المصدر الوحيد لدخولهم طالما أن شريحة معتبرة من الأجراء أصبحوا إما مساهمين مباشرين في شركاتهم أو لهم توظيفات مالية غير مباشرة عبر شركات توظيف الأموال باختلافها و بالتالي أضيف إلى الأجور مداخل أخرى هي

عوائد استثماراتهم المالية. في كلتا الحالتين الشركة و أجراءها أعينهم ليست على زيادة الإنتاجية و زيادة الأجور و تحسن الأداء الاقتصادي و إنما على حركة المؤشرات صعودا و هبوطا في أسواق المال.

كلما كانت الحوافظ المالية لهؤلاء الأجراء تؤمن لهم مداخيل معينة تقلصت دائرة النقاش حول الأجور و الإنتاجية و الأداء الاقتصادي الحقيقي، و تمكنت الشركات من الضغط على الأجور لصالح المساهمين و تعظيم ثروتهم، و بهذا أمكن تعديل العلاقة "رأس المال - العمل" بالتوظيف المالي و أصبح التعديل الاقتصادي يمر عبر المالية. و في ذات السياق أصبح طرح معين كـ (البطالة العالمية و العمالة الرخيصة رافعة للتراكم الرأسمالي<sup>[4]</sup> صحيح إلى حين نفيه.

مالية الاقتصاد ليست فقط التعديل الاقتصادي الذي أصبح يمر عبر المالية و مؤشراتنا و إنما فك الارتباط بين ما هو حقيقي مجسد بسلع إنتاجية و ما هو مالي مجسد بسلع مالية (إن صح الوصف) ليس لها مقابل حقيقي، فك الارتباط يؤشر عليه بأكثر من نقطة و هو لا يعني القطيعة أو الانفصال لأن الشركات هيأت هيكل رأسمالها و هيكلها المالي ليشمل أسهما و سندات و قروضا متناسب معين بحيث يظل التمويل داعم للعملية الإنتاجية و لكن الانفصال يعني تمكين أكبر لرأس المال المالي على حساب رأس المال الإنتاجي، يستدل على ذلك بـ :

- نسبة المبادلات المالية (على أوراق مالية) بين مقيمين و غير مقيمين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB).

- العمليات المستحقة من أي عملية إنتاجية كعملية تمويل صادرات أو واردات تنجر عنها سلسلة من العمليات، مبادلات الصرف، التغطية في السوقين الفوري و الأجل، المضاربة و استخدام المشتقات المالية.

- تراجع معدلات النمو الاقتصادي (PIB) في حين ارتفاع قيمة الأسهم في نفس الفضاء الاقتصادي.

- التباين الصارخ بين معدلات نمو الإنتاج، المبادلات التجارية و التدفقات المالية .

## 2- مخاطر النظام النقدي الدولي:

الصحيح أنه بعد 1971 و انهيار نظام بريتون وودز من الصعب الحديث عن نظام نقد



دولي في ظل موجات التعويم المطلق و المدار، ذلك أنه لم يعد هناك حديث عن استقرار نقدي و إنما إدارة لعدم الاستقرار النقدي في الحدود الممكنة، هناك ثلاثة آثار لعولمة أسواق المال على سوق الصرف، تشكلت ثم تدعمت لتساهم بدورها في مزيد من الاندماج و الشمولية و تتمثل هذه الآثار فيما يلي:

#### - زوال الخط الفاصل بين الأسواق النقدية الوطنية و السوق الدولي :

الاندماج المالي الأفقي بين الفضاءات المالية و النقدية الوطنية دون الاعتداد بالجغرافيا، خاصة أسواق النقد للتعاملات قصيرة الأجل، هذا الاندماج السائد بدرجات يسمح لغير المقيمين بالإنفاذ مع التحرير المالي و رفع الرقابة، أيضا التطور على صعيد التكنولوجيا (التسعير الآلي) و التجديد المالي جعل من الممكن استحداث مفاهيم و مجاميع نقدية و غير نقدية، حيث يمكن عرض المثاليين التاليين:

في الـ و م أ تم إسقاط التفرقة بين الحسابات الآجلة و تلك المنظورة حسابات-  
-Now

« Negotiable order withdrawal » تسمح لأصحاب الحسابات الآجلة بسحب أرصدهم شريطة ترك حد أدنى كرصيد معوض و حسابات (Super Now) تتيح تحت شروط معينة إمكانية تحرير شيكات على حسابات آجلة، خدمات التحويل الآلي تمكن من التحويل المباشر من الحسابات المنظورة إلى الآجلة عند الطلب<sup>[5]</sup>.

أما في فرنسا مجاميع نقدية جديدة :

(M<sub>1</sub>) مجموع الأوراق المالية قصيرة الأجل المصدرة من طرف هيئات (OPCVM) المحصل عليها من طرف أعوان غير ماليين مقيمين.  
(M<sub>2</sub>) مكونة من (M<sub>1</sub>) مضافا إليها مجموع أدونات الخزينة التي يمتلكها أعوان غير ماليين مقيمين.

مجاميع غير نقدية (توظيفات) لأعوان غير ماليين :

(P1) الادخار التعاقدية.

(P2) سندات و حصص (SICAV) و سندات الرسملة لشركات التأمين.

(P3) أسهم و حصص ملكية (SICAV)<sup>[6]</sup>.

- استقلالية عمليات الصرف :

النمو الهائل لحجم التداول في أسواق الصرف في غير توافق مع حركة السلع و الخدمات و رؤوس الأموال يعكس تلك الاستقلالية في المعاملات بما يؤكد صفة "المالية" على سعر الصرف و المقصود بهذه "المالية" عدم ارتباط سعر الصرف بمعطيات اقتصادية حقيقية متعلقة بأي نوع من المبادلات التجارية أو حركة رؤوس الأموال بغرض الاستثمار، إنما يتحدد هذا السعر تبعاً لحركة العملات و المضاربة عليها، لا سيما أن مضاربات الصرف اشتدت مطلع التسعينات إلى الآن و قد بدأت بالمضاربة على العملات الأوروبية بعد أن كان الصندوق الاستثماري (Quantum) الذي تعود ملكيته إلى الملياردير المضارب (SOROS) و الذي وجد في أزمة النظام النقدي الأوروبي أكبر فرصة له [7] ، و قد وجه تركيزه إلى الجنيه الإسترليني سنة 1992 محققاً من وراء تخفيض الإسترليني مليار دولار من تخفيض مقدر بـ 9% [8] لتستقر تلك المضاربات في النصف الثاني من التسعينات في الأسواق المالية الناشئة. مع هذا التوصيف للوضع الجديد للصرف، هل يمكن الحديث عن استقرار نقدي في ظل التحرير المالي مع تحقيق نمو اقتصادي و أكثر من ذلك الحفاظ على استقرار هذا النمو؟.

- التقلبات الشديدة في أسعار الصرف :

(Volatilité) كما تدل عليه الترجمة القابلية و السرعة في التبخر و التطاير [9] حيث أن مالية حركة الصرف أدت إلى عدم الاستقرار و الفجائية و السرعة في تقلب سعره. هذا التقلب في ظل الصرف المرن أو المعوم يعكس فروقات ذات أهمية يصعب تسييرها تصل إلى  $\pm 15\%$  من السعر النسبي [10] و المثير ليس فقط هذه النسبة إنما الاستقلال التام عن متغيرات أساسية كفروقات أسعار الفائدة، اختلال التوازن في ميزات المدفوعات و حتى فروقات الأسعار على السلع و الخدمات، لكنه يرتبط بالحجم الهائل لتحويلات الصرف.

هذه التقلبات في أسعار الصرف هي محصلة عمليات الصرف المضاربية و حتى التدفقات الرأسمالية بغرض المضاربة على الأصول المالية و هي ذات الوقت محفز لها حيث تغذي التقلبات حركات المضاربة في مسار دوري ينتهي عادة بانهيار عملة معينة أو عملات. و من أجل كبح تقلبات الصرف اتخذت عدة إجراءات من بينها ضريبة "توبين" و هي ضريبة دولية تحمل اسم مقترحها تدفع على المعاملات قصيرة الأجل في أي فضاء

مالي عند التحول من عملة لأخرى سواء محليا أو على الصعيد الدولي من طرف مقيمين ، ومن المفترض أن تكبح هذه الضريبة حركة المضاربة بجعل المتاجرة في العملات مكلفة ، ليقصر التحويل أو الصرف على تغطية عمليات حقيقية كالمبادلات التجارية و تدفقات الاستثمار المباشر أو حتى عمليات مالية كتدفقات الاستثمار في الحافظة مما يعطي فرصة الاستقرار لأسعار الصرف، لكن الواقع على خلاف ذلك، فالأكيد أن هناك محاولات أخرى للحد من المضاربة من خلال الضرائب و الرسوم غير ضريبة توبين ، لكنها في غالبها غير فعالة إذ لا تتسق مع سيرورة تحرير رأس المال أو أثارها عارضة عندما يكون الهدف الاستثمارية أو أثارها هيكلية عندما يكون الهدف مؤقتا.

فما حدث في سوق الصرف من لا ضبط و تقلبات في الأسعار هو بالتأكيد في صالح مقتنصي الأرباح لكنه ليس كذلك بالنسبة للدول التي لم يعد متاحا لها جذب و تحفيز الاستثمارات من خلال الأدوات التقليدية في السياسة الكينزية (النقدية و المالية)<sup>[11]</sup> و لا حتى تشجيع الصادرات بالخفض التنافسي للعملة (خارج التكتلات و الاتفاقيات) أمام ضغط المضاربة حتى مع أسعار صرف مثبتة.

هذه الدول أصبحت في مواجهة مثلث اللاتوافق (Triangle d'incompatibilité) مع الانفتاح و في ظلها لا يمكن ضمان في الوقت نفسه :

- حرية رؤوس الأموال و الانضباط على حركتها.
- الاستقرار النقدي و سعر صرف ثابت أو مستقر.
- القدرة على دفع الإنعاش الاقتصادي<sup>[12]</sup>، أو على الأقل استبدال هذا الهدف باستقلالية السياسة النقدية<sup>[13]</sup> لو تم الاكتفاء بأهداف نقدية مالية.

### 3- مخاطر النظام البنكي الدولي :

و لو أنه لا يوجد ما يفصل المنظومة البنكية عن محيطها المالي و النقدي إلا أنه قد يصح الحديث عن نظام بنكي دولي طالما تم الانتقال من تدويل النشاط المصرفي و الصناعة المصرفية إلى عولمة التمويل و ميكانيزمات الدفع إلى تدويل الخطر و من ثم تدويل ميكانيزمات الضبط و التعديل. كيف تم الوصول إلى هذه المرحلة؟ الإجابة تكمن في ممارسة عولمة أسواق المال لتفاعلاتها على المنظومة البنكية التي يمكن رصدها فيما يلي:

- توصيف النظام البنكي :

كما رأينا سابقا عولمة أسواق المال المنصرفة إلى الوحدات و الأجزاء هي عولمة كذلك لسوق الصرف و للبنوك، فالصناعة المصرفية عملت على تجديد و تطوير الخدمات البنكية و إزالة الحدود بينها و بين الخدمات غير البنكية مع السماح للمؤسسات المالية غير البنكية الدخول إلى ميدان الائتمان المصرفي و السماح للبنوك ذاتها ولوج مجالات جديدة.

الاتجاه السائد دوليا هو توحيد القواعد الموضوعية الخاصة بالمعاملات المالية بصفة عامة مع السعي لتحرير هذه المعاملات في إطار مفاوضات (OMC) [14].

ما يقال عن الاندماج المالي لأسواق المال ينصرف إلى الاندماجات البنكية المتزايدة أفقيا و عموديا من ناحية أخرى التطورات التكنولوجية مكنت البنوك من التوسع عبر شبكة الانترنت بدل إقامة الفروع الكثيرة و تحمل التكاليف و بالتالي الفروع الافتراضية مع النقود الإلكترونية على الشبكة خلقت ما يمكن وصفه بـ "الحدود المتلاشية" تلك التي تخلقها الجغرافيا و تقفز عليها التكنولوجيا الحديثة. كما أن فترة التحرير المالي جعلت و رغم الدعوة إلى الصرامة النقدية الداخلية من الممكن تخفيف أدوات الضبط. كل ما سبق انعكس فيما يلي:

- تراجع الودائع في هيكل الخصوم كمورد مالي و بدل التوسع في القروض هناك ميول

تجاه الأسواق المالية يظهر ذلك جليا في بنوك السوق. (Banque de trésorerie - marché)

- تزايد إصدار السندات و التعامل في الأوراق المالية القابلة للتجديد و هي قصيرة الأجل و استخدامها لتمويل قروض موقرة.

- تزايد العمليات المسجلة في خارج الميزانية (Hors- bilan) و التي قد تصل حتى 5 مرات العمليات المسجلة في الميزانية [15].

و مع تعاضد دور فئة جديدة من المستثمرين الماليين و هي المستثمرين المؤسساتيين ممثلين أساسا في (صناديق التقاعد/المعاشات Fonds de pension) يتم بالفعل - التحول من عقلية المصاريف التجارية المشكلة على أساس مخاطر الائتمان فقط إلى عقلية مصارف الاستثمار المشكلة على أساس مخاطر السوق [16]، هي إذن صناعة مصرفية تحاول جعل الخدمات المالية و البنكية أكثر تجانسا و تكاملا و نمطية و أكثر قدرة على تجاوز الحدود الوطنية و حتى أكثر تنافسية في تنمين رأس المال.

- تركيبة جديدة للخطر :

مع عولمة التمويل و عولمة ميكانيزمات الدفع و أدوات التعامل جاءت الحاجة إلى عولمة أدوات الضبط فالأخطار البنكية التقليدية تم تجاوزها ليس بالإنها و إنما بتقليصها و التغطية و التحوط منها ، خطر المعدلات (العائد، الفائدة و الصرف) تم تحويله لمشتري الأوراق المالية قصيرة الأجل القابلة للتجديد.

أما خطر الطرف المقابل و السيولة و عدم القدرة على الوفاء و خطر القرض تراجع مع سوق مالي للأوراق المالية لكل الاستحقاقات أكثر عمقا و سيولة (خاصة إذا تميز بالكفاءة) و مع ما نتيجته تقنية التوريق من إمكانيات [17] .بينما الأخطار العامة تم التحوط منها عبر الضمانات و التأمينات من الهيئات الدولية المختصة، في المقابل ظهرت أخطار بنكية جديدة على شاكلة :

أ-الامتياز المعطى لـ (خارج الميزانية)،بما أن هذه العمليات لا تتسحب إلى تدفقات نقدية حقيقية و إنما مجرد التزامات (على عملات، على أوراق مالية، بالضمان، بالتمويل) قائمة على التوقعات أي على الخطر.

ب- خطر الخطأ مرتبط بحدثة الأدوات المالية المتعامل بها (المشتقات المالية) و التسجيلات المحاسبية المتعلقة بها، أيضا حدثة التعاملات في التوريق و ما يطرحه طالب قرض مورق جديد من صعوبات متعلقة بالمناخ المحاسبية مقارنة مع التسيير المعتاد للقرض مما يولد خطر الطرف المقابل، خطر القرض و عدم الدفع بسبب اختلاف الوثائق المالية المنشورة و المتعامل بها [18] .

ج - الخطر النظامي ينشأ هذا الخطر من ميكانيزمات الدفع داخل النظام و بالتحديد الودائع البنكية و آليات المقاصة بين البنوك، حيث يؤدي السحب المكثف من أحد البنوك (لأسباب حقيقية أو وهمية) و إحدائه لأزمة إفلاس إلى تعميم الإفلاس على النظام البنكي ككل و هو خطر تصعب التغطية معه.

د- خطر الديون المعدومة ليس على مستوى جزئي إنما على مستوى كلي أو حتى دولي فهي ليست ديون شركات إنما ديون دول و هي ضخمة و تتشارك فيها عدة بنوك فهي قروض مشتركة يتزايد الخطر مع الدعوة لتخفيف أو حتى إلغاء ديون الدول النامية و لو جزئيا [19] .

و هي أخطار تم تدويلها مع الأزمات المالية المختلفة بعد أن تم الانتقال من البعد الوطني إلى البعد الدولي في كل المعاملات بما فيها المالية، حيث وضعت العولمة نهاية لـ "الوطني" كبعد و كبدائية و كمدخل استراتيجي للأعوان الاقتصادية<sup>[20]</sup> في وضع كهذا تتبعث دعوات للعودة إلى الضبط المالي و الصرامة النقدية و انتهاج سياسات أرثوذكسية.

#### - قواعد الحذر:

بدأت حركة تدويل البنوك سنة 1965 مع الرقابة و التنظيم على البنوك على المستوى الوطني و استمرت بهدوء حتى إفلاس البنك الألماني (Herstatt) سنة 1974 و البنك الأمريكي (Franklin National Bank) في نفس السنة<sup>[21]</sup>، هذا الحدث كان من وراء الإصدار على ضرورة التحوط من أي أزمة بنكية أو مالية شاملة مرتقبة و تم إنشاء ما اصطلح عليه (لجنة بال Comité de bête) ما بين سنتي 1974 و 1975 التي عمدت إلى :

- مراقبة النشاط البنكي الدولي و الأسواق المالية و الأنشطة و الخدمات المالية المعولمة و التي أعطت الأخطار البنكية خاصة النظامية بعدا دوليا.

- ضرورة التنسيق بين السلطات النقدية في البلد المستقبل و البلد الأصلي<sup>[22]</sup>، حيث يضمن البنك المركزي للبلاد المستقبل سيولة البنوك الفرعية في حين يضمن البنك المركزي للبلاد الأصلي القدرة على الوفاء و السداد (1981 - 1983)<sup>[23]</sup>.

- تثبيت معايير الحرص و الحذر مع تبني نسب مالية دولية، حيث كان سنة 1988 ميلاد نسبة دولية للوفاء هي (نسبة كوك Ratio Cook) أي بعد تدويل الخطر تم تدويل الحرص فعليا مع آفاق سنة 1993 و التي تهدف بشكل مختصر إلى عدم التوسع المفرط في الائتمان و حماية المودعين و عدم المتاجرة سوقيا بأموالهم .

#### III- الاتجاهات العالمية للاندماج

ينتوقع أن يصل العدد الإجمالي لصفقات الاندماج والاستحواذ على المستوى العالمي هذا العام إلى حوالي 38000 صفقة بقيمة إجمالية تصل إلى 3.28 تريليون دولار . وبالمقارنة بعام 2007 ، نجد أن عدد الصفقات قد أنخفض بنسبة 13 بالمائة بينما انخفضت قيمة الصفقات بنسبة 35 بالمائة، علاوة على ذلك، فقد وصلت موجة عمليات الاندماج والاستحواذ، التي بدأت تنمو منذ عام 2002 ، إلى نهايتها الآن، حيث استغرقت كل واحدة من موجتي الاندماج والاستحواذ الأخيرة حوالي خمس سنوات فقط . أما التوزيع الجغرافي حسب قيمة الصفقات فقد تحول من

أمريكا الشمالية وأتجه صوب أوروبا وآسيا.

لقد حظي شهر أكتوبر 2008 بأهمية كبيرة في روزنامة عمليات الاندماج والاستحواذ لهذا العام إذ بلغ الحجم المعلن لهذه العمليات وكذلك حجم العمليات التي تم الانسحاب منها مستويات قياسية من الارتفاع . وقد بلغ إجمالي قيمة صفقات الاندماج والاستحواذ العالمية 451.5 بليون دولار في شهر أكتوبر وتعتبر هذه القيمة الشهرية هي الأعلى حتى تاريخه بهذا العام وبارتفاع بنسبة 30 بالمائة عن شهر سبتمبر . 2008 ويمكن أن يعزى ذلك إلى زيادة حجم الصفقات المتوسطة بالسوق، وعلى الجانب الآخر تراجعت صفقات الاندماج والاستحواذ الكبيرة الحجم نتيجة التأثيرات السلبية للاحزمة المالية العالمية وشح السيولة بالأسواق . وكما يوضح الجدول رقم (1) فقد كان قطاع الخدمات المالية أكثر القطاعات نشاطاً في ما يتعلق بعمليات الاندماج والاستحواذ خلال هذا العام.

جدول (1): عمليات الاندماج وفقاً للقطاع خلال 2008

القطاع	عدد الصفقات	القيمة (بالمليون دينار)	متوسط القيمة (بالمليون دينار)
البنوك و الشركات المالية	101	12.275	122
الرعاية الصحية	19	9.952	524
الاتصالات	24	7.786	324
التكنولوجيا العالية	85	6.142	72
العقار	40	6.069	152
الطاقة و الكهرباء	42	5.149	123
الاستثمارات الصناعية	95	4.737	50
المواد	45	2.131	47
الإعلام و الترقية	35	1.184	34
السلع الاستهلاكية	25	512	20
التجزئة	18	383	21
الخدمات و المنتجات الاستهلاكية	36	318	9

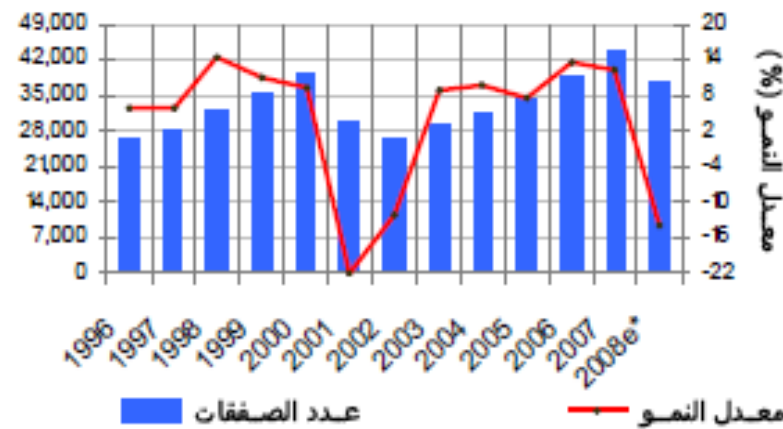
**المصدر:** صالح السحبياني ، عبد العظيم كموسى، شركة الراجحي للخدمات المالية، الاندماج و

الاستحواذ، مقالة من الموقع: [www.alrajhibank.com.sa/ar/.../Investment Reasearch](http://www.alrajhibank.com.sa/ar/.../Investment%20Research).

ومع حلول أزمة الائتمان العالمية، وجدت شركات الاكتتابات الخاصة أنفسها في مأزق . ومع تقلص سوق الصفقات الضخمة فقد اتجهت هذه الشركات إلى السوق المتوسط حيث يتطلب الأمر فعالية مالية أقل . وعليه فإن مجال التركيز الرئيسي لأموال شركات رؤوس الأموال الخاصة هو استثمار أموالها المتضخمة الناتجة عن صفقات الاندماج والاستحواذ في هذا السوق . واستناداً إلى ذلك، فإنه يتوقع حدوث وفرة من الأموال المتجهة صوب قطاع .

المنشآت المتوسطة في عام 2009 إن الاتجاه العام السائد الآن في توجه الأموال الاستثمارية للاستفادة من الفرص المتاحة في الأسواق الناشئة يظهر تباينا بين دولة وأخرى كما يوضحه الشكل (1).

شكل (1) : اتجاهات سوق عمليات الاندماج والاستحواذ



\* تقديرية

المصدر: طومسون فاينانشيال، معهد الاندماجات والاستحواذات والاتحادات

**المصدر:** صالح السحبياني ، عبد العظيم كموسى، شركة الراجحي للخدمات لمالية، الاندماج و الاستحواذ،

مقالة من الموقع: [www.alrajhibank.com.sa/ar/.../Investment Reasearch](http://www.alrajhibank.com.sa/ar/.../Investment%20Research)

وحسب المسح المقدم من ميرج ماركت لعام 2008 ، نالت الأسواق الناشئة حصة كبيرة من نشاطات الاندماج والاستحواذ خلال السنتين القادمتين كما يوضحه الشكل (2) ، وقد تم تصنيف الأسواق الناشئة من حيث الفرص بإدراجها في ميزان يتراوح بين 1 و 5 ، وتربعت الهند والصين في المرتبة الأولى بحصولها على 3.64 و 3.59 درجة على التوالي وحلت أوروبا الشرقية بعدهما مباشرة بينما حلت كل من البرازيل وروسيا في المرتبة الأخيرة . ويتوقع أن يصل العدد الاجمالي لصفقات الاندماج والاستحواذ خلال عام 2008 ، بما فيها الصفقات الآسيوية، إلى 11000 صفقة بقيمة إجمالية تبلغ 639 بليون دولار . من جانب آخر، فقد استفادت الشركات الأوروبية من ضعف الدولار واستحوذت على بعض الشركات الأمريكية.



شكل (٢) : جاذبية الأسواق الناشئة للاندماج والاستحواذ



المصدر: مسح مبرح ماركت لعام ٢٠٠٨.

**المصدر:** صالح السحبياني ، عبد العظيم كموسى، شركة الراجحي للخدمات المالية، الاندماج و الاستحواذ،

مقالة من الموقع: [www.alrajhibank.com.sa/ar/.../Investment Reasearch](http://www.alrajhibank.com.sa/ar/.../Investment%20Research)

#### V - تأثيرات الأزمة المالية العالمية ومستقبل أنشطة الاندماج

على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية إلا أننا نتوقع حدوث ارتفاع كبير في حجم صفقات الاندماج من قبل الشركات العاملة في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي وبصفة الصفقات المتوسطة الحجم من حيث القيمة خلال السنوات القليلة القادمة ، ويرتكز الأساس المنطقي الذي تستند عليه عمليات الاندماج على عدة عوامل تتلخص في الوصول إلى أسواق جديدة وتنويع النشاطات والوصول إلى التقنية بهدف تعزيز الشركات. وفي رأينا ، فإن الشركات التي لديها ميزات نسبية تتمثل في انخفاض تكلفة المواد الخام والمحافظ الاستثمارية التي تركز على الاستثمار في سلع معينة ينبغي أن تفكر في استخدام التدفقات النقدية من عملياتها التشغيلية الرئيسية لتتمو بمعدلات قوية. إن المستقبل لعمليات الاندماج في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي خلال العام القادم يبدو مزدهر إذ يتوقع أن تظهر خيارات استثمارية كبيرة في عام 2009 عندما تخرج أسواق المنطقة من حالة الركود التي تمر بها حاليا. وتتركز هذه الفرص في القطاعات المنخفضة التي تزخر بفرص واعدة لزيادة الإيرادات أو على الأقل تسجيل مستويات معقولة من الانخفاض، وعلى الصعيد العالمي، سوف يتم تأجيل العديد من صفقات الاندماج الكبيرة الحجم من حيث القيمة نظرا لشح السيولة المالية بالسوق.

واستنادا إلى هذه الخلفية، فإننا نقترح أن يتخذ المستثمرون سيناريوهات دفاعية كالاستثمار في الشركات المستقرة ضمن قطاعي السلع الاستهلاكية والرعاية الصحية باعتبارها أكثر الطرق أمانا للتعامل مع أسواق الأسهم. بيد أن إعدادا كبيرة من المستثمرين قد التزمت جانب الترقب والحذر في انتظار عودة الأسواق إلى أوضاعها السابقة. انه من الصعوبة بمكان معرفة الجهة التي يمكن توجيه الاستثمار إليها عندما تظهر السوق الهابطة فقط علامات مؤقتة تشير إلى الاتجاه التنازلي. وبناء " عليه، فإن الربع الأول من عام 2009 سيكون أفضل وقت لملاحظة ومعرفة ما إذا كانت تحركات السوق تعكس مقومات أساسية وليس عوامل سياسية تعكس ميل السوق في الآونة الأخيرة لتجاهل البيانات الاقتصادية والتقارير الخاصة بأرباح الشركات. من ناحية أخرى، فإن الجانب الايجابي لانخفاض سوق الأسهم خلال العام الماضي يتمثل في تأثيره على الأسهم بشكل عام مما نتج عنه أن نظل أسهم كثير من الشركات مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية بدرجة كبيرة.

وإضافة إلى ما تقدم أعلاه، فإن انخفاض أسعار النفط الخام وبعض السلع الأخرى يتوقع أن ينعكس أيضا في انخفاض التكاليف وتحسن هوامش الأرباح للشركات التي تعمل في توفير السلع الاستهلاكية التي ينبغي أن تكون محط أنظار المستثمرين إن إلقاء نظرة عن كثب على قطاعات معينة تضم الشركات ذات القيمة المتوسطة بالسوق تجعلنا نتوقع أن تكون أكثر الصناعات و القطاعات تأثرا من جراء أزمة الائتمان العالمية هي القطاعات المالية- حسب ما يوضحه الجدول(2)- البنوك وشركات الخدمات المالية وقطاع البتر وكيمواويات وصناعة السيارات والنقل البحري والعقارات وكذلك قطاعا المواد والإسكان. على صعيد آخر، هناك صناعات دفاعية لم تتأثر بأزمة الائتمان العالمية نظرا لاعتمادها على الطلب المحلي مثل قطاع الاتصالات وقطاع الصناعات الدوائية والتأمين والصناعات الغذائية والزراعة وتجارة التجزئة والتموين. إن السوق الحالي يحمل في جعبته العديد من الفرص الواعدة لعام 2009، وتكمن معظم هذه الفرص في قطاع التصنيع والتقنية. وفي حقيقة الأمر، فإنه بالإضافة إلى الفرص العديدة المتاحة لنشاطات الاندماج فإن بعض القطاعات تبدو أكثر جاذبية من غيرها نظرا لانخفاض أسعار صفقاتها، وتمثل هذه القطاعات قطاعات و اعدة لنشاطات الاندماج.

جدول(2):توزيع أفضل فرص الاندماج وفقا للقطاع المالي

الترتيب	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
القطاع	الصناعة	البنوك و الخدمات المالية	التجزئة	الطاقة و المرافق	التكنولوجيا	خدمات الأنشطة التجارية	المنتجات الاستهلاكية	الإعلام	المنتجات الدوائية و الطبية	الاتصالات	البنية الأساسية	الفلز و المواصلات

**المصدر:**صالح السحبياني ، عبد العظيم كموسى، شركة الراجحي للخدمات لمالية، الاندماج و الاستحواذ،

مقالة من الموقع: [www.alrajhibank.com.sa/ar/.../Investment Reasearch](http://www.alrajhibank.com.sa/ar/.../Investment%20Research).

**الخلاصة:**

تكرر الأزمات المالية في صيغ جديدة و لكن ليست بذات العمق، انفصال دائرتي الإنتاج و المالية تضخم الفقاعة المالية إلى حد الانفجار،تركيبية جديدة للخطر يؤكد على أن عدم الاستقرار لم يعد عارضا بل هو كامن في النظام المالي النقدي الدولي و أن كل محاولات الحيلة، الحرص و الحذر ليست لتثبيت الاستقرار إنما لتسيير و إدارة حالة عامة من عدم الاستقرار، فلم يكن ذلك متاحا إلا في ظل عولمة أسواق المال التي اتسمت بالاضطرابات و الفوضى و في ظل هذه الظروف يبقى البحث عن الحلول ضرورة محتمة فكان الاندماج السبيل لعلاج اضطرابات المناخ المالي الحديث ،حيث انتشر في بعض الاقتصاديات المتقدمة و بعض الاقتصاديات العربية القوية،و كمثال نلاحظ نمو عمليات الاندماج في منطقة مجلس التعاون لدول الخليج بشكل كبير و السبب في ذلك يعود لعدة مزايا متعددة الجوانب يحققها المتمثلة في الوصول إلى الأسواق العالمية و اكتساب الخبرات ،تحقيق عمق أكثر للأسواق المحلية ،توحد الشركات و اتساع أحجامها ،تطوير أسواق السندات المحلية..الخ.

**الهوامش:**

1- طارق احمد فؤاد، الاندماج في الشركات من الموقع: [www.jps-dir.com/forum/forum-ppsts.asp?](http://www.jps-dir.com/forum/forum-ppsts.asp?).

2- الجبواوي يحيى - العولمة أية عولمة - إفريقيا الشرق - بيروت، 1999 - ص 189

- 3- العظم صادق جلال و حنفي حسن - ما العولمة؟ - دار الفكر - لبنان- 1999 - ص 157 .
- 4- راجع في ذلك ألبير مشيل - الرأسمالية ضد الرأسمالية - ترجمة حليم طوسون - مكتبة الشرق - القاهرة 1995 .
- 5 - Bourguinat, H-Finance internationale-PUF 1997- P 96-97.
- 6 - Ibid, P 109.
- 7- بيتر مارتين هانس و شومان هارالد - فح العولمة- الاعتداء على الديمقراطية و الرفاهية - ترجمة عباس عدنان علي - سلسلة عالم المعرفة - الكويت 1998 - ص 118
- 8- زكي رمزي - العولمة المالية - الاقتصاد السياسي لرأس المال الدولي - رؤية من البلاد النامية - دار المستقبل العربي - القاهرة - 1999 - ص 161.
- 9- يوسف محمد رضا - قاموس الكامل الوجيز - فرنسي - عربي - لبنان، طبعة جديدة 1996.
- 10 - Brunhoff (De) Suzanne - l'instabilité monétaire internationale - in - Chesnais François (éditeur) -Mondialisation financière - Genèse, coûts et enjeux - Syros - Paris 1996 P 35
- 11 - Senarclens (De) Pierre - la mondialisation, théorie, enjeux et débats - Dalloz - Paris - 2002 P 106
- 12 - Ibid P 108
- 13 - Brunhoff (De), S op cit P 49
- 14 - دويدار أحمد - الملتقى الدولي الأول حول الجزائر و النظام العالمي الجديد للتجارة - عنابة - أفريل 2002، ص 24.
- 15 - Coussergues (De), S op cit - P 97
- 16 - فؤاد مرسي - الرأسمالية تجدد نفسها - سلسلة عالم المعرفة الكويت 1990 - نقلا عن رمزي زكي - مرجع سابق، ص 101.
- 17 - Bourguinat - op cit P 107
- 18 - Ibid P 108
- 19 - Esposito Marie Claude. Azuelos Martine - Mondialisation et domination économique - Economica Paris 1997. P 91
- 20 - Senarclens (De), P op cit P 82
- 21 - Esposito, M.C - op cit - P 91
- 22 - Coussergues (De), S - op cit - P 57
- 23 - Bourguinat - op cit - P 110