



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم: علوم التسيير

مخبر الانتماء: مخبر الإقتصاد والمالية وإدارة الأعمال ECOFIMA

أطروحة دكتوراه
مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث

قياس الأداء المالي لعمليات الاندماج والإستحواذ
دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في
البورصة

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

للطالب: سعيدي نبيل

مدير الأطروحة: بوفامة عمر
الرتبة: أستاذ محاضر "أ"
المؤسسة الجامعية: 20 أوت 1955 سكيكدة
أمام أعضاء اللجنة:

الإسم واللقب	الرتبة	الصفة	المؤسسة الجامعية
الأستاذ الدكتور جقريف علي	أستاذ	رئيسا	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
الدكتور بوفامة عمر	أستاذ محاضر "أ"	مقررا	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
الدكتورة خلخال منال	أستاذ محاضر "أ"	عضوا	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
الدكتور فروم محمد الصالح	أستاذ محاضر "أ"	عضوا	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
الدكتور قدام جمال	أستاذ محاضر "أ"	عضوا	جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل
الدكتور بولقصيبات محفوظ	أستاذ محاضر "أ"	عضوا	جامعة 08 ماي 1945 قالمة

السنة الجامعية: 2025/2024





وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير



مخبر الانتماء: مخبر الإقتصاد والمالية وإدارة الأعمال ECOFIMA

إقرار خاص بأطروحة الدكتوراه

أنا الممضي أسفله الطالب سعدي نبيل أقر بأن هذه الأطروحة الموسومة بـ:
قياس الأداء المالي لعمليات الاندماج والإستحواذ
- دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة -
هي عمل أكاديمي خاص بي، وأنه لم يتم تقديم أي جزء منه أو كله في أي مكان
آخر لنيل درجة علمية.

الإمضاء

الإهداء

إلى من أعز الرحمن منزلتها، إلى أمي الغالية حفظها الله وجزاها عني كل خير
إلى زوجتي وابنتي اللتين تحملتا كل الضغوطات خلال رحلتي الأكاديمية
إلى إخوتي وأخواتي
لكم مني جميعاً أهدي هذا العمل تعبيراً عن إمتناني العميق وتقديري الكبير
أشكر الله على تسخيره لكم من أجلي لتحقيق هذا الإنجاز.

شكر وتقدير

أحمد الله كثيراً على توفيقِي وإعانتِي على إتمام هذا العمل فلولاه لما أتمتته أما بعد:
أتقدم بكامل عبارات الشكر والتقدير الى الدكتور الأستاذ بوفامة عمر على وقوفه
بجانبي في كل مرحلة من مراحل إنجاز هذا العمل الأكاديمي، والذي لم يدخر جهداً في
توجيهي ونصحي وإرشادي لإنجاز وإخراج هذا العمل على أكمل وجه.

المخلص

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة التي إستهدفت شركات مدرجة مقابل تلك التي إستهدفت شركات غير مدرجة، ولبلوغ هذا الهدف تم إختيار عينة تتكون من 100 شركة مدرجة في بورصات عالمية والتي أبرمت صفقات إندماج وإستحواذ بصفتها الشركة المقتنية خلال الفترة من 2012 الى 2020، قسمت هذه العينة بدورها إلى عينتين فرعيتين حجم كل واحدة 50 شركة، ضمت العينة الأولى الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة، فيما ضمت العينة الثانية الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة، حيث تم إستخدام أداتين، تمثلت الأولى في دراسة حدث لتحري ما إذا كانت عمليات الإندماج والإستحواذ تخلق قيمة للمساهمين أم تدمر هذه القيمة، أما الأداة الثانية فتمثلت في فحص الأداء المالي للشركات في كل عينة بإستخدام بعض المؤشرات المالية لتقدير الأداء المالي قبل عمليات الإندماج والإستحواذ وبعدها.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تمثل أهمها في أن عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات مدرجة في البورصة، قد أدت الى خلق قيمة للمساهمين، بينما عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات غير مدرجة في البورصة قد أدت الى تدمير القيمة، وفي الحاليتين لم يستمر التأثير طويلاً، كما تم التوصل الى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على مؤشر العائد على الأصول وهامش صافي الربح بالنسبة للشركات المستهدفة لشركات مدرجة، فيما تم التوصل الى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على كل المؤشرات المستخدمة في الدراسة بالنسبة للشركات المستهدفة لشركات غير مدرجة.

الكلمات المفتاحية: عمليات الإندماج والإستحواذ، الأداء المالي، دراسة الحدث، المؤشرات المالية

Abstract

This study aimed to determine the impact of mergers and acquisitions on the financial performance of listed companies that targeted listed companies versus those that targeted unlisted companies. To achieve this goal, a sample of 100 companies listed on global stock exchanges that concluded merger and acquisition deals as the acquiring company during the period from 2012 to 2020 was selected. This sample was divided into two sub-samples, each one contained 50 companies. The first sample included companies that targeted listed companies, while the second sample included companies that targeted unlisted companies, two tools were used, the first was an event study to investigate whether mergers and acquisitions create value for shareholders or destroy this value, the second tool was to examine the financial performance of companies in each sample using some financial indicators to estimate financial performance before and after mergers and acquisitions.

The study reached a set of results, the most important of which is that mergers and acquisitions that targeted listed companies led to creating value for shareholders, while mergers and acquisitions that targeted unlisted companies led to destroying value, and in both cases the effect did not last long. It was also found that there was a statistically significant negative impact of mergers and acquisitions on the return on assets index and net profit margin for companies targeted listed companies, while it was found that there was no statistically significant impact of mergers and acquisitions on all indicators used in the study for companies targeted unlisted companies.

Keywords: Mergers and acquisitions, financial performance, event study, financial indicators.

Résumé

Cette étude visait à déterminer l'impact des fusions et acquisitions sur la performance financière des sociétés cotées ciblant les sociétés cotées par rapport à celles ciblant les sociétés non cotées. Pour atteindre cet objectif, un échantillon de 100 sociétés cotées sur les bourses mondiales qui ont conclu des accords de fusion et d'acquisition en tant que société acquéreuse au cours de la période 2012-2020 a été sélectionné. Cet échantillon a été divisé en deux sous-échantillons, chacun contenant 50 sociétés. Le premier échantillon comprenait des sociétés ciblant des sociétés cotées, tandis que le deuxième échantillon comprenait des sociétés ciblant des sociétés non cotées. Deux outils ont été utilisés : le premier était une étude d'événement pour déterminer si les fusions et acquisitions créent de la valeur pour les actionnaires ou détruisent cette valeur. Le deuxième outil consistait à examiner la performance financière des sociétés de chaque échantillon en utilisant certains indicateurs financiers pour estimer la performance financière avant et après les fusions et acquisitions.

L'étude a abouti à une série de résultats, dont le plus important est que les fusions et acquisitions visant des sociétés cotées ont conduit à la création de valeur pour les actionnaires, tandis que les fusions et acquisitions visant des sociétés non cotées ont conduit à la destruction de valeur, et dans les deux cas, l'effet n'a pas duré longtemps. Il a également été constaté qu'il y avait un impact négatif statistiquement significatif des fusions et acquisitions sur l'indice de rendement des actifs et la marge bénéficiaire nette pour les sociétés ciblant des sociétés cotées, tandis qu'il a été constaté qu'il n'y avait pas d'impact statistiquement significatif des fusions et acquisitions sur tous les indicateurs utilisés dans l'étude pour les sociétés ciblant des sociétés non cotées.

Mots clés : Fusions et acquisitions, performance financière, étude d'événement, indicateurs financiers.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	البسمة
	الإقرار
	الإهداء
	شكر وتقدير
	الملخص
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
	فهرس الملاحق
	قائمة الإختصارات والرموز
أ-ك	المقدمة
	الفصل الأول: الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ، نشاطها وآلياتها
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية عمليات الإندماج والإستحواذ
3	المطلب الأول: مفهوم الإندماج والإستحواذ والفرق بينهما
3	أولاً: مفهوم الإندماج
4	ثانياً: مفهوم الإستحواذ
5	ثالثاً: الفرق بين الإندماج والإستحواذ
6	المطلب الثاني: أنواع الإندماج والإستحواذ
6	أولاً: عمليات الإندماج والإستحواذ من الناحية الإقتصادية
7	ثانياً: عمليات الإندماج والإستحواذ من ناحية التوزيع الجغرافي
8	ثالثاً: عمليات الإندماج والإستحواذ من حيث الرغبة
9	المطلب الثالث: مزايا وعيوب عمليات الإندماج والإستحواذ
9	أولاً: مزايا عمليات الإندماج والإستحواذ
10	ثانياً: عيوب عمليات الإندماج والإستحواذ
11	المبحث الثاني: نشاط عمليات الإندماج والإستحواذ

11	المطلب الأول: تاريخ عمليات الإندماج والإستحواذ
11	أولاً: الموجة الأولى (1897-1904)
12	ثانياً: الموجة الثانية (1920-1929)
12	ثالثاً: الموجة الثالثة (1960-1973)
13	رابعاً: الموجة الرابعة (1981-1989)
14	خامساً: الموجة الخامسة (1993-2000)
15	سادساً: الموجة السادسة (2003-2007)
15	سابعاً: الموجة السابعة (2012-الوقت الحاضر)
20	المطلب الثاني: توزيع صفقات الإندماج والإستحواذ
20	أولاً: صفقات الإندماج والإستحواذ في الأمريكتين
21	ثانياً: صفقات الإندماج والإستحواذ في أوروبا
22	ثالثاً: صفقات الإندماج والإستحواذ في آسيا والمحيط الهادي
23	رابعاً: صفقات الإندماج والإستحواذ في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
26	المطلب الثالث: دوافع عمليات الإندماج والإستحواذ
26	أولاً: التآزر
32	ثانياً: مشاكل الوكالة
32	ثالثاً: سوء تقييم سوق الأوراق المالية
32	رابعاً: فرضية الغطرسة
33	خامساً: دوافع أخرى
35	المبحث الثالث: آليات عمليات الإندماج والإستحواذ
35	المطلب الأول: مراحل عمليات الإندماج والإستحواذ
35	أولاً: مراحل ما قبل عقد صفقة الإندماج والإستحواذ
41	ثانياً: مراحل ما بعد عقد صفقة الإندماج والإستحواذ
42	المطلب الثاني: طرق تقييم الشركات المستهدفة
43	أولاً: منهج الأصول
44	ثانياً: منهج السوق
45	ثالثاً: منهج الدخل
46	المطلب الثالث: طرق الدفع خلال عمليات الإندماج والإستحواذ
46	أولاً: طريقة الدفع نقداً

48	ثانيا: طريقة مبادلة الأسهم
49	ثالثا: الطريقة المختلطة
49	المطلب الرابع: عوامل نجاح عمليات الإندماج والإستحواذ
50	أولا: أداء عملية الفحص النافي للجهالة
51	ثانيا: العلاوة المدفوعة
52	ثالثا: عوامل أخرى
53	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية وكفاءتها
55	تمهيد:
56	المبحث الأول: الأساس النظري لأسواق الأوراق المالية
56	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
56	أولا: نشأة و تطور البورصة
58	ثانيا: تعريف البورصة
59	ثالثا: وظائف البورصة
60	رابعا: أهمية البورصة
64	المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في البورصة
64	أولا: الأسهم العادية
65	ثانيا: السندات
66	ثالثا: الأسهم الممتازة
66	رابعا: المشتقات والأدوات المهجنة
67	المطلب الثالث: كفاءات التعامل في البورصة
67	أولا: المتدخلون في البورصة
68	ثانيا: عمليات البورصة
69	ثالثا: أوامر البورصة
72	رابعا: تقنيات التسعير في البورصة
74	المبحث الثاني: فهم وتحليل سوق الأوراق المالية
74	المطلب الأول: المعلومات و البيانات المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم
75	أولا: معلومات متعلقة بالشركة
79	ثانيا: معلومات متعلقة بالإقتصاد المحلي

79	ثالثا: معلومات متعلقة بالشؤون الدولية
79	رابعا: معلومات متعلقة بالصناعة
80	خامسا: معلومات أخرى
80	المطلب الثاني: مؤشرات حالة السوق
81	أولا: تعريف مؤشر البورصة
81	ثانيا: العلاقة بين المؤشر و الحالة الإقتصادية
82	ثالثا: المؤشرات الشائعة
88	المطلب الثالث: تحليل أسعار الأوراق المالية
88	أولا: التحليل الأساسي
89	ثانيا: التحليل الفني
90	ثالثا: الفروقات بين التحليل الأساسي والتحليل الفني
92	المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية و متطلباتها
92	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
92	أولا: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
93	ثانيا: خصائص السوق الكفوة
93	ثالثا: شروط تحقق كفاءة السوق
94	المطلب الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
95	أولا: الكفاءة الكاملة
96	ثانيا: الكفاءة الإقتصادية
97	المطلب الثالث: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية
97	أولا: الصيغة الضعيفة
103	ثانيا: الصيغة النصف قوية
104	ثالثا: الصيغة القوية
106	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: الأداء المالي خلال عمليات الإندماج والإستحواذ
108	تمهيد:
109	المبحث الأول: الإطار النظري لأداء الشركات
109	المطلب الأول: ماهية أداء الشركات
109	أولا: مفهوم أداء الشركات ومكوناته

115	ثانيا: أبعاد أداء الشركات
116	ثالثا: أنواع أداء الشركات
120	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على أداء الشركات
120	أولا: العوامل الداخلية
121	ثانيا: العوامل الخارجية
122	المطلب الثالث: قياس أداء الشركات
122	أولا: مفهوم قياس الأداء
124	ثانيا: شروط القياس الجيد للأداء
127	ثالثا: المقاييس المستخدمة لقياس الأداء
129	المبحث الثاني: الأداء المالي للشركات
129	المطلب الأول: الوظيفة المالية في الشركات
129	أولا: مفهوم الوظيفة المالية
130	ثانيا: مهام الوظيفة المالية
132	ثالثا: أهداف الوظيفة المالية
135	المطلب الثاني: مفهوم وأهمية الأداء المالي
135	أولا: مفهوم الأداء المالي
135	ثانيا: أهمية الأداء المالي
136	المطلب الثالث: مؤشرات قياس الأداء المالي
137	أولا: المؤشرات التقليدية
139	ثانيا: المؤشرات الحديثة
141	المبحث الثالث: تحليل الأداء المالي في سياق عمليات الإندماج والإستحواذ
141	المطلب الأول: مقاييس أداء عمليات الإندماج والإستحواذ
143	المطلب الثاني: عمليات الإندماج والإستحواذ وثروة المساهمين
143	أولا: ردود الفعل الشائعة للسوق اتجاه عمليات الإندماج والإستحواذ
143	ثانيا: العوامل الشائعة المؤثرة في ردود فعل السوق اتجاه عمليات الإندماج والإستحواذ
147	المطلب الثالث: عمليات الإندماج والإستحواذ ومؤشرات الأداء المالي
147	أولا: عمليات الإندماج والإستحواذ والربحية
147	ثانيا: عمليات الإندماج والإستحواذ والسيولة
148	خلاصة الفصل

	الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة
150	تمهيد
151	المبحث الأول: البيانات والمنهجية
151	المطلب الأول: التعريف بشكل الدراسة
151	أولاً: مجتمع وعينة الدراسة
155	ثانياً: فترة الدراسة
156	ثالثاً: مصادر جمع البيانات
158	المطلب الثاني: منهجية دراسة الحدث
158	أولاً: مفهوم دراسة الحدث
158	ثانياً: آلية منهجية دراسة الحدث
162	ثالثاً: إختبارات الدلالة الإحصائية
165	المطلب الثالث: إختبار المتوسطين لعينتين مرتبطتين
165	أولاً: تعريف إختبار العينات المرتبطة
165	ثانياً: إختبار t لعينتين مرتبطتين
166	ثالثاً: إختبار Wiloxon Signed Rank لعينتين مرتبطتين
167	المبحث الثاني: دراسة الحدث
167	المطلب الأول: الإطار القياسي المتبع في التحليل
167	أولاً: نافذة الحدث
167	ثانياً: نافذة التقدير
168	ثالثاً: مؤشر السوق
169	المطلب الثاني: عرض نتائج دراسة الحدث
169	أولاً: العوائد الغير إعتيادية الفردية (AR)
180	ثانياً: العوائد الغير إعتيادية التراكمية الفردية (CAR)
189	ثالثاً: متوسط العوائد الغير إعتيادية (AAR)
190	رابعاً: متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية (CAAR)
193	المطلب الثالث: مناقشة نتائج دراسة الحدث
193	أولاً: العوائد الغير إعتيادية الفردية AR والعوائد الغير إعتيادية التراكمية CAR
194	ثانياً: متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR ومتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR
196	المبحث الثالث: أداء عمليات الإندماج والإستحواذ من حيث النسب المالية

196	المطلب الأول: النسب المالية المستخدمة وكيفية تحليلها
196	أولاً: النسب المالية المستخدمة في الدراسة
200	ثانياً: الخطط المستخدمة في تحليل البيانات
201	المطلب الثاني: التحليل الإحصائي الوصفي للنتائج
201	أولاً: عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة
203	ثانياً: عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة
206	المطلب الثالث: تحليل وتفسير نتائج إختبار عينتين مرتبطتين
206	أولاً: إرتباط عينتين مرتبطتين
210	ثانياً: إختبار t لعينتين مرتبطتين
212	خلاصة الفصل
213	الخاتمة
225	قائمة المراجع
238	الملاحق

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(01)	أوجه الإختلاف بين الإندماج والإستحواذ	5
(02)	عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ حسب القطاع خلال الفترة (1985-2023)	17
(03)	إستخدام المعايير المحاسبية IFRS في 166 دولة حسب المنطقة	76
(04)	أكبر 10 شركات قيمة سوقية داخل مؤشر S&P500 في سنة 2021	84
(05)	قائمة الشركات المشككة لمؤشر Dow djones في سنة 2021	86-85
(06)	أبرز مؤشرات الأوراق المالية في البورصات الأوروبية	87-86
(07)	أبرز مؤشرات الأوراق المالية في البورصات الآسيوية	88
(08)	أبرز الفوارق بين التحليل الأساسي و التحليل الفني	91-90
(09)	مقارنة المقاييس التقليدية للأداء والمقاييس الغير تقليدية	124
(10)	بعض تعاريف الوظيفة المالية	130-129
(11)	مقارنة بين تعظيم الثروة وتعظيم الربح	134-133
(12)	أهم المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي	139-137
(13)	قائمة الشركات المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة	153-152
(14)	قائمة الشركات المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة	155-154
(15)	نسب العوائد الغير إعتيادية اليومية AR للشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة	172-170
(16)	نسب العوائد الغير إعتيادية AR اليومية للشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة	176-174
(17)	عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية AR ذات دلالة إحصائية في كلا العينتين خلال فترة الحدث	178
(18)	نسب العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAR للشركات التي إستهدفت شركات مدرجة	183-181
(19)	نسب العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAR للشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة	187-185
(20)	عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية تراكمية خلال نوافذ حدث مختلفة	188
(21)	متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR خلال نافذة الحدث	189
(22)	متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR خلال نوافذ حدث مختلفة	192
(23)	إحصائيات العينتين المرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة	202-201

204-203	إحصائيات العينتين المرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة	(24)
206	تحليل الارتباط لعينتين مرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة	(25)
208	تحليل الارتباط لعينتين مرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة	(26)
210	إختبار t لعينتين مرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة	(27)
211	إختبار t لعينتين مرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة	(28)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
13	تطور عدد صفقات الإندماج والإستحواذ العدائية في العالم خلال الفترة (1985-2023)	(01)
14	عدد و قيم صفقات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود خلال الفترة (1993-2023)	(02)
16	عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في العالم خلال الفترة (1985-2023)	(03)
18	نسب توزيع عدد صفقات الإندماج والإستحواذ في العالم حسب القطاع خلال الفترة (1985-2023)	(04)
18	نسب توزيع قيم صفقات الإندماج والإستحواذ في العالم حسب القطاع خلال الفترة (1985-2023)	(05)
20	تطور عدد و قيم صفقات الإندماج والإستحواذ في أمريكا الشمالية خلال الفترة (1990-2023)	(06)
21	تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في أمريكا الجنوبية خلال الفترة (1990-2023)	(07)
22	تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في أوروبا خلال الفترة (1990-2023)	(08)
23	تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في آسيا والمحيط الهادئ خلال الفترة (1990-2023)	(09)
24	تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة (1990-2023)	(10)
25	نسب توزيع عدد صفقات الإندماج والإستحواذ حسب المنطقة خلال الفترة (1990-2023)	(11)
25	نسب توزيع قيم صفقات الإندماج والإستحواذ حسب المنطقة خلال الفترة (1990-2023)	(12)
31	مصادر التآزر المؤدية لخلق القيمة خلال عمليات الإندماج والإستحواذ	(13)
82	العلاقة بين مؤشر الأسهم والدخل القومي الإجمالي خلال فترة زمنية	(14)
83	النسب المئوية لتمثيل القطاعات داخل مؤشر S&P500	(15)
96	ردود فعل سعر السهم في كل من الكفاءة الكاملة و الكفاءة الإقتصادية	(16)

99	قواعد المحللين الفنيين	(17)
100	قرارات البيع والشراء وفق الدورات	(18)
101	قرارات البيع والشراء وفق المتوسط المتحرك	(19)
102	القوة النسبية للسهم	(20)
111	محتوى تعريف الأداء	(21)
114	مكونات أداء الشركات	(22)
115	أبعاد أداء الشركات	(23)
164	خطوات منهجية دراسة الحدث	(24)
168	طول فترة التقدير وفترة الحدث	(25)
179	عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية AR إيجابية وسلبية (عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة)	(26)
180	عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية AR إيجابية وسلبية (عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة)	(27)
190	متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR ومتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR (عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة)	(28)
191	متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR ومتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR (عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة)	(29)
200	المتغيرات المستخدمة في الدراسة	(30)

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
261-241	العينة الأولى لصفقات الإندماج والإستحواذ	(01)
263-262	معاملات الإنحدار الخاصة بالشركات في العينة الفرعية الأولى	(02)
264-263	معاملات الإنحدار الخاصة بالشركات في العينة الفرعية الثانية	(03)

قائمة الإختصارات والرموز

اللغة العربية	الرمز	اللغة الأجنبية
المعايير الدولية للإبلاغ المالي	IFRS	International financial reporting standards
المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً	GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
مجلس معايير المحاسبة الدولية	IASB	International Accounting Standards Board
القيمة الإقتصادية المضافة	EVA	Economic Value Added
القيمة السوقية المضافة	MVA	Market Value Added
العوائد الغير إعتيادية	AR	Abnormal Returns
العوائد الغير إعتيادية التراكمية	CAR	Cumulative Abnormal Returns
العائد المتوقع	ER	Expected Return
متوسط العوائد الغير إعتيادية	AAR	Average Abnormal Returns
متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية	CAAR	Cumulative Average Abnormal Returns
العائد على الأصول	ROA	Return on Assets
العائد على حقوق الملكية	ROE	Return On Equity
العائد على الإستثمار	ROI	Return On Investment
هامش صافي الربح	NPM	Net Profit Margin
ربحية السهم	EPS	Earnings Per Share

المقدمة

تنشط الشركات اليوم في عالم متسارع التغير، أين تفرض الابتكارات المستمرة والتكنولوجيات الحديثة، بالإضافة إلى الإتجاهات المتقلبة فرصاً وتحديات متزايدة، حيث لم يعد بلوغ القمة والمكوث فيها مجرد مسألة تقديم منتجات أو خدمات عالية الجودة، وإنما أصبح ذلك مرتبطاً بقدرة الشركات على الإستجابة السريعة والتكيف مع المتغيرات الكثيرة المحيطة، بالإضافة إلى ذلك أصبحت المنافسة ضمن هذا السياق أكثر شراسة لصعوبة تحقيق كل شركة التميز في سوق مزدحم بالإبداعات والأفكار المستحدثة، فتحقيق النجاح والإستدامة على المدى الطويل يتطلب تبني إستراتيجيات فعالة ومدروسة وتنفيذها بدقة وفي الوقت المناسب.

تعتبر عمليات الإندماج والإستحواذ من الإستراتيجيات الحيوية التي تتبناها الشركات منذ أكثر من قرن بهدف توسيع نطاق أعمالها وتعزيز قدراتها التنافسية في عالم الأعمال، إذ تلعب هذه العمليات دوراً محورياً في توسيع الحصة السوقية وتحقيق النمو السريع، بالإضافة إلى الوصول لتقنيات جديدة وأسواق مختلفة، فمن خلال هذه العمليات يمكن للشركات تحقيق تكامل يساعدها على تحسين كفاءة العمليات وتقليل التكاليف، وكذلك تعزيز القدرة على الابتكار وتحسين القوة التفاوضية مع الموردين والزبائن، بالإضافة إلى تطوير المنتجات والخدمات وتعزيز الكفاءات التنظيمية وتحسين الهيكل التنظيمي وغير ذلك.

على الرغم من المزايا العديدة التي يمكن للشركات الدامجة والمستحوذة أن تجنيها من وراء عمليات الإندماج والإستحواذ، إلا أن إختيار وتنفيذ هذه القرارات يشكل تحدياً معقداً ومهماً في نفس الوقت، حيث يمكن أن يحمل تأثيرات بالغة على الأداء المالي للشركات والذي يعد إنعكاساً قوياً لصحتها ومكانتها في السوق، الأمر الذي يجعل الحفاظ على هذا الأداء وتحسينه أحد أهم الأولويات عند إختيار وتنفيذ هذه الإستراتيجيات.

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً محورياً في عمليات الإندماج والإستحواذ، فهي توفر بيئة مناسبة لتحديد القيم العادلة للشركات المستهدفة، مما يسهل على مختلف الأطراف إجراء تقييمات دقيقة وإتخاذ قرارات مدروسة، بالإضافة إلى أنها تسهل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل صفقات الإندماج والإستحواذ سواءً من خلال طرح الأسهم أو إصدار السندات، فكما تساعد هذه السوق في التقييم الجيد للشركات المستهدفة فهي كذلك تعزز من القدرة التفاوضية للشركات، وهذا من خلال تقديم مرجعيات واضحة، وعمل مقارنات مع شركات مماثلة، كل هذا يمكّن الشركات الراغبة في الإندماج والإستحواذ من تقديم عروض عقلانية وأكثر جاذبية، وتكون مبنية على أسس مالية متينة، تمكنها من تحقيق أهدافها وغاياتها بطرق أكثر ضماناً، وعلى الرغم من المزايا الكثيرة التي توفرها سوق الأوراق المالية للشركات المدرجة فيها، إلا أننا نجد أن الكثير من

الشركات كانت ولا زالت تستهدف شركات غير مدرجة في البورصة خلال عمليات الإندماج والإستحواذ، وهذا بالرغم من المخاطر المرتبطة بقلّة المعلومات وعدم دقتها حول الأهداف الغير مدرجة.

إنطلاقاً من التقديم السابق، يمكن صياغة إشكالية الدراسة من خلال طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة التي إستهدفت شركات مدرجة مقابل تلك التي إستهدفت شركات غير مدرجة؟

وللإجابة على هذا التساؤل تم طرح أسئلة جزئية كما يلي:

- هل يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية (AAR) موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات مدرجة هي الأخرى في البورصة؟
- هل يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية (AAR) موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة؟
- هل يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية (CAAR) موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة؟
- هل يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية (CAAR) موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة؟
- هل هناك أثر ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على كل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الإستثمار (ROI)، هامش صافي الربح (NPM)، ربحية السهم (EPS) بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة؟
- هل هناك أثر ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على كل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الإستثمار (ROI)، هامش صافي الربح (NPM)، ربحية السهم (EPS) بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة؟

أولاً: فرضيات الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة يقتضي الأمر صياغة الفرضية الرئيسية التالية:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة التي إستهدفت شركات مدرجة، وكذلك تلك التي إستهدفت شركات غير مدرجة.

وللإجابة على الأسئلة الجزئية لا بد من إختبار الفرضيات الفرعية التالية:

- **الفرضية الأولى:** يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات مدرجة هي الأخرى في البورصة (AAR≠0).
- **الفرضية الثانية:** يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة (AAR≠0).
- **الفرضية الثالثة:** يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة (CAAR≠0).
- **الفرضية الرابعة:** يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة (CAAR≠0).
- **الفرضية الخامسة:** هناك أثر ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على كل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الإستثمار (ROI)، هامش صافي الربح (NPM)، ربحية السهم (EPS) بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة.
- **الفرضية السادسة:** هناك أثر ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على كل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الإستثمار (ROI)، هامش صافي الربح (NPM)، ربحية السهم (EPS) بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة.

ثانياً: أهمية الدراسة

تتمثل أهمية هذه الدراسة في كونها تساهم في فهم شامل للأثر المالي لعمليات الإندماج والإستحواذ، لما لذلك من تأثير على التنافسية والنمو الإقتصادي للدول على المدى الطويل، فعلى مر الزمن أصبحت الشركات تزداد درايةً وفهماً حول عملية إتخاذ قرارات الإندماج والإستحواذ وحسن تنفيذها، فكلما كانت الأدلة حديثة كلما كانت الإستفادة منها أكبر.

كما تكتسي هذه الدراسة أهمية بالغة من خلال تقديمها لصورة حول الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في دعم وتسهيل عمليات الإندماج والإستحواذ، وهذا من خلال توفير هذه السوق بيئة شفافة ومنظمة للتداول والإفصاح المالي، فبالنظر إلى الدول التي لا تزال أسواقها المالية تشهد تأخراً ملحوظاً في التطور والتي تعتبر الجزائر من بينها، فهذه الدراسة تساعد على محاولة إدراك وفهم أكثر لعمليات الإندماج والإستحواذ ومكانة البورصة في هاته البلدان.

كما تبرز أهمية هذه الدراسة كذلك في توفيرها لمعلومات قيمة للمستثمرين والشركات حول تأثير هذه الصفقات على الربح والقيمة السوقية للأسهم، الأمر الذي يساعد على إتخاذ قرارات أكثر رشداً.

ثالثاً: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المتمثلة في ما يلي:

- ✓ محاولة تعميق الفهم حول عمليات الإندماج والإستحواذ، وهذا من خلال إلقاء الضوء على المفاهيم الأساسية المختلفة وآليات ونشاط هذه العمليات.
- ✓ التعرف أكثر على سوق الأوراق المالية وكفاءتها، بالإضافة إلى الأداء المالي للشركات.
- ✓ تحري ما إذا كان لعمليات الإندماج والإستحواذ نفس الأثر على القيمة السوقية لأسهم الشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة والأخرى التي إستهدفت شركات غير مدرجة.
- ✓ تحري ما إذا كان لعمليات الإندماج والإستحواذ نفس الأثر على المؤشرات المالية على المدى القصير، بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة، والشركات الأخرى التي إستهدفت شركات غير مدرجة .



رابعاً: منهج الدراسة

للإلمام بالجوانب المختلفة التي تخدم هذه الدراسة، فقد تم إعتداد المنهج التاريخي في سرد تطور عمليات الإندماج والإستحواذ المختلفة، وكذلك نشأة وتطور سوق الأوراق المالية، كما تم الإعتداد على المنهج الوصفي التحليلي لإستعراض الأطر النظرية المختلفة لكل من الإندماج والإستحواذ، أسواق الأوراق المالية، والأداء المالي للشركات، بالإضافة إلى المنهج القياسي المستخدم في إختبار الفرضيات بطرق إحصائية، والمنهج المقارن عند مناقشة مختلف النتائج.

خامساً: حدود الدراسة

بغرض تحقيق أهداف الدراسة بدقة ولتفادي تشعبها، فقد تم إنجازها ضمن الحدود التالية:

1. الحدود الموضوعية:

إقتصرت الدراسة على معرفة ومقارنة أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة في حالة إستهدافها لشركات مدرجة وفي حالة إستهدافها لشركات غير مدرجة، دون التطرق لفحص الأثر المالي لهاته العمليات على الأداء المالي للشركات المدرجة بشكل عام.

2. الحدود المكانية:

لقد تم في هذه الدراسة إستهداف الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الكفوة فقط، وهذا بغرض الحصول على نتائج دقيقة عند تطبيق دراسة الحدث، فبعد إخضاع العينة لمجموعة من الشروط تم الحصول على عينة نهائية كانت أغلب شركاتها مدرجة في بورصة نيويورك وبورصة كندا.

3. الحدود الزمانية:

إستهدفت الدراسة عمليات الإندماج والإستحواذ التي تمت خلال الفترة من 2012 الى 2020، وهذا لمحاولة تسليط الضوء أكثر على الموجة السابعة والأخيرة لعمليات الإندماج والإستحواذ.

سادساً: الدراسات السابقة

يعتبر قياس الأداء المالي لعمليات الاندماج والإستحواذ من المواضيع الهامة التي تحظى بإهتمام واسع في مجالات المالية والإدارة الإستراتيجية، حيث تناولت الكثير من الدراسات هذا الموضوع من عدة جوانب مختلفة، منها تأثير عمليات الاندماج والإستحواذ على القيمة السوقية للشركات، وتحليل الأداء المالي بإستخدام المؤشرات المالية، بالإضافة إلى دراسة العوامل المؤدية إلى نجاح أو فشل هذه العمليات بمختلف أنواعها والتعمق فيها، فتباين النتائج السابقة حول هذا الموضوع جعل البحث في هذا المجال مستمراً لمحاولة العثور على أدلة تلتقى إجمالاً أكثر من قبل الباحثين في هذا المجال، ومن بين أكثر الدراسات التي عالجت بعض جوانب هذه الدراسة نذكر منها ما يلي:

1. الدراسات العربية

دراسة (السندي، 2015)، بعنوان "أثر الإندماج على الأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية"، وهي عبارة عن رسالة ماجستير، تمثل الهدف من هذه الدراسة في تحري أثر الإندماج على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية، إشملت عينة الدراسة على 13 حالة إندماج تمت خلال الفترة بين 2000 و 2010، إتمدت الدراسة على أسلوب المقارنة بين متوسطات مؤشرات الأداء المالي لفترة مقدارها أربع سنوات قبل الإندماج ونفس الفترة بعدها، حيث تم إستخدام نسبة العائد على الأصول، نسبة التداول، معدل دوران الأصول، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، كما تم إستخدام إختبار t للعينات الزوجية، توصلت الدراسة إلى عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية على مستوى كافة المؤشرات المستخدمة في الدراسة، مما يعني عدم وجود أثر معنوي للإندماج على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية على الرغم من وجود فروقات ذات دلالة إحصائية لبعض المؤشرات لعدد من الشركات.

دراسة (هاني رمزي، 2021)، بعنوان "أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على مؤشرات الأداء المالي للشركات المقتنية"، وهي عبارة عن مقال منشور في مجلة الدراسات المالية والتجارية، هدفت هذه الدراسة إلى فحص تأثير إستراتيجيات الإندماج والإستحواذ على المؤشرات المالية للأداء في الشركات المقتنية، حيث تم إختيار عينة من 20 شركة مدرجة في بورصة مصر خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2016، تلخصت النتائج في وجود إنعكاسات إقتصادية وردود فعل متعددة لسوق الأوراق المالية، وكذلك الأداء المالي

للشركات المتداول أسهمها علناً في البورصة بفعل إبرام وتنفيذ صفقات الاندماج والإستحواذ، حيث تم رصد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الشراء بسعر تفاوضي من قبل المديرين لإتمام عمليات التكامل وبين الأداء المالي للشركات، بحيث إنعكس هذا الأمر سلباً على القرارات المتخذة من قبل المستثمرين، وكذلك قدرتهم على تقييم هذه العمليات بكفاءة وفعالية، وهذا من خلال قيام الشركات المعنية بعملية الإفصاح عن مؤشرات الأداء المالي وكذلك التغيرات التي حدثت في السابق من خلال التقارير والقوائم المالية المنشورة.

2. الدراسات الأجنبية

دراسة (Faccio, McConnell, & Stolin, 2006)، بعنوان "Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets"، وهي منشورة على شكل مقال في Journal of Financial and Quantitative Analysis، هدفت هذه الدراسة إلى فحص العوائد الغير إعتيادية خلال فترة إعلان مستحوي الشركات المدرجة ومستحوي الشركات الغير مدرجة في 17 دولة من أوروبا الغربية خلال الفترة الممتدة من 1996 إلى 2001، ولقد أظهرت النتائج حصول المستحويين على الشركات المدرجة على متوسط عائد غير إعتيادي ضئيل، في حين حصل المستحويين على الأهداف الغير مدرجة على متوسط عائد غير إعتيادي كبير، كذلك تم رصد إستمرار تأثير الإدراج بالنسبة للشركات المستهدفة على عوائد أسهم الشركات المقتنية مع مرور الوقت، وعبر البلدان، وكذلك ظلت النتائج على حالها بعد التحكم في طريقة الدفع، وحجم الشركة المستحوذة، و Tobin's Q، بالإضافة إلى التحكم في متغيرات أخرى.

دراسة (Feito Ruiz, Fernández, & Menéndez Requejo, 2014)، بعنوان "Determinants of the acquisition of Listed Versus Unlisted Firms in Defferent Legal and Institutional Environments"، وهي عبارة عن مقال منشور في Applied Economics، هدفت هذه الدراسة إلى تحليل محددات قرار الإستحواذ على الشركات الغير مدرجة بدلاً من الشركات المدرجة في بيئات مؤسسية وقانونية مختلفة، تم دراسة وتحليل عمليات الاندماج والإستحواذ المعلنة من قبل الشركات الأوروبية المدرجة في 19 دولة، والتي إستهدفت شركات مدرجة وغير مدرجة من جميع أنحاء العالم خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2007، أظهرت النتائج كسب مساهمي الشركات المستحوذة على الشركات الغير مدرجة بشكل أكبر من كسب مساهمي الشركات المستهدفة لشركات مدرجة بنسبة كبيرة، كما خلصت الدراسة إلى أن الإنتهازية الإدارية هي العامل الرئيسي وراء إستهداف شركات مدرجة، خاصة في البلدان التي تتوفر

على حماية قليلة للمساهمين، بينما يُعد عدم تناسق المعلومات أحد أهم المحددات التي تشجع على إستهداف شركات غير مدرجة.

دراسة (Farinós Viñas, Herrero, & Latorre Guillem, 2017) ، بعنوان " **The Decision to Acquire Listed vs Unlisted Firms : Determinants and Value Effects in the Spanish Stock Market**"، مقال منشور في Revista de Economia Aplicada، من بين أهداف هذه الدراسة البحث في محددات قرار الإستحواذ على شركات مدرجة مقابل الشركات الغير مدرجة، وهذا من خلال فحص خلق القيمة للمساهمين في الشركات المقتنية، حيث تم إجراء إختبارات أحادية ومتعددة المتغيرات بغرض التحكم في مجموعة متنوعة من خصائص الصفقات ومقدمي العروض والشركات المستهدفة لعينة تشمل 261 صفقة إستحواذ في إسبانيا، أظهرت النتائج أن مساهمي الشركات المقتنية يحققون مكاسب بغض النظر عن خصائص الصفقة أو خصائص مقدمي العروض أو خصائص الشركات المستهدفة، ومع ذلك فإن المستحوزون على الأهداف المدرجة يحققون مكاسب أقل.

دراسة (Jallow, Masazing, & Basit, 2017)، بعنوان " **The effects of Mergers & Aquisitions on Financial Performance : Case Study of UK Companies**"، وهي عبارة عن مقال منشور في International Journal of Accounting & Business Management، تمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في فحص تأثير عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات في المملكة المتحدة، حيث تم إختيار عينة مكونة من 40 شركة مدرجة في بورصة لندن، والتي شهدت عمليات إندماج أو إستحواذ خلال سنة 2011، تم إجراء مقارنة بين النسب المالية لمدة خمس سنوات قبل الإندماج والإستحواذ وخمس سنوات بعد هذه العمليات، تمثلت المتغيرات التابعة في كل من العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، هامش صافي الربح، بالإضافة إلى ربحية السهم، تم إستخدام الإحصاء الوصفي وإختبار t لعينتين مرتبطتين، وأظهرت النتائج أن المتغيرات مرتبطة إيجابياً مع عمليات الإندماج والإستحواذ، في حين وُجد أن لهذه العمليات تأثير سلبي كبير على كل من العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، وتأثير إيجابي على ربحية السهم.

دراسة (Mateev, 2017)، بعنوان " **Is the M&A Announcement Effect Different Across Europe? More Evidences from Continental Europe and the UK**"، عبارة عن مقال منشور في Research in International Business and Finance، هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في تأثير إعلانات

الإندماج والإستحواذ على عوائد أسهم مساهمي الشركات المقتنية الموجودة في كل من أوروبا، حيث تم استخدام عينة مكونة من 2823 عملية إندماج وإستحواذ تم الإعلان عنها خلال الفترة من 2002 إلى 2010، تم تقسيم العينة إلى عيتين، الأولى تشمل أوروبا القارية، والعينة الأخرى تشمل المملكة المتحدة، إتمد التحليل على خصائص هذه الصفقات، طريقة الدفع، النطاق الجغرافي، بالإضافة إلى حالة إدراج الشركات المستهدفة وعوامل أخرى، خلصت الدراسة إلى عدم وجود إختلافات كبيرة بين الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ على المدى القصير في كل من أوروبا القارية والمملكة المتحدة، إلا أنه تم ملاحظة تباين كبير في تأثير ثروة المساهمين عبر السوقين عندما يتم أخذ خصائص الصفقات في الإعتبار، فعندما تم أخذ حالة إدراج الشركات المستهدفة في الإعتبار، تم التوصل إلى أن مساهمي الشركات المستهدفة لشركات غير مدرجة قد حققوا عوائد غير إعتيادية ذات مدلول إحصائي موجبة، بينما مساهمي الشركات المستهدفة لشركات مدرجة فقد حققوا عوائد غير إعتيادية ذات مدلول إحصائي سالبة، هذا على مستوى عينة المملكة المتحدة، أما على مستوى عينة أوروبا القارية فلم يكن هناك أي تأثير للإدراج بالنسبة للشركات المستهدفة على عوائد الأسهم.

دراسة (Müller Bosse & Denis Bouzzine, 2019)، بعنوان "The Impact of M&A Announcement on Stock Prices of the Bidding Firm - Event Study based on German and US Listed Firms"، مقال منشور في Management Studies، إستهدفت هذه الدراسة التجريبية مسألة تأثير الإعلان عن الإندماج والإستحواذ على أسعار أسهم الشركات المقتنية، حيث تم قياس العوائد الغير إعتيادية عند تواريخ الإعلان عن هذه الصفقات بإستخدام كل من نموذج السوق ونموذج Fama & French ثلاثي العوامل على عينة مكونة من 60 شركة، بواقع 30 شركة من السوق الأمريكي، و30 شركة من السوق الألماني، خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى 2017، تم إستخدام كل من الإختبارات البراميترية والغير براميترية لإختبار المتانة، وكشفت النتائج أن مساهمي الشركات الألمانية قد حققوا عوائد غير إعتيادية إيجابية، بينما حقق مساهمي الشركات الأمريكية عوائد غير إعتيادية سالبة.

دراسة (Rafaqat, Rafaqat, Rafaqat, & Rafaqat, 2021)، بعنوان "The Impact of Merger and Acquisition on the Profitability of Medium Sized Technology Companies Listed on New York Stock Exchange"، مقال منشور في Journal of Academic Finance، إستهدفت هذه الدراسة التعرف على تأثير الإندماج والإستحواذ على ربحية الشركات التكنولوجية متوسطة الحجم المدرجة في بورصة نيويورك خلال الفترة الممتدة من 2003 إلى 2020، حيث تم إستخدام إختبار t لعينة مستقلة



على نسب الربحية المتمثلة في العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، بالإضافة إلى ربحية السهم، أشارت النتائج إلى أن هناك إرتفاع في نسبة ربحية السهم، بينما كان هناك تدهور في قيمة كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

الفصل الأول

الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ، نشاطها
وآلياتها

تمهيد:

يتمس الوقت الحالي منذ مطلع الألفية الثالثة بالتطور التكنولوجي الكبير والتغيرات السريعة في بيئة الأعمال، حيث تبرز عمليات الإندماج والإستحواذ كخطوة إستراتيجية حاسمة تهدف لتحسين الكفاءة وزيادة الربح والقدرة التنافسية، إذ يتسع نطاق هذه العمليات ليشمل كل القطاعات والصناعات بما في ذلك التصنيع والتكنولوجيا والخدمات المالية وغيرها، وتحمل هذه العمليات فرصاً كبيرة لتحقيق وفورات في التكاليف، إستغلال الخبرات المتبادلة، بالإضافة إلى توسيع قاعدة الأعمال، كما تختلف الدوافع التي تجعل الشركات تُقدم على تبني هذه الإستراتيجيات من شركة إلى أخرى، ومن حقبة زمنية إلى أخرى، كذلك يعتبر تجسيد هاته العمليات على أرض الواقع أمراً معقداً، حيث يمر تنفيذها بعدة مراحل متكاملة إبتداءً من مرحلة إتخاذ القرار بالإندماج والإستحواذ، وإنهاءً بالعمل كوحدة واحدة.

إن عمليات الإندماج والإستحواذ ليست كغيرها من الإستراتيجيات التوسعية الأخرى، فهي تعتبر أكثر جاذبية بالنسبة للشركات لكونها تقلص الوقت والجهد لبلوغ نفس الأهداف مقارنة بإستعمال إستراتيجيات أخرى، لكن الوجه الآخر لهاته الصفقات يتمثل في درجة تعقيد تنفيذها والمخاطر المختلفة التي ترافق هذه العمليات على المديين القريب والبعيد، ولإلمام بما سبق سيتم تقسيم مباحث هذا الفصل على النحو التالي:

- ❖ المبحث الأول: ماهية الإندماج والإستحواذ.
- ❖ المبحث الثاني: نشاط ودوافع عمليات الإندماج والإستحواذ.
- ❖ المبحث الثالث: آليات عمليات الإندماج والإستحواذ.

المبحث الأول: ماهية عمليات الإندماج والإستحواذ

يستعمل مصطلح الإندماج والإستحواذ كثيراً بهذا الشكل المقترن في كثير من الأدبيات بمختلف اللغات، فيتبادر للأذهان للوهلة الأولى أنه مصطلح يدل على مفهوم واحد، خاصة أن كل من الإندماج والإستحواذ يعتبران وسيلة لتوسيع الأعمال من خلال الجمع بين شركتين أو أكثر في شركة واحدة، لكن نجد أن قسم من الباحثين يرون أنه يوجد إختلافات رئيسية بين العمليتين، أما القسم الآخر فيرى أن التمييز بين عمليات الإندماج والإستحواذ أمر بعيد المنال.

المطلب الأول: مفهوم الإندماج والإستحواذ والفرق بينهما

لقد تم في هذا المطلب بسط مجموعة من تعاريف الإندماج والإستحواذ وإستخلاص الفروق الجوهرية بين العمليتين.

أولاً: مفهوم الإندماج

من الناحية القانونية يعرف الإندماج بأنه المزج أو الضم، ويتحقق بصورتين، تتمثل الأولى في الإندماج عن طريق المزج، وتتحقق عندما تندمج شركتان أو أكثر بحيث يؤدي ذلك إلى إنقضاء جميع الشركات المندمجة ونشوء شركة ذات كيان جديد تحل محل الشركات المندمجة في الحقوق والإلتزامات، أما الصورة الثانية فتتمثل في الإندماج عن طريق الضم، و تتحقق عندما تندمج شركة ما في شركة أخرى قائمة، بحيث يترتب على الشركة المندمجة الإنقضاء والزوال وتبقى الشركة الدامجة قائمة (محمد نجم، 2012، صفحة 173)، أما من الناحية التجارية والإقتصادية فإنه يمثل عملية إنتقال جميع حقوق والإلتزامات الشركة المنقضية إلى الشركة الدامجة، بحيث يتم توحيد الأصول والخصوم في كيان واحد.

ويقصد به كذلك "قيام أكثر من شركة بالإتفاق على بقاء وإستمرار شركة واحدة فقط، مع إنتهاء باقي الشركات المندمجة وذوبانها في شخصية الشركة الباقية، من خلال نقل صافي أصولها وخصومها إليها، وعادة تسمى الشركة الباقية الدامجة، وتسمى الشركة الفانية بالشركة المندمجة، وتعمل هذه الأخيرة بعد الإندماج كأقسام أو فروع أو وحدات تابعة تماماً للشركة الباقية أو الدامجة" (زهار و بن منصور، 2019، صفحة 29).

كما يعني الإندماج ذوبان شركتين أو أكثر من نفس الحجم تقريباً وإنصهارهما في كيان واحد جديد يحمل في الغالب مزيج من إسميهما، كإندماج الشركة A مع الشركة B لتكوين شركة AB، ويضاف تسمية إندماج المتكافئين أو المتماثلين لهذا النوع من الصفقات للدلالة على عملية التآزر المنشودة من وراء هذه الصفقات.

من خلال التعاريف السابقة نستخلص ما يلي:

- ✓ تتم عملية الإندماج إما عن طريق المزج أو الضم.
- ✓ إختفاء كلي للشركات المندمجة.
- ✓ إنتقال الذمم المالية من الشركات المنقضية إلى الشركة الجديدة.
- ✓ تتم عملية الإندماج في الغالب عن طريق التوافق والتراضي بين الأطراف.
- ✓ ينتج عن الإندماج عادةً تكوين شركة جديدة بإسم جديد يكون على الأغلب مزيج من إسمي الشركتين الأصليتين، وعلامة تجارية جديدة.

ثانياً: مفهوم الإستحواذ

يعرف الإستحواذ على أنه قيام شركة ما بشراء كل أو معظم أسهم أو أصول شركة أخرى دون أن يؤدي ذلك إلى فقدان الشركة المستحوذ عليها لكيانها القانوني، وقد تكون عملية الإستحواذ بشكل ودي عن طريق التفاوض مع مساهمين الشركة المستحوذ عليها، أو بشكل عدائي عن طريق شراء أسهم الشركة المستهدفة بصورة قسرية دون موافقة مجلس إدارته (عزمي وصفي، 2019، صفحة 6).

كما يعرف أيضاً على أنه قيام شركة ما بشراء كل أو جزء من أسهم شركة أخرى مع إحتفاظ هذه الشركة بكيانها القانوني وشخصيتها المعنوية، وقد يتم هذا الإستحواذ عن طريق نقل ملكية صافي أصول الشركة التابعة بمقابل نقدي أو أسهم أو خليط منهما (هاني رمزي، 2021، صفحة 262).

كما تم تعريف عملية الإستحواذ (التملك، الإقتناء) على أنها إقدام شركة على شراء شركة أخرى وإحتوائها بالكامل، وفي العادة ما تحدث هذه العملية بين شركات متفاوتة في الحجم (جيلالي، 2014، صفحة 370).

الفصل الأول: الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ، نشاطها وآلياتها

من التعاريف السابقة نستخلص مايلي:

- ✓ يعتبر الإستحواذ عملية شراء للأسهم أو الأصول.
- ✓ بعد عملية الإستحواذ تحتفظ الشركات بشخصيتها المعنوية وكيانها القانوني.
- ✓ غالباً ما تستحوذ الشركات الكبيرة على الشركات الأقل منها حجماً.

ثالثاً: الفرق بين الإندماج والإستحواذ

على الرغم من أوجه التشابه الكثيرة بين إستراتيجيتي الإندماج والإستحواذ فيما يخص النمو ومحاولة الإستفادة من التكامل، وكذلك التغيير في هيكل الملكية وتقوية التواجد في السوق، إلا أن هنالك بعض أوجه الإختلاف الرئيسية التي تميز بين العمليتين والتي نذكرها فيما يلي:

الجدول رقم(1): أوجه الإختلاف بين الإندماج والإستحواذ

الإستحواذ	الإندماج	أساس المقارنة
عبارة عن سيطرة شركة ما على شركة أخرى من خلال الحصول على جزء أو معظم حصص ملكيتها.	عبارة عن تفضيل شركتين أو أكثر الزوال ومواصلة العمل ككيان واحد بدلاً من العمل بشكل متفرق.	التعريف
بقاء الكيان القانوني للشركة المستحوذة والشركة المستهدفة.	زوال الكيان القانوني للشركات المندمجة، وإنشاء كيان قانوني جديد	الكيان القانوني (الشخصية المعنوية)
تتولى الشركة المستحوذة مسؤولية الإدارة المطلقة.	مشتركة بين الشركات المندمجة	السلطة
بقاء الإسم التجاري للشركة المستهدفة على حاله، ولكن ينطوي تحت إسم الشركة المستحوذة.	يبرز إسم تجاري جديد يكون في العادة مزيج من أسماء الشركات المندمجة.	الإسم التجاري
غالباً ما تستحوذ الشركات الأكبر حجماً على شركات أصغر منها.	يتم بين شركات متماثلة في الحجم.	حجم الشركات المعنوية
يتم الإستحواذ غالباً بصورة عدائية، أي ضد رغبة وموافقة مجلس إدارة الشركة المستهدفة.	يكون الإندماج عادة بصورة ودية، ويتم التخطيط للعملية بالتعاون بين إدارة الشركات المندمجة.	طريقة التفاوض
طرق الدفع متنوعة، دفع نقدي، أو تبادل أسهم، أو إستخدام مزيج بينهما.	عادة ما يكون الدفع من خلال الحصول على حصة من الأسهم في الشركة الجديدة.	المقابل الممنوح

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مجموعة من المراجع

المطلب الثاني: أنواع الإندماج والإستحواذ

تتعدد أنواع وأشكال عمليات الإندماج والإستحواذ تبعاً لتعدد معايير التصنيف المعتمدة، نذكر أهمها فيما يلي:

أولاً: عمليات الإندماج والإستحواذ من الناحية الإقتصادية

1. عمليات الإندماج والإستحواذ الأفقية:

ويقصد بها عمليات الإندماج والإستحواذ التي تتم بين شركتين أو أكثر تعملان وتنافسان في نفس المجال، بغرض الإستفادة من إقتصاديات الحجم، وخفض التكاليف وتعزيز القوة السوقية، ويخلق هذا النوع قوى إحتكارية للشركة الدامجة أو المستحوذة، فالحكومات تقوم في العادة بالإشراف على تنظيم عمليات الإندماج والإستحواذ الأفقية لما لها من تأثيرات سلبية محتملة على المنافسة في سوق معين (زهارة و بن منصور، 2019، صفحة 30).

وأقرب أمثلة عن ذلك نذكر عملية الإندماج بين شركتي تصنيع السيارات Fiat و Chrysler والذي تمت سنة 2014، بحيث سمحت هذه الصفقة من زيادة القدرة التنافسية للشركة الجديدة في صناعة السيارات، وكذلك نذكر عملية إستحواذ شركة Facebook على WhatsApp سنة 2014، الأمر الذي مكن شركة Facebook من تعزيز واجهتها في مجال التواصل الإجتماعي.

2. عمليات الإندماج والإستحواذ العمودية:

وتتم بين شركات عاملة في مراحل مختلفة على نفس خط الإنتاج (البربار، 2017، صفحة 94)، وتشمل شركات متكاملة ومتراصة من حيث أنشطتها الإنتاجية والتي تعتمد في إنتاجها على بعضها البعض لتحقيق العلاقة مورد - مستهلك، وهذا بغرض تأمين الموارد وكذلك السيطرة على توزيع المنتجات (زهارة و بن منصور، 2019، صفحة 30).

ومن أمثلة عن ذلك، عملية الإندماج بين شركتي النفط Exxon و Mobil والتي تمت سنة 1999، بحيث تشكل عنها شركة ExxonMobil إحدى أكبر شركات النفط في العالم، والتي تجمع بين عمليات إستخراج النفط وتكريره، كذلك إستحواذ شركة Comcast على شركة NBCUniversal في سنة 2011، هذه العملية جمعت بين شركة البث والتوزيع مع شركة إنتاج الوسائط بهدف توفير محتوى إعلامي متكامل.

3. عمليات الإندماج والإستحواذ المتنوعة:

وتجمع بين شركتين أو أكثر من قطاعات أو صناعات مختلفة (محمود فؤاد، 2018، صفحة 40)، تهدف هذه العمليات إلى تحقيق تنوع في محفظة الأعمال للشركة الدامجة أو المستحوذة، وزيادة فرص توسعها، وكذلك تقليل المخاطر المرتبطة بالإعتماد على صناعة واحدة.

ثانياً: عمليات الإندماج والإستحواذ من ناحية التوزيع الجغرافي

1. عمليات الإندماج والإستحواذ داخل حدود الدولة الواحدة:

وتتم بين شركتين أو أكثر داخل حدود نفس الدولة، وتهدف هذه العمليات لتعزيز القدرات التنافسية للشركات المحلية وزيادة قدرتها على مواجهة المنافسة الخارجية.

2. عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود:

خلال عمليات الإندماج عبر الحدود، يتم تجميع ممتلكات وعمليات شركتين ينتميان إلى إقتصادات مختلفة لتأسيس كيان قانوني جديد، حيث تختفي الشركة المستهدفة عن الوجود ككيان منفصل، ويمكن تنفيذ الصفقة من خلال تبادل الأسهم أو الأصول، فغالباً ما تتطلب عمليات الإندماج عبر الحدود موافقة كل من مساهمي الشركة المقتنية والشركة المستهدفة، وتحمل الشركة المقتنية جميع أصول والتزامات الشركة المستهدفة، بالمقابل خلال عمليات الإستحواذ العابرة للحدود، فعملية السيطرة على الأصول والعمليات تنتقل من الشركة المحلية إلى الشركة الأجنبية (Chen & Findlay, 2002, p. 03).

على المستوى الأساسي، تعتبر عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود أداة للتوسع الدولي، يقود هذا التوسع عمليات الشركة إلى إستكشاف أسواق جغرافية جديدة كلياً، تختلف عن أي إستراتيجية تنويع منتجات تقليدية، إذ توفر هذه العمليات فرص للشركة المقتنية لإكتساب معارف جديدة، إكتساب ميزة تنافسية أو الحفاظ عليها، بالإضافة إلى دعم قدراتها الإبتكارية والإنتاجية (A. Hitt & Pisano, 2003, p.

134).

ثالثاً: عمليات الإندماج والإستحواذ من حيث الرغبة

1. عمليات الإندماج والإستحواذ الطوعية (الودية):

وتشير إلى تلك العمليات التي تحدث بالتعاون المشترك والموافقة المتبادلة بين مجالس إدارات الشركات المشاركة (زهار و بن منصور، 2019، صفحة 30)، ويندرج تحت هذا النوع أغلب عمليات الإندماج كونها تتم بشكل تعاوني، بالإضافة إلى وجود رغبة من الطرفين على العمل معاً، أما عمليات الإستحواذ فتتم بصورة ودية وبموافقة مجالس إدارات الشركات المستهدفة في حالات نادرة، منها رغبة الشركات المتعثرة على أن يتم الإستحواذ عليها لإنقاذها من الإفلاس، أو وعد مجالس إدارة الشركات المستحوذة نظيراتها في الشركات المستهدفة بالمشاركة في الإدارة بعد إتمام الصفقة.

2. عمليات الإستحواذ العدائية:

ويحدث هذا النوع من العمليات رغم معارضة مجالس إدارة الشركات المستهدفة (الدباس، 2012، صفحة 524)، ويندرج تحت هذا النوع غالبية عمليات الإستحواذ، بحيث تتفاوض في الغالب الشركات المستحوذة بشكل مباشر مع مساهمي الشركات المستهدفة وإغرائهم للتخلي عن أسهمهم مقابل مبلغ نقدي، ودون إستشارة مجالس إدارة هذه الشركات وأخذ موافقتها (شعابنية، 2022، صفحة 1102).

3. عمليات الإندماج والإستحواذ الجبرية (القسرية):

ويحدث هذا النوع عن طريق السلطات الحكومية في الحالات الإستثنائية، كالأزمات، أو لتنقية الإقتصاد الوطني من الشركات المتعثرة والتي توشك على الإفلاس بالإندماج مع شركات ناجحة، ولكي يتم إقناع الشركات الدامجة أو المستحوذة لا بد لها من الإستفادة من حوافز ومزايا تقدمها الدولة مثل الإعفاءات الضريبية، والقروض المساعدة لإعادة هيكلة هذه الشركات (الدغيثر، 2021، الصفحات 25-26).

المطلب الثالث: مزايا وعيوب عمليات الإندماج والإستحواذ

إن عمليات الإندماج والإستحواذ لا تتم فعلاً على أرض الواقع إلا إذا كان يُرجى منها فوائد معينة لجميع أو معظم الأطراف المنخرطة في هذه العمليات، وهذا ينطبق كذلك على العمليات التي تتم بشكل عدائي، فرغم تحقيق هذه الصفقات لعدة مزايا، فإنها يمكن أن تحمل في طياتها مجموعة من العيوب.

أولاً: مزايا عمليات الإندماج والإستحواذ

لعمليات الإندماج والإستحواذ مزايا كثيرة ومتعددة، تتعدد هذه المزايا بتعدد أشكالها والفترات والظروف التي تحدث فيها، يتمثل بعضها في ما يلي:

1. بالنسبة للشركة المستهدفة

يستفيد الطرف البائع والمستهدف من وراء صفقات الإندماج والإستحواذ من مجموعة من المزايا، سواءً تمثل هذا الطرف في مجلس الإدارة، أو في المساهمين الذين يُعتبرون مُلاكاً للشركة، وتتمثل أهم تلك المزايا في ما يلي:

- ✓ في العادة يحصل البائعون أو الطرف المندمج أو الذي تم الإستحواذ عليه على الكثير من الأموال، أو في بعض الحالات يتم الحصول على أسهم في الشركات الدامجة أو المستحوذة، بحيث تكون تلك الأسهم ذات قيمة أعلى من قيمة أسهمهم القديمة.
- ✓ فقدان المسؤولية القانونية والأخلاقية عن ديون والتزامات الشركة، والتي تكون في بعض الحالات كبيرة جداً نتيجة لتراكمها وعدم القدرة على تسديدها.
- ✓ فقدان المسؤولية الإدارية المستمرة عن فشل المشاريع التي تم تنفيذها في السابق.

2. بالنسبة للشركة المقتنية

تستفيد الشركة المقتنية من مجموعة من المزايا نذكر أهمها في ما يلي:

- ✓ تحصل على أصول الشركة المستهدفة والتنظيم الموجودين بالفعل، وإمكانية الإستفادة من ذلك يكون بشكل فوري.
- ✓ الحصول على فرصة إدارة الشركة المستهدفة بطريقة أفضل من الإدارة السابقة.

✓ الحصول على فرصة للإستغلال الأمثل من وراء دمج مختلف الموارد المالية والبشرية والتقنية وكذلك قاعدتي الزبائن للشركتين.

3. بالنسبة للمجتمع ككل

يستفيد المجتمع من وراء إبرام صفقات الإندماج والإستحواذ بين الشركات المختلفة إلى مزايا نذكر أهمها في ما يلي:

- ✓ عند نجاح صفقات الإندماج والإستحواذ في تحقيق أهدافها، فإن ذلك بإمكانه أن يعود بالفائدة على المجتمع من خلال زيادة جودة المنتجات والخدمات المقدمة وبأسعار أقل للمستهلكين.
- ✓ المساهمة في تخفيض معدل البطالة من خلال تشغيل المزيد من اليد العاملة بفعل الزيادة في الإنتاجية بعد إبرام هذه الصفقات.
- ✓ إستكمال المشاريع التي كان من الممكن التخلي عنها من قبل الشركات قبل إبرام صفقات الإندماج والإستحواذ، وهذا بفعل إمكانية التعثر لعدم القدرة على سداد الديون.

ثانياً: عيوب عمليات الإندماج والإستحواذ

تتمثل أهم عيوب صفقات الإندماج والإستحواذ في ما يلي:

- ✓ عدم التشجيع على الإستثمار في رأس المال البشري التابع للشركة المستهدفة، فغالباً ما يكون هنالك فائض في الموظفين بعد إتمام صفقات الإندماج والإستحواذ، والذي من شأنه أن يخلق فوضى بين الموظفين لعدم معرفة من سيرحل في الأخير، كما أن هناك إحتمال أن تضم قائمة المغادرين موظفين يتمتعون بكفاءة عالية ولا سبيل سوى التضحية بهم، بالإضافة إلى تراجع الولاء بالنسبة للباقيين.
- ✓ مواجهة حالة عدم التأكد، لأنه لا توجد صفقة واحدة من صفقات الإندماج والإستحواذ مضمونة النتائج، فمن خلال الإطلاع على تفاصيل الصفقات التي فشلت تم ملاحظة أنه كان يراهن على نجاحها جميعاً، ولكنها في النهاية فشلت لأسباب لم يكن يُحسب حسابها.
- ✓ قد تؤدي صفقات الإندماج والإستحواذ إلى تقليل حدة المنافسة وزيادة الإحتكار، وهذا من خلال تقليل عدد الشركات التي تنافس في السوق، الأمر الذي يكون له تداعيات سلبية على الإقتصاد ككل.

✓ إقدام الشركات على إبرام صفقات الإندماج والإستحواذ من شأنه أن يؤدي إلى ضياع فرص كان يمكن أن يتم إغتنامها بدل الرهان على هاته الصفقات.

المبحث الثاني: نشاط عمليات الإندماج والإستحواذ

شهدت عمليات الإندماج والإستحواذ نشاطاً متبايناً على الساحة العالمية، إذ تجاوز عدد هذه الصفقات الآلاف سنوياً، مع قيم وصلت إلى مئات الملايير من الدولارات، كما أن توزيعها يختلف حسب المناطق الجغرافية تبعاً لعوامل عدة من بينها التطورات الإقتصادية والتكنولوجية والسياسية وغيرها، كما أن قيم الصفقات تتأثر بحالة الإقتصاد العالمي والتشريعات المالية والضريبية، بالإضافة إلى التطورات السياسية وغير ذلك من العوامل، وبتعبير آخر فإن عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ تتقلب من فترة زمنية إلى أخرى، ومن منطقة إلى أخرى.

المطلب الأول: تاريخ عمليات الإندماج والإستحواذ

يُعتبر الإقتصاديون منذ فترة طويلة أن عمليات الإندماج والإستحواذ تحدث على شكل موجات، بحيث يكون هناك نشاط مكثف للغاية لهذه العمليات خلال تلك الموجات (R.J.Town, 1992, p. S83)، فقد تم التعرف حتى اليوم على سبع موجات، تختلف فيما بينها من حيث النمط والقيمة وعدد الصفقات، فلكل موجة مسببات تؤدي إلى ظهورها وعوامل تؤدي إلى إختفائها.

أولاً: الموجة الأولى (1897-1904)

بدأت موجة الإندماج الأولى في تسعينيات القرن التاسع عشر، وغالباً ما تعرف بإسم موجة الإندماج الكبرى، شهدت تلك الفترة تغييرات جذرية في مجالات التكنولوجيا والإبتكار في مختلف الصناعات التحويلية، بالإضافة إلى التوسع الإقتصادي وإدراج الشركات تحت تشريعات الدولة، ونمو أسواق الأوراق المالية مثل بورصة نيويورك (NYSE)، تتميز هذه الموجة بشكل خاص بإرتفاع مستوى النشاط في الإندماجات الأفقية بين الشركات في نفس الصناعة، الأمر الذي أدى إلى نقشي ظهور الإحتكارات بالرغم من الوجود المسبق لقانون شيرمان لمكافحة الإحتكار الصادر عام 1890، والذي لم يطبق بشكل كاف آنذاك، بالإضافة إلى ذلك ساهم الإفتقار إلى الحماية لرواد الأعمال (أي المسؤولية غير المحدودة)، وزيادة الوصول إلى رأس المال الذي كان بفعل تحسينات بورصة نيويورك في تحفيز رواد الأعمال المتخوفين من المخاطر لبيع أعمالهم، بينما حفزت

رواد الأعمال المحبين للمخاطرة على شراء هذه الأعمال للسيطرة على السوق، كما طغت وسيلة الدفع النقدي على جل هذه المعاملات، ونظراً للسياق التاريخي للإقتصاد الأمريكي من تسعينيات القرن التاسع عشر إلى أوائل القرن العشرين، فإن موجة الإندماج الأولى لم تتجاوز العقد الواحد، حيث إنتهت هذه الموجة فجأة نتيجة لتشديد تنفيذ قانون شيرمان لمكافحة الإحتكار وإدخال لوائح مالية جديدة لحماية رواد الأعمال، بالإضافة إلى إطلاق الشرارة الأولى للحرب العالمية الأولى (Cho & Chung, 2022, pp. 3-4).

ثانياً: الموجة الثانية (1920-1929)

ظهرت الموجة الثانية في أواخر العقد الثاني من القرن العشرين، وإستمرت حتى أواخر العقد الثالث من نفس القرن، تم إعتبار هذه الموجة كتحرك نحو إحتكارات القلة، حيث كان يتقاسم السوق مجموعة قليلة من المنتجين أو البائعين لأنه بنهاية الموجة الأولى لم تعد الصناعات تسيطر عليها شركة كبرى واحدة، وإنما شركتين أو أكثر، فمعظم عمليات الإندماج التي حدثت بين عامي 1920 و 1929 كانت بين الشركات الصغيرة والتي لم تشارك في الإحتكارات التي نشأت خلال الموجة السابقة، بحيث هدفت هذه الشركات من خلال الإندماج إلى تحقيق وفورات الحجم، وزيادة القوة للتنافس مع الشركات المهيمنة في أسواقها (Martynova & Renneboog, 2008, p. 2149)، ويعود ذلك بالدرجة الأولى إلى الإجراءات الرئيسية كتشديد تنفيذ مكافحة الإحتكار السابقة والجديدة، وإنشاء لجنة التجارة الفيدرالية في عام 1914، أما أبرز هذه الإجراءات فيتمثل في حل شركة Standard Oil إلى 34 شركة أصغر بسبب قوانين مكافحة الإحتكار، وبما أن هذه الأخيرة كانت تحظر عمليات الإندماج الأفقية، الأمر الذي دفع الشركات إلى إنتهاج عمليات الإندماج العمودي (Hill, Solomon, & Steven, 2016, p. 18)، خلال هذه الفترة تحولت طريقة الدفع الأساسية للمعاملات من النقد إلى حقوق الملكية، إنتهت هذه الموجة بشكل فجائي مثل سابقتها بعد الإنهيار الذي شهده سوق الأسهم جراء أزمة الكساد العالمي سنة 1929، بحيث توقف نشاط عمليات الإندماج حتى نهاية الحرب العالمية الثانية (Cho & Chung, 2022, p. 4).

ثالثاً: الموجة الثالثة (1960-1973)

إنطلقت الموجة الثالثة في أوائل الستينيات، وإمتدت إلى غاية أزمة النفط 1973، والتي كانت سبباً في إدخال الإقتصاد إلى حالة ركود، إعتبرت هذه الموجة هي الأولى التي يكون لها أثر على أوروبا (Martynova & Renneboog, 2008, p. 2150)، خلال هذه الفترة تم فرض قوانين مكافحة الإحتكار بشكل صارم نظراً

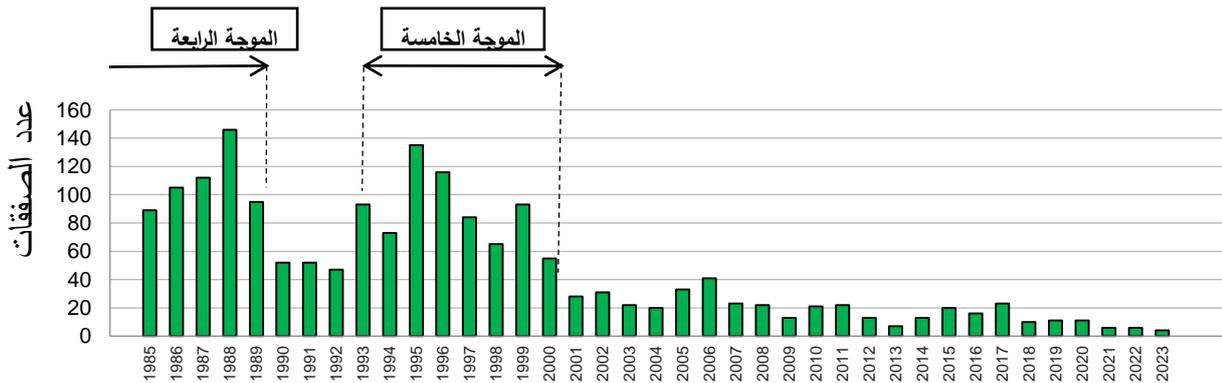
لإرتفاع عدائية الحكومة والمشاعر السلبية في السوق اتجاه الموثوقية والإحتكارات، مما اضطر أنشطة عمليات الإندماج إلى التطور والتحول في اتجاه جديد في هذا المجال في تباين واضح عن الموجتين السابقتين، حيث كانت الإندماجات تشمل غالباً الشركات في نفس الصناعة فبدأت الموجة الثالثة بتوحيد شركات غير ذات صلة، خلال هذه الفترة إستخدمت الشركات عمليات الإندماج كأداة لتنويع محافظها للحد من التعرض للمخاطر التي تفرضها الصناعة، مما أسفر في النهاية عن ظهور تكتلات ضخمة، وتحديداً كانت الشركات ذات التقلبات الكبيرة في تدفق النقد بالإضافة إلى الخصوصية العالية لأصولها أكثر عرضة للإنخراط في عمليات الإندماج والإستحواذ لتقليل المخاطر الخاصة بالشركة، على غرار الموجة الثانية كانت هذه العمليات تتم بشكل رئيسي بإستخدام حقوق الملكية (Cho & Chung, 2022, p. 4).

رابعاً: الموجة الرابعة (1981-1989)

بدأت الموجة الرابعة لعمليات الإندماج والإستحواذ في سنة 1981، حينما تعافى سوق الأسهم من الركود الإقتصادي السابق، كانت هذه الموجة مصاحبة لتغيرات في سياسة مكافحة الإحتكار وإنشاء أدوات الدين وأسواق مالية جديدة (مثل السندات الغير مرغوب فيها)، بالإضافة إلى تحرير قطاع الخدمات المالية إلى جانب التقدم التكنولوجي في صناعة الإلكترونيات، وكان سوق مراقبة الشركات في ذلك الوقت يتميز بعدد لا سابق له من عمليات تصفية الإستثمارات، وعمليات الإستحواذ العدائية، بالإضافة إلى المعاملات الخاصة (Martynova & Renneboog, 2008, pp. 2150-2151)، وهذا كما يوضحه الشكل رقم (1):

الشكل رقم (1): تطور عدد صفقات الإندماج والإستحواذ العدائية في العالم خلال الفترة

(1985-2023)

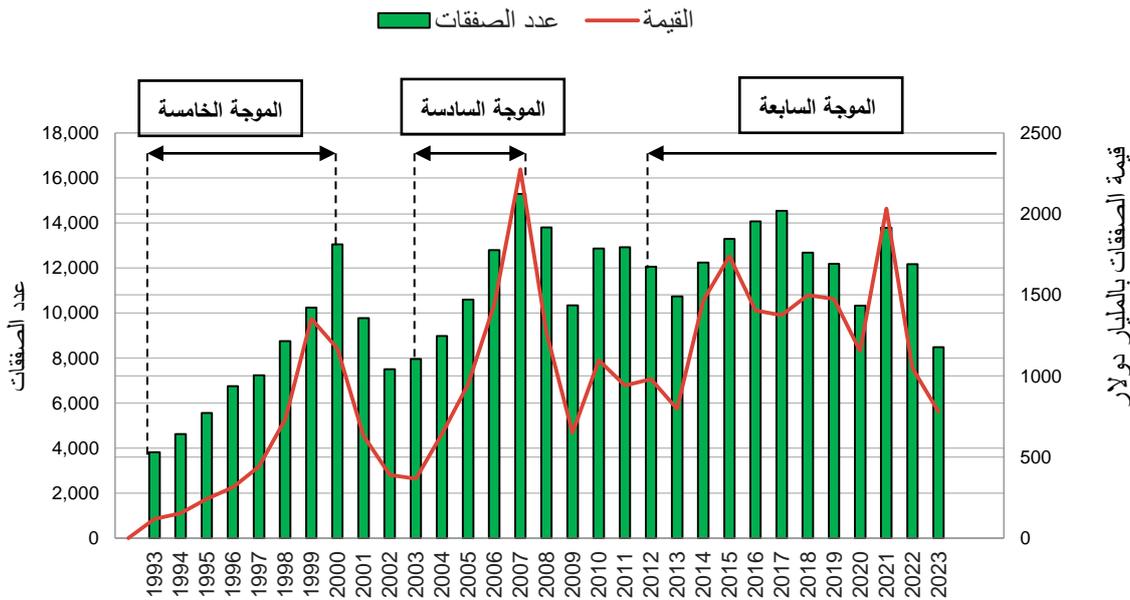


أيضا كانت شركات الأسهم الخاصة أو شركات الإستحواذ بالإستنادة، تستفيد من رأس المال الجديد ورأس مال صناديق التقاعد المجمع لبدأ عروض نقدية عدائية على الشركات التي كان أداؤها ضعيف، وكرد فعل حاولت هذه الشركات الدفاع عن نفسها بعدة آليات، إستمرت هذه الموجة حتى إنهار سوق السندات الغير مرغوب فيها (Hill, Solomon, & Steven, 2016, pp. 22-23).

خامسا: الموجة الخامسة (1993-2000)

تزامنت موجة الإندماج الخامسة مع النمو الإقتصادي والمالي في فترة التسعينيات، حيث كانت العولمة هي المحور الرئيسي للتوسع الإقتصادي السريع في ذلك الوقت، فلم تعد الشركات تتنافس على الصعيد المحلي وحده، بل أصبحت المنافسة تمتد إلى المستوى الدولي، وفي هذا السياق، ليس من المستغرب أن تقوم الشركات بالبحث عن فرص النمو خارج حدود بلادها من خلال عمليات الإستحواذ، وليس هذا الاتجاه مقتصرًا على السوق الأمريكية فحسب، بل كان سائداً أيضا في السوق الأوروبية، وبدأت الأسواق الآسيوية في فتح أبوابها للمشاركة في هذا الإتجاه العالمي، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (2): عدد و قيم صفقات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود خلال الفترة (1993-2023)



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

ومقارنة بالموجة السابقة، شهدت هذه الموجة عدد أقل من العروض العدائية في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية، وبالرغم من ذلك فقد تم إطلاق عدد كبير من عمليات الإستحواذ العدائية في

أوروبا (Martynova & Renneboog, 2008, p. 2152) وهذا ما يوضحه أيضاً الشكل رقم (1) السابق، كذلك شهدت هذه الموجة بخلاف سابقتها مشاركة كبرى الشركات في صفقات إندماج وإستحواذ ضخمة بدافع التوسع والنمو خارج حدودها (Cho & Chung, 2022, p. 5)، إنتهت الموجة الخامسة نتيجة إنفجار فقاعة الدوت كوم¹، وإنهيار سوق الأسهم، بالإضافة إلى قيام المصارف بتشديد المعايير المتعلقة بإصدار الإئتمان (Hill, Solomon, & Steven, 2016, p. 25).

سادسا: الموجة السادسة (2003-2007)

ظهرت موجة الإندماج السادسة بعد حوالي ثلاث سنوات فقط من إنفجار فقاعة الدوت كوم، حيث أجبرت زيادة الإنفتاح الأسواق العالمية بفعل العولمة الشركات للنظر إلى ما هو أبعد من حدودها الوطنية للحصول على ميزة تنافسية وهذا ما يوضحه الشكل رقم (2)، وتعرّز نشاط عمليات الإندماج والإستحواذ أكثر في هذه الفترة بظهور رأس المال العالمي، والتوفر الغير مسبوق للسيولة، وزيادة نشاط صناديق التحوط، بالإضافة إلى الإختلال في توازن المدخّرات العالمية وتوافر الإئتمان الرخيص بسبب تدني مستويات أسعار الفائدة، وقد أدى الإنخفاض في أسعار الفائدة وتوفر السيولة، إلى إرتفاع معدلات الإستدانة وإستبدال حقوق الملكية بالنقد كوسيلة أساسية للدفع خلال المعاملات، بلغ نشاط عمليات الإندماج والإستحواذ ذروته عام 2007، لتنتهي الموجة في منتصف ذلك العام تقريبا تزامناً مع بداية ظهور الأزمة المالية العالمية (Alexandridis, Mavrovitis, & Travlos, 2012, p. 665).

سابعا: الموجة السابعة (2012-الوقت الحاضر)

منذ الخروج من الركود التاريخي الذي عايشه العالم في عام 2009، شهد الإقتصاد الأمريكي إنتعاشاً ملحوظاً، حيث بدأت أسعار الفائدة المنخفضة في الإرتفاع مرة أخرى بالإضافة إلى تدني مستوى البطالة، كما شهدت أسعار الأسهم إرتفاعاً تاريخياً، حيث بدأ نشاط عمليات الإندماج والإستحواذ في الإرتفاع، فمع الزيادة في مستوى الناتج المحلي الإجمالي وكذلك أرباح الشركات (حيث بلغت أعلى مستوياتها على الإطلاق)، مما أدى إلى إمتلاك هذه الأخيرة لمزيد من الأموال لإنفاقها وإعادة إستثمارها في الأعمال، وتعتبر عمليات

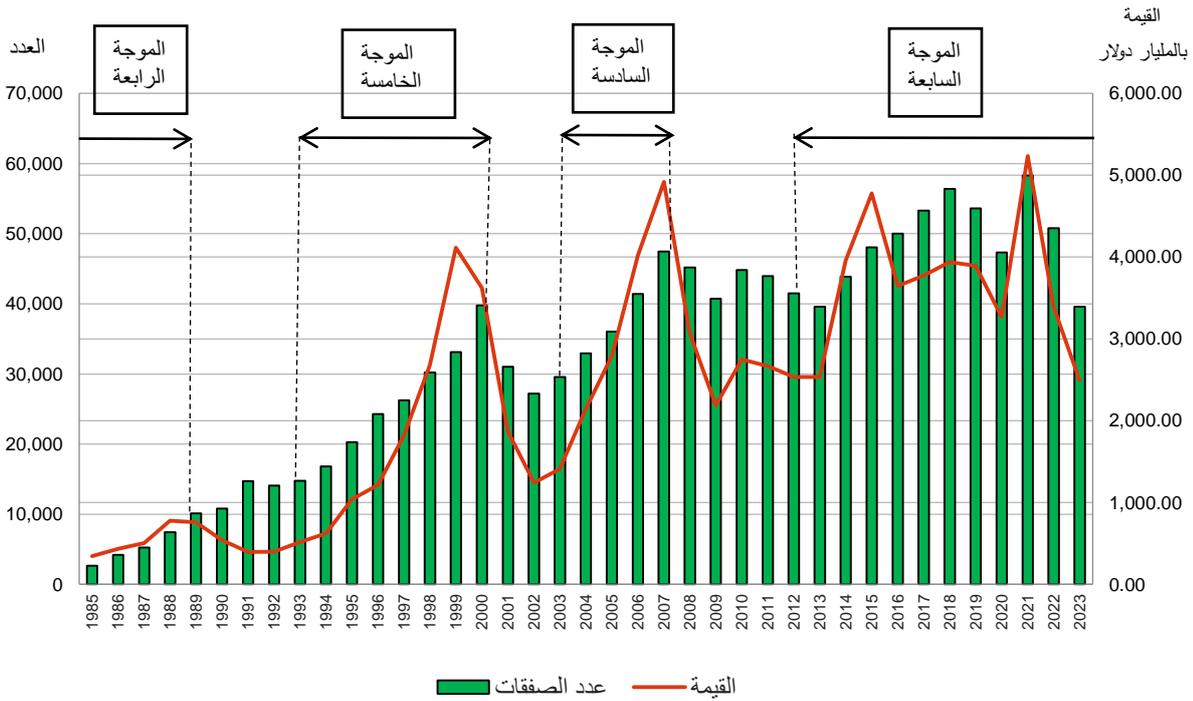
¹ تمثلت فقاعة الدوت كوم في حدوث زيادة هائلة في قيمة الشركات الناشئة التقنية الناشطة عبر الإنترنت، حيث وصلت الى مستويات مفرطة تفوق قدرتها على تحقيق أرباح، مما أدى الى تراجع حاد في قيمة تلك الشركات وتكبد المستثمرين خسائر فادحة.

الفصل الأول: الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ، نشاطها وآلياتها

الإندماج والإستحواذ المقصد الأول لهذه الأموال (CHING, 2019, p. 32)، كما تميزت هذه الموجة بزيادة التوجه إلى الصفقات العابرة للحدود.

في الوقت الراهن وحتى كتابة هذه السطور في نهاية سنة 2023، مازالت الموجة السابعة من عمليات الإندماج والإستحواذ مستمرة، حيث يوضح الشكل رقم (3) التطور التاريخي لعمليات الإندماج والإستحواذ في العالم خلال الفترة الممتدة من سنة 1985 إلى غاية نهاية سنة 2023.

الشكل رقم (3): عدد و قيم صفقات الإندماج والإستحواذ في العالم خلال الفترة (2023-1985)



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

نلاحظ من خلال الشكل رقم (3) أن صفقات الإندماج والإستحواذ وصلت لمستويات قياسية سنة 2015، سواءً من حيث عدد الصفقات المبرمة أو قيمتها، وهذا لأول مرة منذ بلوغها لذروتها سنة 2007، ليستمر عدد الصفقات في الزيادة خلال الثلاث سنوات اللاحقة مع تراجع قليل في قيم تلك الصفقات، ثم شهدت سنة 2020 إنخفاضاً ملحوظاً في عدد وقيم هذه الصفقات جراء تداعيات الأزمة الصحية العالمية، والتمثلة في إنتشار كوفيد-19، لكن مع تعافي العالم من هذا الوباء في سنة 2021، تبعه زيادة سريعة وضخمة في عدد وقيم الصفقات لتبلغ أعلى مستوى لها على الإطلاق، ثم تشهد بعدها تراجعاً كبيراً سنة

الفصل الأول: الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ، نشاطها وآلياتها

2022، وهذا راجع إلى تداعيات الغزو الروسي لأكرانيا، وتأثر عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود جراء هاته الحرب، وهذا ما يمكن ملاحظته من خلال الشكل رقم (2).

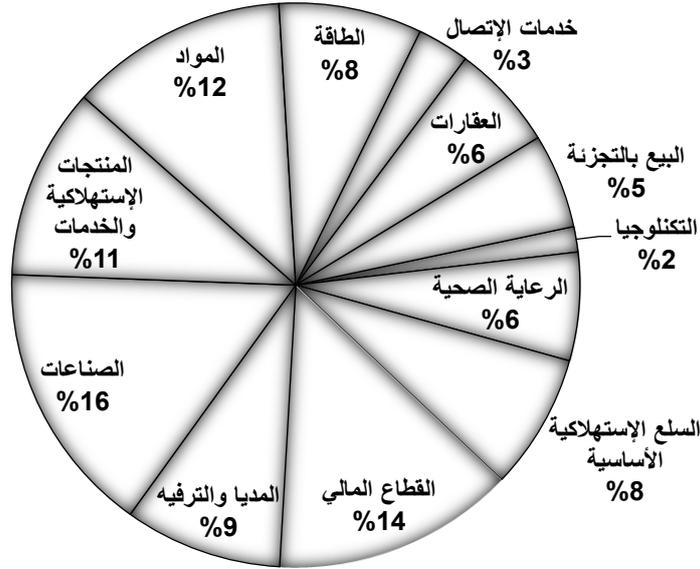
كما تجدر الإشارة أن عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ تختلف من قطاع إلى آخر، حيث أن هنالك قطاعات ساهمت بشكل كبير في نشاط هاته العمليات عبر التاريخ، ولتوضيح ذلك ندرج الجدول والشكلين التاليين:

الجدول رقم(2): عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ حسب القطاع خلال الفترة (1985-2023)

القطاع	عدد الصفقات	قيمة الصفقات بالمليار دولار
التكنولوجيا	11793	870,5000
الرعاية الصحية	50107	5328,751
السلع الإستهلاكية الأساسية	62928	3736,270
القطاع المالي	111468	10806,156
المديا والترفيه	72697	5371,216
الصناعات	126796	5969,910
المنتجات الإستهلاكية والخدمات	88969	2321,946
المواد	100588	6195,903
الطاقة	65978	9075,158
خدمات الإتصال	23957	5591,332
العقارات	49030	4395,672
البيع بالتجزئة	43775	2412,087

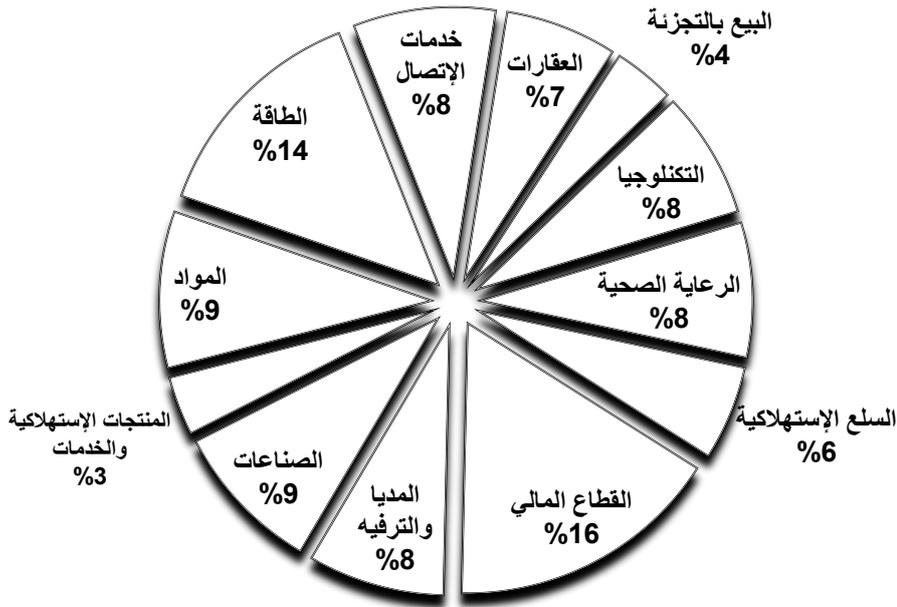
المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

الشكل رقم (4): نسب توزيع عدد صفقات الإدماج والإستحواذ في العالم حسب القطاع خلال الفترة (1985-2023)



المصدر: IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

الشكل رقم (5): نسب توزيع قيم صفقات الإدماج والإستحواذ في العالم حسب القطاع خلال الفترة (1985-2023)



المصدر: IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

من خلال الجدول رقم (2) والشكلين (4) و(5)، نلاحظ أن معظم الصفقات تتركز في قطاع الصناعات بأكثر من 126 ألف معاملة تمت منذ سنة 1985، ثم القطاع المالي وقطاع المواد بأكثر من

111 ألف صفقة، و 100 ألف صفقة على التوالي، أما من حيث قيمة الصفقات المبرمة فإن القطاع المالي يأتي في الصدارة بتحقيقه قرابة 11 ألف مليار دولار، يليه قطاع الطاقة بأكثر من 9 آلاف مليار دولار، ثم قطاعي المواد والصناعات بحوالي 6 آلاف مليار دولار، كما نلاحظ أن القطاعين اللذين شهدا إبرام عدد أقل من صفقات الإندماج والإستحواذ، والمتمثلين في قطاع الخدمات والإتصال وقطاع التكنولوجيا، قد قُدرت قيم تلك الصفقات بـ 5,5 ألف مليار دولار و 5 آلاف مليار دولار على التوالي، أما قطاع المنتجات الإستهلاكية، فبالرغم من أنه شهد إبرام عدد كبير من الصفقات، والذي قُدر بحوالي 89 ألف صفقة، قد تذيّل ترتيب القطاعات من حيث قيمة الصفقات والمقدرة بـ 2,3 ألف مليار دولار.

عند إلقاء نظرة عامة على موجات عمليات الإندماج والإستحواذ، نلاحظ أن لكل موجة ملامحها وظروفها الخاصة، إذ تتشكل كل موجة بواسطة ظروف صناعية وإقتصادية ومالية معينة، كما أن هناك بعض العوامل المشتركة والتي يمكن ملاحظتها عبر معظم الموجات تتمثل في ما يلي:

- ✓ غالباً ما تتأثر موجات الإندماج والإستحواذ بالظروف الإقتصادية الأوسع، حيث يمكن لفترات النمو الإقتصادي والإستقرار أن تخلق بيئة مواتية لعقد الصفقات، حيث تكون الشركات أكثر ثقة بشأن المستقبل.
- ✓ عدم التطبيق الصارم للقوانين ورفع القيود.
- ✓ تزامن ظهور موجات الإندماج والإستحواذ مع إزدهار سوق الأسهم، بينما أدى إنهيار هذه الأخيرة إلى إنتهاء تلك الموجات.
- ✓ العامل المشترك في العديد من الموجات هو توفر رأس المال، فعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، ويكون التمويل متاحاً وبسهولة، تميل الشركات أكثر إلى متابعة عمليات الإندماج والإستحواذ لأن ليس لديها ما تخسره.
- ✓ يمكن للتغيرات في هيكل الصناعة والتكنولوجيا والتغيرات التنظيمية، أن تؤدي إلى موجات الإندماج والإستحواذ، حيث تسعى الشركات إلى التكيف مع اتجاهات الصناعة المتطورة، وتعزيز القدرة التنافسية، والتطلع المستمر إلى تحقيق النمو في المستقبل.
- ✓ ساهم الترابط المتزايد بين الأسواق بفعل العولمة، إلى زيادة توجه الشركات إلى إستهداف عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود.

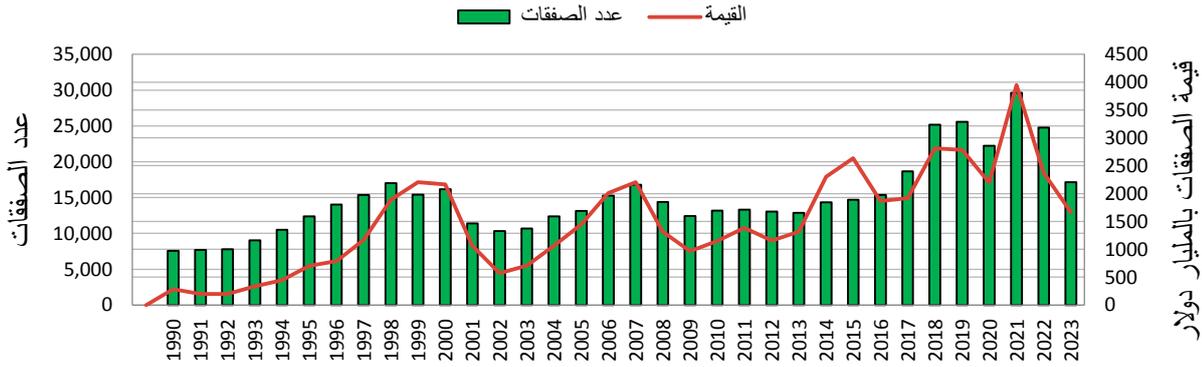
المطلب الثاني: توزيع صفقات الإندماج والإستحواذ

إن معرفة كيفية توزيع صفقات الإندماج والإستحواذ عبر العالم عدداً وقيمةً وشكلاً يعتبر ذو أهمية بالغة جداً، لأن ذلك يعطي رؤية واضحة حول الإقتصاد وديناميات الأعمال¹ في منطقة ومجتمع معينين.

أولاً: صفقات الإندماج والإستحواذ في الأمريكتين

عند الحديث عن منطقة أمريكا الشمالية في أي مجال كان، فإن الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر الممثل الرئيسي لتلك المنطقة، وهذا الأمر ينطبق أيضاً على نشاط عمليات الإندماج والإستحواذ، فلو نظرنا إلى عدد الصفقات المبرمة في قارة أمريكا الشمالية، لوجدنا أن جُل تلك الأرقام يعود لمساهمات الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا بالرغم من أن كندا والمكسيك لهما أيضاً تاريخ مع عمليات الإندماج والإستحواذ، والشكل التالي يوضح نشاط أمريكا الشمالية في ما يخص صفقات الإندماج والإستحواذ:

الشكل رقم (6): تطور عدد و قيم صفقات الإندماج والإستحواذ في أمريكا الشمالية خلال الفترة (1990-2023)



المصدر: IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

نلاحظ من خلال مقارنة الشكل رقم (6) مع الشكل رقم (5)، أن تطور صفقات الإندماج والإستحواذ، سواءً من حيث العدد أو القيم على مستوى أمريكا الشمالية يشبه إلى حد كبير تطورها على مستوى العالم،

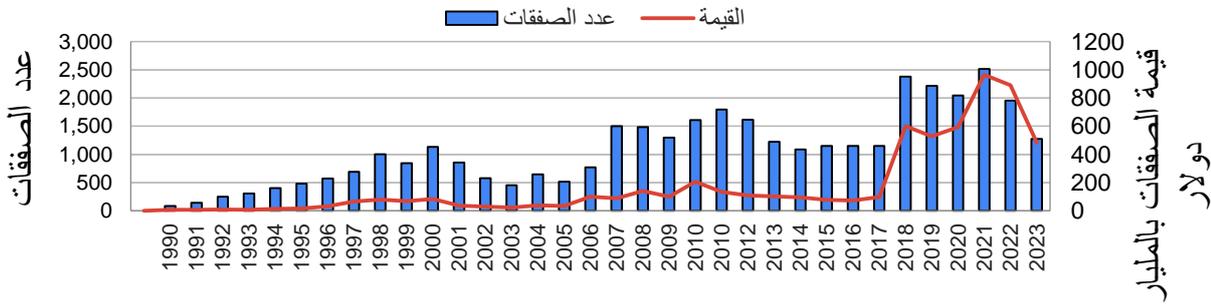
¹ ديناميات الأعمال هي تلك العوامل والعمليات المختلفة التي من شأنها التأثير على أداء الشركات وسلوكها في بيئة الأعمال، مثل الابتكار، المنافسة، ظروف السوق، سلوك المستهلك، العوامل الإقتصادية والسياسية والقانونية، بالإضافة الى العوامل الثقافية والإجتماعية.

الفصل الأول: الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ، نشاطها وآلياتها

وهذا يدل على أن أمريكا الشمالية وبالأخص الولايات المتحدة الأمريكية كانت الطرف الرئيسي والفاعل في ظهور وإختفاء موجات الإندماج والإستحواذ عبر التاريخ.

أما على مستوى أمريكا الجنوبية، فقد شهدت هذه المنطقة تطوراً ملحوظاً في عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ خلال السنوات الأخيرة، حيث أصبحت دول هذه المنطقة أكثر إنفتاحاً على تبني إستراتيجيات الإندماج والإستحواذ للتوسع والنمو، وهذا بفضل العديد من العوامل مثل التغيرات السياسية، ظروف السوق العالمية، بالإضافة إلى التطورات التي حدثت في المجالات التكنولوجية والطاقوية والصناعات الناشئة، ويمكن توضيح نشاط صفقات الإندماج والإستحواذ في أمريكا الجنوبية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (7): تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في أمريكا الجنوبية خلال الفترة (2023-1990)



المصدر: IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

نلاحظ من خلال الشكل رقم (7) أن سنة 2018 تعتبر منعرج حاسم في تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في أمريكا الجنوبية، حيث بلغ عدد الصفقات المبرمة في تلك السنة أكثر من ضعف العدد المُحقق في السنة التي سبقتها، وهو الأمر الذي لم يحدث أبداً في تاريخ هذه المنطقة مع صفقات الإندماج والإستحواذ، أما بخصوص الزيادة في قيم الصفقات المحققة منذ سنة 2018 فقد كانت أكبر بكثير إذا ما قورنت مع الزيادات التي حدثت في عدد تلك الصفقات.

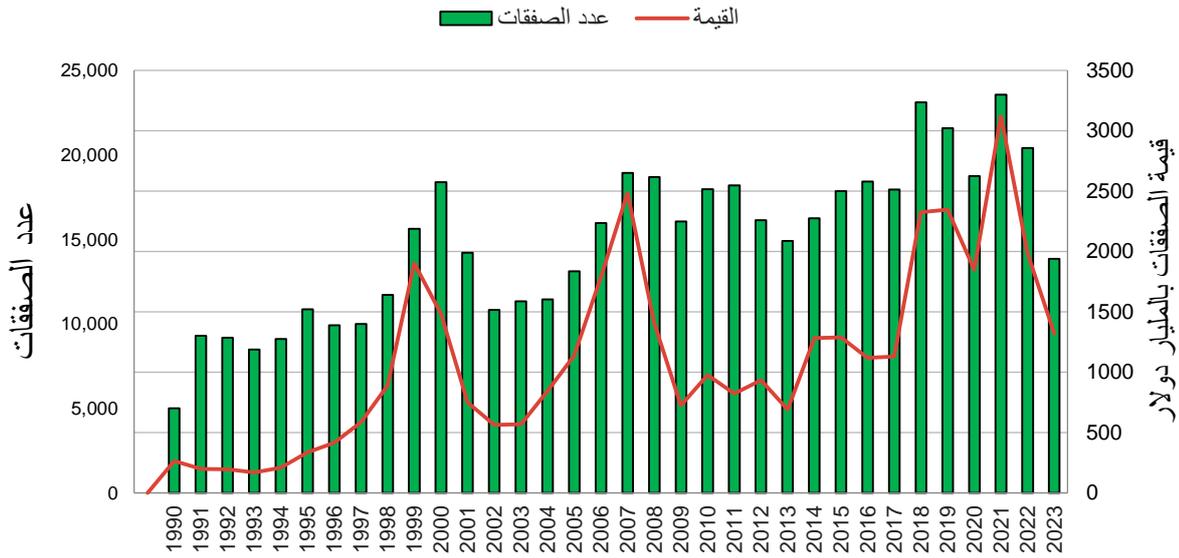
ثانياً: صفقات الإندماج والإستحواذ في أوروبا

لم تتخلل عمليات الإندماج والإستحواذ المعاملات الإقتصادية في الأسواق الأوروبية بنفس الوتيرة، حيث تمتلك المملكة المتحدة خبرة أكبر من البلدان الأوروبية الأخرى في هذا المجال تضاهي تقريباً تلك التي إكتسبتها الولايات المتحدة الأمريكية عبر التاريخ، فبالرغم من أن الإنطلاقة الفعلية لنشاط عمليات الإندماج

الفصل الأول: الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ، نشاطها وآلياتها

والإستحواذ في أوروبا قد كانت بالفعل بعد نهاية الحرب العالمية الثانية¹، إلا أنه قد تواجدت هناك صفقات تتم بصورة متفرقة قبل ذلك بكثير في المملكة المتحدة، بالإضافة إلى ذلك كان نشاط هذه العمليات متزايد بصورة أكبر في المملكة المتحدة، تليها أوروبا الغربية، ثم أوروبا الشرقية، وكل يوضح الشكل التالي تطور صفقات الإندماج والإستحواذ في أوروبا:

الشكل رقم (8): تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في أوروبا خلال الفترة (2023-1990)



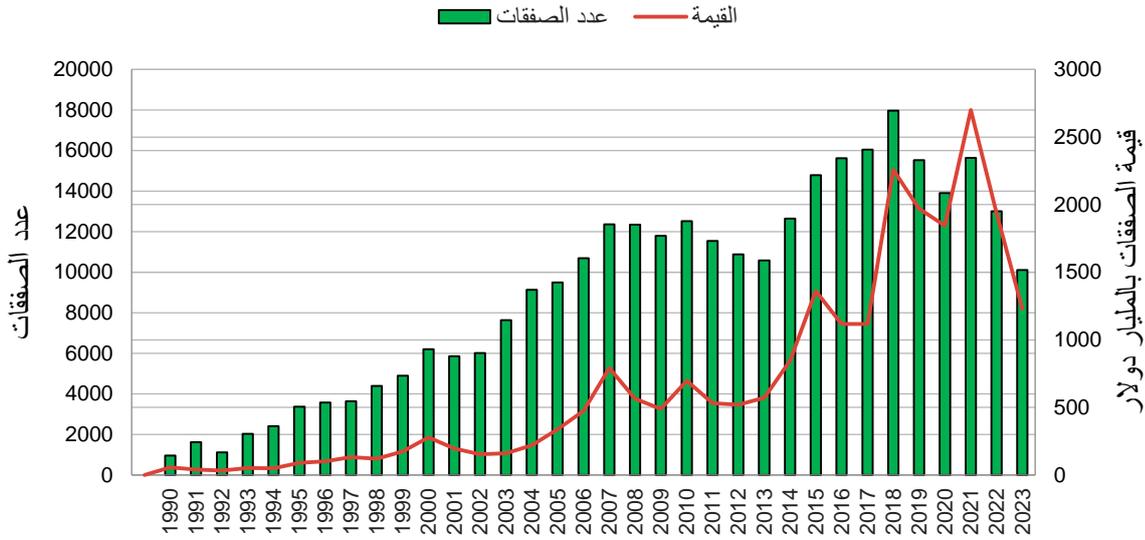
المصدر: IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

ثالثاً: صفقات الإندماج والإستحواذ في آسيا والمحيط الهادي

في تسعينيات القرن الماضي، شهدت أغلب دول آسيا والمحيط الهادي نمواً إقتصادياً كبيراً، الأمر الذي أدى إلى زيادة الإهتمام بالإستثمار في هاته الأسواق، فمع زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى المنطقة، عرفت عمليات الإندماج والإستحواذ نمواً في عدد وقيم تلك الصفقات حتى سنة 2007، ثم توقف هذا النمو إلى غاية سنة 2013، ليعاود بعدها الإنطلاق ليصل سنة 2018 إلى 18000 صفقة، وهو رقم قياسي لم تعهده الأسواق الآسيوية، أما أعلى قيمة تم تحقيقها كان ذلك في سنة 2021، بقيمة تقدر حوالي 2700 مليار دولار، والشكل التالي يوضح ذلك:

¹ حيث كانت سنة 1960 بداية موجة الإندماج والإستحواذ الثالثة على مستوى العالم، والأولى من نوعها في أوروبا.

الشكل رقم (9): تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في آسيا والمحيط الهادئ خلال الفترة (1990-2023)

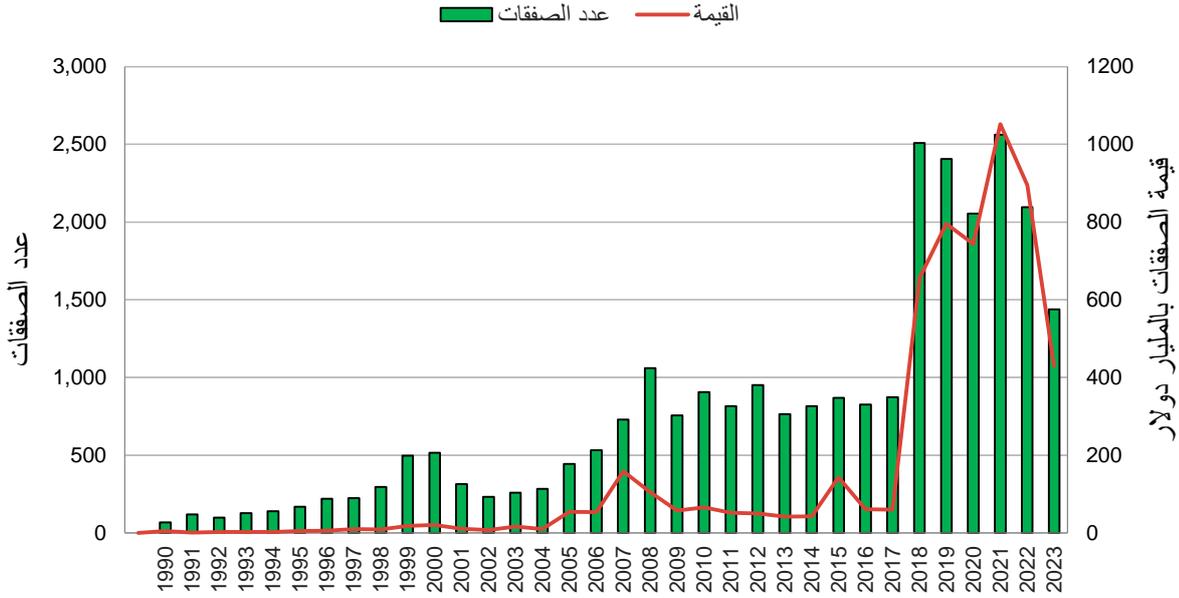


المصدر: IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

رابعاً: صفقات الإندماج والإستحواذ في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

تعتبر منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا منذ عقود طويلة منطقة إستراتيجية للعديد من الشركات الوطنية والعالمية، وهذا لما تمتلكه من موارد طاقوية مثل النفط والغاز، أو الموارد المستخدمة في الصناعات التحويلية والتكنولوجية، فمع التنامي المستمر لنشاط عمليات الإندماج والإستحواذ على مستوى العالم، لم تبقى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بمعزل عن المشاركة في هذا التوجه العالمي، فالنمو الكبير لنشاط هذه العمليات في المنطقة خلال العقدين الأخيرين يعكس مدى التطورات السياسية والإجتماعية، وكذلك التحولات الإقتصادية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، والشكل التالي يوضح التطور الذي شهده نشاط عمليات الإندماج والإستحواذ في هذه المنطقة منذ سنة 1990:

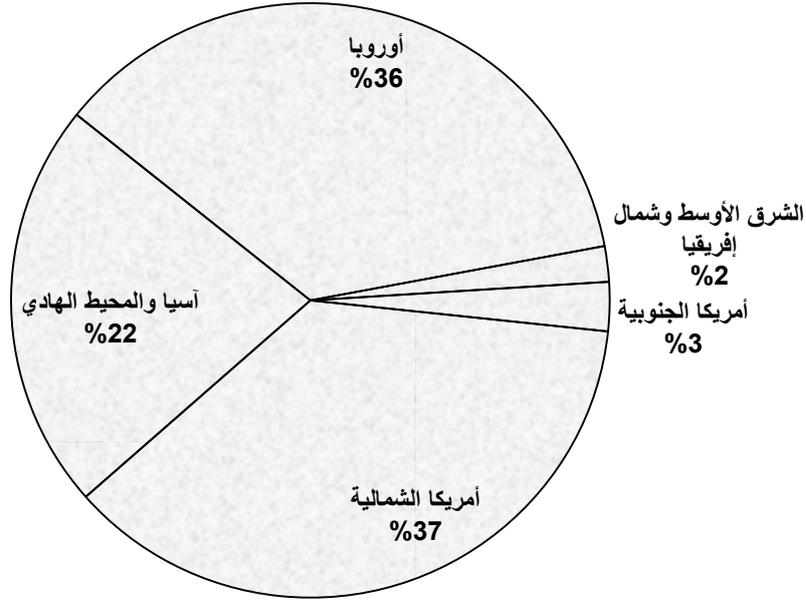
الشكل رقم (10): تطور عدد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة (1990-2023)



المصدر: IMAA-institute.org تم الإطلاع بتاريخ 2024/04/05

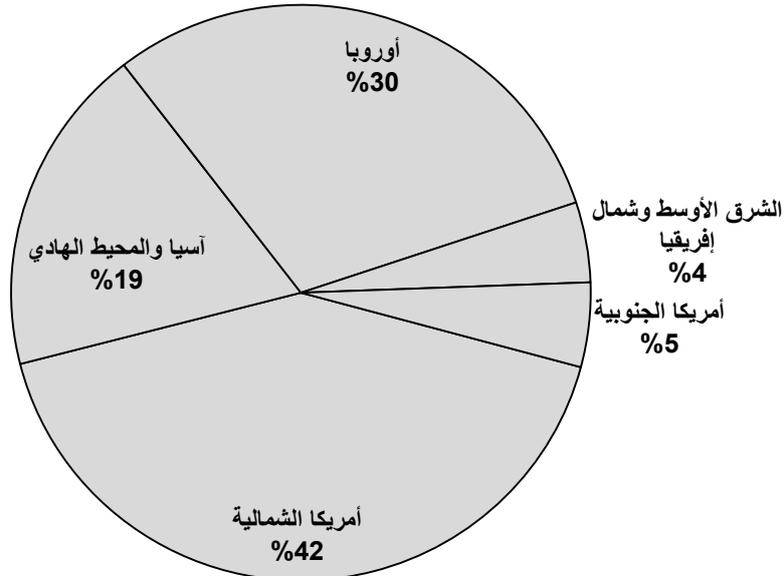
نلاحظ من خلال الشكل رقم (10) أن المنطقة شهدت نمواً ملحوظاً في نشاط عمليات الإندماج والإستحواذ على فترات، لكن الطفرة الحقيقية التي حدثت على مستوى عدد وقيم الصفقات المبرمة كانت إبتداءً من سنة 2018، حيث تعتبر سنة 2021 هي السنة التي وصل فيها عدد الصفقات وقيمها أرقاماً قياسيةً لم تشهد المنطقة مثيلاً لها من قبل، حيث بلغ عدد تلك الصفقات 2563 صفقة، بقيمة إجمالية قدرت بـ 1052.25 مليار دولار، لكن تظل هذه الأرقام بعيدة عن ما تم تحقيقه على مستوى المناطق الأخرى، والشكلين التاليين يوضحان نصيب كل منطقة من إجمالي الصفقات التي شهدتها تلك المناطق مجتمعة منذ 1990:

الشكل رقم (11): نسب توزيع عدد صفقات الإدماج والإستحواذ حسب المنطقة خلال الفترة (2023-1990)



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ماسبق

الشكل رقم (12): نسب توزيع قيم صفقات الإدماج والإستحواذ حسب المنطقة خلال الفترة (2023-1990)



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ماسبق

يتضح من خلال الشكلين أن أمريكا الشمالية كان لها النصيب الأكبر من صفقات الإندماج والإستحواذ، سواءً من حيث العدد الإجمالي للصفقات، أو من حيث قيمتها الإجمالية، تلتها أوروبا، ثم آسيا والمحيط الهادي، ثم في الأخير أمريكا الجنوبية والشرق الأوسط وشمال إفريقيا على الترتيب.

المطلب الثالث: دوافع عمليات الإندماج والإستحواذ

إن عملية التفاوض في صفقات الإندماج والإستحواذ تتم إما بين مجلسي إدارتي الشركتين خلال عمليات الإندماج والإستحواذ، أو بين مجلس إدارة الشركة المستحوذة وبين مساهمي الشركة المستهدفة بصورة مباشرة خلال عمليات الإستحواذ، إذ يتمثل هدف المساهمين في الغالب في تعظيم قيمة أسهمهم، بينما يتركز هدف الإدارة في تحقيق الربح، حتى وإن كانت هذه الأخيرة تضع مصلحة المساهمين ضمن أهدافها، ولهذا تعتبر الدوافع الداخلية لعمليات الإندماج والإستحواذ أمراً معقداً، بالإضافة إلى أنه من غير الممكن حصر هذه الدوافع، ومحاولة إسقاطها على كل صفقات الإندماج والإستحواذ التي تحدث باستمرار، فهذه الدوافع تختلف باختلاف حجم الشركات، وخصائصها، وظروفها، وثقافتها، وكل ما يميز شركة عن الأخرى، لكن نذكر في ما يلي أكثر هذه الدوافع أهمية:

أولاً: التآزر

لقد تم استخدام مفهوم التآزر في مجال العلوم منذ زمن ليس بالقريب، وخاصة في التخصصات ذات الصلة بالطب، فعلى سبيل المثال يتم إطلاق هذا الوصف على العمل المتناغم لعضلتين أو أكثر تتعاونان للتأثير على نفس المفصل، أما في علم الغدد الصماء، فلو وصف التأثير المشترك للهرمونات يتم استخدام التآزر بالمعنى الإضافي أو التكميلي، كذلك يستخدم في علم الصيدلة بالمعنى المضاعف، وعلى النقيض تماماً لا يتم استخدام مصطلح التآزر كثيراً في الأدبيات الإقتصادية، إذ يتم الإستشهاد به فقط خلال عمليات الإندماج والإستحواذ بإعتباره محفزاً رئيسياً له (George Marian, 2017, p. 494).

يتم تعريف التآزر في قاموس الأعمال، على أنه الحالة التي يعمل فيها إثنان أو أكثر من الكيانات، الوكلاء، العمليات، العوامل، المواد أو الأنظمة مع بعض بطريقة مثمرة، بحيث يكون التأثير الناتج عن هذا التعاون أكبر من مجموع التأثيرات الفردية (Al Qudaiby & Muhammad K., 2014, p. 5)، ويتم التعبير عنه في الأدبيات من خلال معادلات من الشكل $5=2+2$ أو $4<2+2$ ، ويدل ذلك على أن القيمة الإضافية في هذه المساواة تتمثل في التآزر.

يمثل التآزر أهم مصدر لخلق القيمة بالنسبة لعمليات الإندماج والإستحواذ، كما يعتبر عاملاً رئيسياً محفزاً لنشاط هذه العمليات، فتحقيق التآزر يُعتبر هدفاً إستراتيجياً رئيسياً للشركات المندمجة، من خلال تشكيل مزيج مُثمر يتجسد في زيادة أداء هذه الشركات المجمعّة مقارنة بما يتوقع أو يتعين على هذه الشركات تحقيقه بالفعل كشرركات مستقلة، وللاستفادة من عمليات الإندماج والإستحواذ يجب أن تتجاوز قيمة التآزر المحقق مجموع الأقساط المدفوعة، وتكاليف تمويل الصفقة، بالإضافة إلى النفقات (Bauer & Friesl, 2022, p. 5).

1. التآزر التشغيلي:

ينجم التآزر التشغيلي عن الكفاءة المحققة من وفورات الحجم، ووفورات النطاق، بالإضافة إلى عملية الإستحواذ على الأصول والمهارات التقنية التكميلية، والتي يمكن أن يكون لها دوراً حاسماً في إنشاء وتعظيم ثروة المساهمين (DePamphilis, 2018, p. 8).

1.1. وفورات الحجم

تتمثل وفورات الحجم في تخفيض تكلفة إنتاج الوحدة الواحدة عن طريق الزيادة في حجم الإنتاج، فإذا أظهرت تكنولوجيا الإنتاج بعد عمليات الإندماج والإستحواذ وفورات حجم في بعض المناطق فهناك فائدة من هذه الصفقات، ففي مجال التصنيع عادة ما يتم ربط وفورات الحجم بوجود تكاليف ثابتة كبيرة تتعلق بالأصول الرأسمالية كالمصانع والمعدات، ومع ذلك فإنها تشمل أيضاً التكاليف الثابتة غير الرأسمالية مثل التكاليف الإدارية، بما في ذلك البحث والتطوير، التسويق، التوزيع، المبيعات أو الأنشطة الإدارية، إذ يتم تحقيق وفورات الحجم من خلال توزيع مجموع التكاليف الثابتة على حجم الإنتاج الإجمالي للكيان الناتج عن الإندماج والإستحواذ (Kim J. Y., 2011, p. 25).

بالإضافة للتأثير المحتمل لعمليات الإندماج والإستحواذ على حجم الإنتاج عند مستوى معين من التكاليف الثابتة، قد تتحقق وفورات الحجم أيضاً من خلال التأثير على التكاليف المتغيرة، مثل تخفيض أسعار المواد المشتراة نتيجة الزيادة في المشتريات من جهة وإنخفاض تكاليف إعداد خط الإنتاج الناتج عن طول فترات الإنتاج من جهة أخرى، فيمكن أن تكون الشركات المندمجة والمستهدفة تتميز بنفوذ تفاوضي أعلى من الشركات الدامجة والمستحوذة، مما يجعلها قادرة على التفاوض على أسعار شراء أقل من

الموردين، فغالباً ما يكون هؤلاء على استعداد لتخفيض الأسعار بالتزامن مع الزيادة في كمية المشتريات، فهم أيضاً يحققون وفورات الحجم من خلال إنتاج وبيع كميات أكبر (DePamphilis, 2018, p. 10).

2.1. وفورات النطاق

تشير وفورات النطاق إلى التكاليف التي يتم تخفيضها من خلال الإنتاج المشترك لمنتجات متعددة بدلاً من إنتاج كل منتج في شركة منفصلة، وبشكل أكثر تحديداً يمكن أن تنشأ هذه الوفورات إذا كان استخدام الخبرة والدراسة الفنية المتخصصة بشكل دوري، إذ يمكن بعد ذلك خفض التكاليف عن طريق تقصير خطوط الإنتاج المختلفة من خلال إزالة المكونات الزائدة عن الحاجة (Kim J. Y., 2011, p. 25)، وكمثال على ذلك، يمكن أن تتم عملية اندماج بين شركة A وشركة B، أو أن تستحوذ الشركة A على الشركة B، حيث تقوم إحدى الشركتين بإنتاج منتجات أو تقديم خدمات مكتملة لما تنتجه أو تقدمه الشركة الأخرى، ففرضاً أن الشركة A متخصصة في تصنيع هواتف ذكية عالية الجودة، بينما الشركة B معروفة بخبرتها في مجال تطوير تطبيقات الجوال، فبعد عملية الجمع بين الشركتين، يمكن للشركة الجديدة تقديم حزمة مكونة من الهواتف الذكية مع التطبيقات الحصرية التي قامت الشركة B بتطويرها، مما يخلق عرضاً أكثر جاذبية وتميزاً، بالإضافة إلى أنه يمكن أن تؤدي الموارد والمعرفة المشتركة بين قسم تصنيع الهواتف الذكية (من الشركة A) وقسم تطبيقات الجوال (من الشركة B) إلى توفير تكاليف في مجال البحث والتطوير، كما يمكن لجهود التسويق المشتركة أن توسع قاعدة العملاء مما يؤدي إلى زيادة الإيرادات الإجمالية.

3.1. الإستحواذ على الأصول والمهارات التقنية التكميلية

هي تلك الأصول والمهارات التقنية التي تمتلكها إحدى الشركات، بحيث يمكن لشركة أخرى الاستفادة منها لسد فجوات في إمكانياتها التقنية، مما يشكل الوصول إلى هذه المعرفة حافزاً كبيراً يدفع شركة ما لإستهداف شركة أخرى بغرض الاندماج معها أو الإستحواذ عليها، على سبيل المثال يمكن أن تحدث عملية اندماج بين الشركات التي تسعى إلى أنشطة البحث والتطوير ذات الصلة، حيث تظهر بعض التكنولوجيات المملوكة لشركة معينة بصورة جذابة للغاية بالنسبة لمسؤولي شركة أخرى، ومن المحتمل أن تتجس الشركاتان معاً في زيادة معدل الابتكار بعد الاندماج، حيث يكون بإمكان كل من الشركتين الوصول إلى المهارات التقنية، وبراءات الإختراع لبعضهم البعض، فعلى سبيل المثال، بعد عملية الاندماج الناجحة بين شركة Pharmacia و Pharmacia & Upjohn وشركة Monsanto، والتي تشكلت على إثرها شركة Pharmacia، بحيث

تمكنت شركة Pharmacia & Upjohn من الوصول إلى مُثَبِّطات Cox-2 من شركة Monsanto، وبالمقابل أتاح هذا الإندماج فرصة لهذه الأخيرة للوصول إلى خبرة شركة Pharmacia & Upjohn في علم الجينوم، وكمحصلة فقد ساعد هذا الإندماج في توسيع نطاق البحث والتطوير السريري الداخلي، كما أدى إلى الزيادة في متوسط حجم المشاريع الخاصة بالبحث والتطوير، بالإضافة إلى تقليل الوقت اللازم لطرح المنتجات في السوق (DePamphilis, 2018, p. 11).

2. التآزر المالي:

يتمثل التآزر المالي في المزايا المالية المحققة من خلال التحكم الجيد في الموارد المالية عبر أعمال الشركات (Knoll, 2008, p. 38)، ويتحقق ذلك من خلال ما يلي :

1.2. تخفيض تكلفة رأس المال وزيادة القدرة على الإقتراض:

يمكن أن تساعد عمليات الإندماج والإستحواذ الشركات في التقليل من الإستثمار المشترك الذي تحتاجه هذه الأخيرة، إذ يؤدي التآزر من أجل تقليل الإستثمارات الرأسمالية عند جمع قوائم الدخل لكل من الشركات التي تكون طرفاً في عملية إندماج أو إستحواذ إلى تخفيض التكلفة الإجمالية المرجحة لرأس المال، وبالتالي زيادة قيمة الشركة، كما يتعين على الشركات الصغيرة عادةً دفع رسوم إضافية نسبياً عند إستدانتها مقارنة بالشركات الكبيرة، فمن خلال إندماج شركتان متوسطتان في الحجم، يمكّنهما ذلك من خفض تكلفة رأس المال المُجمَع لديهما أكثر مما كانا يستطيعان فعله بشكل منفرد (Diepa & Anh, 2020, p. 194).

إن الشركات المستهدفة والتي تواجه قيود مالية تجبرها على التخلي عن فرص إستثمارية قيّمة بسبب عدم قدرتها على تمويلها، يمكن لعملية الإستحواذ أن تخفف من هذه القيود من خلال الوصول إلى تمويل إضافي توفره القدرة على الإقتراض الغير مستخدمة لدى الشركة المستحوذة، أو إعادة تخصيص رأس المال عبر الأقسام (EREL, JANG, & WEISBACH, 2015, p. 289).

2.2. تقليل المخاطر

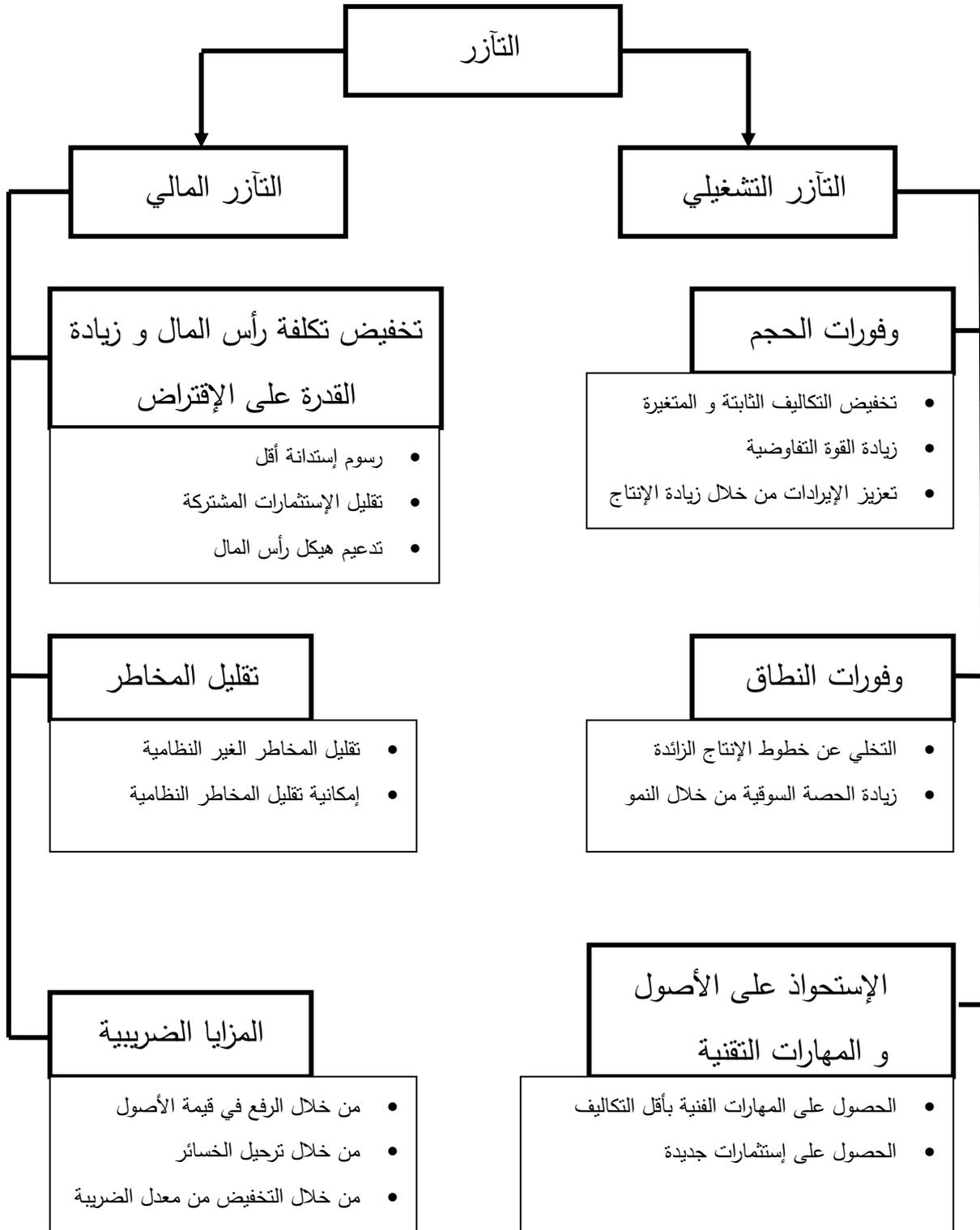
حسب وجهة النظر التقليدية فإن إنتقال الشركات إلى خطوط إنتاج مختلفة تكون تدفقاتها النقدية غير مترابطة تقلل فقط من المخاطر الغير نظامية، أي تلك المخاطر المتعلقة بالشركة كتقادم المنتج، وليس

المخاطر النظامية التي تؤثر على الصناعة ككل، كالتضخم أو الركود أو زيادة أسعار الفائدة، أما الأبحاث الحديثة فقد أشارت إلى أنه بإمكان عمليات الإندماج والإستحواذ التي تحدث بين شركات تكون تدفقاتها النقدية لوحدات أعمالها الفردية غير مترابطة أن تؤدي بالفعل إلى تقليل المخاطر النظامية (DePamphilis, 2018, p. 11).

3.2. مزايا ضريبية:

عندما تتكبد أحد الشركات خسائر، بحيث تمتلك فرصة ضئيلة جداً لتحقيق أرباح في المستقبل المرتقب، وبالتالي لن يكون بمقدورها الإستفادة من التخفيض الضريبي بترحيل الخسائر، لكن من خلال إقبالها على عمليات الإندماج والإستحواذ مع شركات أكثر ربحية ستُفتح أمامها فرصاً لذلك، كما قد تستفيد الشركة المندمجة من مزايا ضريبية ناتجة عن زيادة في القيمة المقدرة أو الإسمية للأصول، أو إنخفاض نسبي في معدل الضريبة الفعلي بسبب نقل المقر الرئيسي أو دمج الأصول أو التوزيع الجغرافي أو لأسباب أخرى (Loukianova, Nikulin, & Vedernikov, 2017, p. 240).

الشكل رقم (13): مصادر التآزر المؤدية لخلق القيمة خلال عمليات الإدماج والإستحواذ



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ماسبق

ثانيا: مشاكل الوكالة

تنشأ مشاكل الوكالة عندما لا يملك المديرين الحاليين للشركة دوافع تحفزهم على العمل من أجل تعظيم قيمة أسهم الوكلاء، مما يتسبب في تضارب المصالح بين أصحاب الشركة ومديريها، بإعتبارهم أفراد عقلانيون يبحثون عن تعظيم ثروتهم الشخصية ووظائف المنفعة الخاصة بهم، وبما أن إدارة الشركة لا تمتلك نسبة كبيرة من حقوق الملكية فإنها ستصب كامل إهتمامها في السعي إلى تحقيق سيطرة أكبر، وظروف عمل أحسن، وتعويزات أعلى، كل هذا على حساب مصالح مساهمي الشركة (Piesse, Lee, Lin, & Kuo, 2012, p. 414)، الأمر الذي قد يدفعهم في الأخير إلى توجيه الشركة نحو إبرام صفقات إستحواذ على شركات أخرى.

ثالثا: سوء تقييم سوق الأوراق المالية

يصب بعض الباحثين تركيزهم على عيوب السوق بإعتبارها أحد أهم الدوافع الرئيسية للإندماج، فعدم تناسق المعلومات بين المستثمرين والمديرين يضع هؤلاء الأخيرين في موقع متميز عند إتخاذ قرارات الإندماج، فالأسهم المبالغ في قيمتها قد تحفز المديرين على التوجه إلى عمليات الإندماج كمقدمات عروض، و الدفع يكون بإستخدام الأسهم، كما أن المديرين قد يستخدمون ميزة المعلومات الخاصة بهم لحماية الفوائد الإنتهازية أو لخدمة المساهمين، فسوء تقييم السوق المالي للشركات المجموعة قد يدفعها إلى الإنخراط في عمليات إندماج (Yilmaz, 2016, p. 190)، كذلك يمكن للمستحويين الإستفادة من خلال شراء شركات مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية بدفع مبلغ أقل نقداً، أو بإستخدام حقوق ملكية مبالغ فيها (حتى لو كانت الشركة المستهدفة مبالغ في قيمتها) طالما أن هذه المبالغة أقل من أسهم الشركة المقدمة للعرض (DePamphilis, 2018, p. 16).

رابعا: فرضية الغطرسة

تتعلق هذه الفرضية من مبدأ أن أخطاء المديرين في تقييم الشركات المستهدفة هي ما تدفعهم نحو إبرام صفقات الإستحواذ، بحيث تكون هناك مبالغة في تقدير مكاسب التآزر المحتمل (Berkovitch & Narayanan, 1993, p. 350)، فالثقة المفرطة للمديرين تدفعهم للدفع بسخاء للشركات المستهدفة مما يؤثر على عدد العروض المقدمة، وتكرار عمليات الإستحواذ الغير تنويعية (Yilmaz, 2016, p. 191)، ولا يرجع خطأ التقييم هذا إلى عدم عقلانية سوق الأوراق المالية، فهذه الأخيرة تعتبر كفؤة، حيث الأسعار

تعكس كافة المعلومات الواردة عن الشركات، وإنما يرجع بالدرجة الأولى إلى عدم عقلانية المديرين (Roll, 1986, pp. 200-201) ، فبافتراض صحة هذه الفرضية فإنه لا يمكن تحقيق مكاسب إيجابية من عمليات الإستحواذ، حيث أنه كلما زاد ربح الشركة المستهدفة إنخفض ربح الشركة المستحوذة، لأن علاقة الربح بين طرفي الصفقة عكسية حسب هذه الفرضية، وهو ما يجعل عملية التآزر بين الشركتين مساوية للصفر (Berkovitch & Narayanan, 1993, p. 351)، فإن لم تكن هناك قيمة على الإطلاق لعمليات الإستحواذ فلماذا إذاً يتم تقديم عروض الإستحواذ من الأول، فالمنطق حسب (Roll, 1986, p. 199) يتمثل في أن أي عرض يكون أعلى من سعر السوق يمثل خطأ لأن أسعار السوق تعكس السلوك العقلاني.

خامساً: دوافع أخرى

هناك دوافع أخرى تدفع الشركات نحو عمليات الإندماج والإستحواذ تتمثل في:

1. الملكية:

في عمليات الإندماج والإستحواذ هناك إفتراض قوي يتمثل في أن الهدف من هذه العمليات هو تحسين عوائد المساهمين، وهذا يتجاهل بالتأكيد هياكل الملكية الأخرى بخلاف شركات المساهمة العامة، إذ قد تتخرب الشركات الخاصة في عمليات الإندماج والإستحواذ بغرض تحقيق أهداف أخرى غير تعظيم قيمة المساهمين، فعلى أرض الواقع قد تم معايشة العديد من حالات الشركات العامة التي تحولت إلى خاصة لمجرد شعورها بأن أعمالها ستتضرر بفعل تحمل ضغط السوق من أجل عوائد المساهمين (Angwin, 2007, p. 85)، ومن أبرز الأمثلة عن ذلك عملية إستحواذ شركتي Berkshire Hathaway و Capital G3 على شركة H.J.Heinz في عام 2013 في صفقة بلغت 28 مليار دولار، حيث تم تحويل هذه الأخيرة من شركة عامة يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية إلى شركة خاصة غير مدرجة، هذا التحول أتاح للشركة فرصاً لتنفيذ إستراتيجيات طويلة الأجل دون ضغوط الأسواق المالية وما يصاحبها من إلتزام بمختلف التقارير.

2. شراء الأصول المقومة بأقل من تكلفتها

ويحدث هذا عندما تنخفض أسعار أسهم شركة ما إلى ما دون قيمتها الدفترية، فتصبح هذه الشركات هدفاً جذاباً لعمليات الإستحواذ بالنسبة لشركات أخرى، وخاصة إذا ما كان هذا الإنخفاض مرتبطاً بظروف قصيرة الأجل أو تقديرات سلبية غير مبررة، مما يعطي للمستثمرين إشارات عن وجود قيمة يمكن إستخلاصها من هذه الشركات.

3. التكيف مع التطورات التكنولوجية

يتوجب على الشركات الإستعداد بصورة دائمة لمواجهة التغيرات التكنولوجية الدائمة والتي تجبرها على الحفاظ بشكل مستمر على إمكانياتها التكنولوجية من أجل البقاء في دائرة المنافسة، إذ يؤدي الإنتشار السريع للتكنولوجيا إلى فتح الأبواب أمام إنشاء منتجات أو عمليات حديثة، بالإضافة إلى زيادة الحاجة الى الإستثمارات المخصصة للبحث والتطوير، كل هذا يجبر الشركات على حتمية التكيف مع هذا الوضع، وإلا فإنها ستكون معرضة بشكل كبير إلى فقدان مركزها في السوق، وفي كثير من الحالات لا يمكن إدارة هذا التجديد المستمر عن طريق النمو الداخلي لضيق الوقت وقلة الموارد، ويبدو أن النمو الخارجي هو الأكثر فعالية لأنه يساعد على اللحاق بالمنافسين أو الحفاظ على التقدم عليهم (Meier & Schier, 2009, p. 28)

4. الاندماج والإستحواذ كحل لتعثر الشركات

في سياق التطورات الإقتصادية والتحديات التي تواجه الشركات بشكل مستمر، يظهر الإفلاس كظاهرة قد تواجه بعض الشركات في محاولاتها للتغلب على الأزمات المالية التي تعترضها، إذ يمكن أن تشكل عمليات الاندماج والإستحواذ طوق نجاة للشركات المتعثرة، بحيث يمكنها ذلك من إعادة هيكلتها وتحسين وضعها المالي عبر الإستفادة من الموارد والخبرات القوية التي تتمتع بها الشركات الدامجة أو المستحوذة.

المبحث الثالث: آليات عمليات الإندماج والإستحواذ

تتصف عمليات الإندماج والإستحواذ بدرجة عالية من التعقيد، حيث تتطلب آليات عمل تشمل سلسلة من الخطوات والمراحل التي يجب إتباعها والتقيدها بها من أجل ضمان نجاح الصفقة وتحقيق الأهداف المحددة إلى حد ما.

المطلب الأول: مراحل عمليات الإندماج والإستحواذ

إن تجسيد عمليات الإندماج والإستحواذ على أرض الواقع يعتبر تحدي لكل الأطراف المعنية بالصفقة، إذ يستلزم تنفيذها تكثيف الجهود وتخصيص الوقت الكافي وتنظيمه، بالإضافة إلى الدراسة المتأنية والسليمة لكل خطوة، فنظراً للأهمية البالغة لهذه الإستراتيجيات وما تمثله من محطة فارقة في حياة المنشآت، والتي لا تحتمل الخطأ تقريباً تمر بعدة مراحل متسلسلة، يتوقف نجاح كل مرحلة بنجاح سابقتها، إذ يمكن تقسيم هذه المراحل إلى مجموعتين رئيسيتين وفي ما يلي عرض لهذه المجموعات بمراحلها المختلفة:

أولاً: مراحل ما قبل عقد صفقة الإندماج والإستحواذ

تبدأ هذه المجموعة من المراحل قبل عملية إتخاذ قرار الإندماج أو الإستحواذ، وتنتهي عند عملية إمضاء العقود بين الشركات، والتي يتم بموجبها إنتقال الملكية من الشركة المستهدفة إلى الشركة المستحوذة في حالة الإستحواذ، أو إعطاء إشارة الإنطلاق في عملية الجمع بين الشركات في حالة الإندماج، وتنقسم هذه المجموعة إلى عدة مراحل كما يلي:

1. الخطة الإستراتيجية

تتمثل هذه المرحلة في ضرورة إمتلاك الشركة لرؤية حقيقية شاملة عن البيئة الخارجية للشركة وعن الشركة نفسها، وهذا من خلال عمل تحليل فعال للوقوف على نقاط القوة والضعف وتحديد الفرص والتهديدات، إبتداءً من تحليل السوق والمنافسين، ومروراً بكل من الهيكل التنظيمي والإداري، وكل ما يتعلق بمنتجات الشركة وخدماتها، وكذلك خططها التسويقية، بالإضافة إلى مركزها المالي، فإنتلاقاً من المعرفة الخارجية والذاتية السابقة للشركة يمكن قياس مدى قدرتها على التوسع، بالإضافة إلى تحديد النمط المناسب والممكن لهذا التوسع، والطريقة المتبعة للتنفيذ، بالإضافة إلى تحديد حجم المكاسب التي يمكن تحقيقها من

وراء نمط التوسع الذي تم إختياره، ويمكن تلخيص خطوات الخطة الإستراتيجية بالترتيب في مايلي
(DePamphilis, 2018, pp. 135-136) :

- ✓ تحليل البيئة الخارجية لتحديد مكان المنافسة (الصناعة، السوق)، بالإضافة إلى تحديد كيفية التنافس.
- ✓ تحليل البيئة الداخلية للشركة، وعمل تقييم ذاتي لمكامن القوة والضعف ومقارنتها مع المنافسين.
- ✓ تحديد المهمة وبيان الرؤية لتلخيص أين وكيف إختارت الشركة التنافس.
- ✓ تحديد الأهداف و تطوير المقاييس الكمية للأداء المالي وغير مالي.
- ✓ إختيار إستراتيجية العمل لبلوغ الأهداف خلال فترة زمنية مقبولة، وهذا ضمن الإمكانيات والظروف التي تم تحديدها خلال التقييم الذاتي.
- ✓ إختيار إستراتيجية التنفيذ، والتي توضح كيفية تنفيذ إستراتيجية العمل من بين مجموعة من الخيارات، من ضمنها قد تختار الشركة العمل بشكل مستقل، أو الدخول في شراكة مع شركات أخرى، أو قد تفضل الإندماج أو الإستحواذ على شركة أخرى.

2. وضع المعايير

خلال هذه المرحلة يتم وضع المعايير التي يجب أن تتوفر في الشركات المستهدفة للإندماج معها أو الإستحواذ عليها، وهذا قبل البدء في عملية البحث عن هذه الشركات، بحيث يجب أن تتوافق هذه المعايير مع الخطة الإستراتيجية المعروفة مسبقاً من قبل الشركة، وفي ما يلي قائمة من المعايير التي يمكن أن تحدد جاذبية الشركات المستهدفة بالنسبة للشركة المقتنية:

- ✓ إمكانية النمو والتوسع.
- ✓ إمكانية تحقق التكامل.
- ✓ مدى توافق فلسفتي الشركتين.
- ✓ جودة الموارد البشرية (مهارات، خبرات).
- ✓ مدى التطور التكنولوجي والقدرة على الإبتكار.
- ✓ تقييم الثقافة التنظيمية لضمان التوافق الثقافي بين الأفراد داخل الشركتين.
- ✓ التقييم المبدئي للأداء المالي فيما يخص الإيرادات والأرباح، وهذا كما يظهر في التقارير المالية التي تنشرها الشركة.

- ✓ تركيبة الهيكل المالي.
- ✓ سمعة الشركة ومكانتها.

3. التنقيب والبحث

بعد عملية وضع المعايير، تقوم الشركة بعملية بحث ممنهجة لتحديد قائمة بالشركات المختارة والتي تحقق كل أو بعض الشروط بغية توفير البدائل، إذ يتم الإعتماد في عملية جمع البيانات والمعلومات وتحليلها على العديد من المصادر نذكر منها ما يلي:

- ✓ فحص الصناعة والسوق ومحاولة ترتيب الشركات حسب درجة الريادة.
- ✓ التواصل مع مستشارين خارجيين متخصصين.
- ✓ التواصل مع الموردين والعملاء.
- ✓ التواصل المباشر مع الشركات دون إبداء النوايا.
- ✓ الإطلاع الدوري على الصحف والتقارير المالية المنشورة.
- ✓ فحص المؤشرات المالية للشركات المدرجة في البورصة.
- ✓ إستخدام قواعد البيانات.
- ✓ التواصل مع المستثمرين وإستطلاع آرائهم.
- ✓ المصادر الإخبارية المختلفة.

4. التقييم والإختيار

في نهاية عملية البحث، يتم تشكيل قائمة من الشركات المستهدفة والتي يتم على أساسها فحص المرشحين وترتيبهم حسب الأولوية بعد عمل تقييم مقارن.

5. الإتصال بالهدف وبدأ المفاوضات الأولية

يتم في هذه المرحلة الإتصال بشكل رسمي وسري بالأطراف الفاعلة في الشركة المستهدفة، والكشف عن نوايا إدارة الشركة للطرف الآخر، وشرح أهدافها وخططها الحالية والمستقبلية، ومحاولة تقريب وجهات النظر لأخذ الموافقة، فإن سارت الأمور بشكل جيد فإن هذه المرحلة تنتهي بتوقيع الطرفين على خطاب النوايا، والذي يعتبر إشارة مبدئية على التفاهم والتعاون، وهذا الخطاب غير ملزم للطرفين قانونياً بإغلاق

الصفقة في الغالب، ويشتمل على مجموعة محددة من النقاط يجب مراعاتها تتمثل في ما يلي (Waryjas, 1998):

- ✓ تقديم وصف دقيق للمعاملة (إندماج، إستحواذ، شراء أصول، شراء أسهم).
- ✓ تحديد الإلتزامات التي سيتم تحملها والإلتزامات التي سيتم إستبعادها.
- ✓ الشروط المتعلقة بالسعر (سعر الشراء الفعلي وطريقة تحديده، تعديل سعر الشراء إن وجد بالإضافة إلى تحديد طريقة الدفع).
- ✓ تقديم وصف لأي إتفاقيات أو شروط مالية ذات صلة.
- ✓ تقديم وصف للإقرارات والضمانات التي يجب على الإتفاقية النهائية تضمينها.
- ✓ تقديم وصف لأي قيود يمكن أن تعترض البائع نتيجة إنتهاكات لأي ضمانات أو تعهدات.
- ✓ إلزام البائع بممارسة أعماله بالطريقة الإعتيادية فقط والإمتناع عن أي معاملات غير عادية.
- ✓ الشروط المتعلقة بالإلتزامات أطراف الصفقة (إستكمال مرحلة التقصي النافي للجهالة بشكل مرضي من قبل المشتري، الحصول على التمويل اللازم، أو موافقة مجلس الإدارة، أو موافقات الطرف الثالث، أو الموافقة التنظيمية، الحصول على إتفاقيات التوظيف وعدم الدخول في منافسة مع الموظفين الرئيسيين، بالإضافة إلى إبرام إتفاقية نهائية).
- ✓ نطاق وإجراءات التقصي النافي للجهالة الواجبة للمشتري.
- ✓ إلتزامات المشتري بالتخلي بالسرية التامة.
- ✓ إلتزامات عدم تقديم إغراءات من قبل المشتري.
- ✓ إلتزامات البائع بالتعامل الحصري أو عدم البيع (حيث يمكن للبائع الموافقة على عدم التفاوض مع طرف ثالث مالم يقع حدث ما يجعل التعامل مع المشتري غير قانوني أو باطل، أو يتعارض مع إلتزامات مجلس الإدارة، كذلك يمكن أن يرغب المشتري بتقييد حق مجلس الإدارة في التفكير في عروض أخرى بتصريح ينص على أن العرض المنافس لا يمكن أن يؤدي إلى تفعيل الإستثناء، أو يمكن تضمين بنود أخرى لحماية إضافية مثل تحديد مدة معينة للتعاملات الحصرية أو المطالبة برسوم الإنفصال، حيث إذا لم يوافق البائع على شرط عدم البيع لطرف ثالث فإنه يجوز للمشتري المطالبة بشرط رسوم الإنفصال).
- ✓ متى و تحت أي ظروف سيتم الإعلان عن الصفقة للعموم.

- ✓ تحديد المسؤولية عن النفقات، حيث غالباً ما يتم الإتفاق على أن يتحمل كل طرف إلتزامات تكاليفه الخاصة، مع وجوب مراعاة التعويض عن الإنتهاكات حسب الحالة.
- ✓ بند الإنهاء.
- ✓ بيان حول إذا ماكان خطاب النوايا هذا ملزم أم غير ملزم.

6. الفحص النافي للجهالة

تبدأ مرحلة الفحص النافي للجهالة¹ مباشرة بعد توقيع الطرفين على خطاب النوايا، حيث يسمح هذا الأخير للشركة مقدمة العرض بالإطلاع على مختلف الوثائق المدققة، بالإضافة إلى إجراء تحقيق شامل عن كل مايتعلق بالشركة المستهدفة والصفقة المحتملة، وفي ما يلي قائمة بأهم الأمور التي يجب التقصي عنها (Patel, 2023):

- ✓ معلومات مالية (قوائم الدخل، الميزانيات، تقارير الإلتئمان، الإقرارات الضريبية، تقارير الإيرادات والتدقيق، قوائم الأصول المادية، قوائم النفقات، هامش الربح الإجمالي، معلومات عن الديون).
- ✓ معلومات عن الشركة (هيكل الشركة، اللوائح التنظيمية، معلومات عن ملكية الشركة، قوائم حاملي الأوراق المالية، معلومات عن مساهمي الشركة، إلقاء نظرة على قائمة المنافسين الرئيسيين، الإطلاع على التقارير السنوية).
- ✓ معلومات عن المنتج (قائمة المنتجات والخدمات المقدمة، شرح هذه المنتجات والخدمات، إلقاء نظرة على تكاليف الإنتاج والهوامش، معدلات النمو السابقة والمتوقعة).
- ✓ معلومات عن العملاء (قاعدة بيانات العملاء، نسخ من الإتفاقيات الخاصة بالشراء، السياسات المتبناة في إسترداد الأموال، الإستراتيجيات السابقة والحالية المنتهجة في التسويق، معلومات عن أي دعاوى قضائية).
- ✓ معلومات عن الموظفين (قوائم جميع الموظفين، وصف تفصيلي لكل الأدوار في الشركة، نسخ من المزايا والعقود، إلقاء نظرة على الموارد البشرية وسياساتها، نسخة من الشكاوى، بيانات حول كيفية التوظيف خلال السنوات الماضية).

¹ يستعمل هذا المصطلح كترجمة للمصطلح الإنجليزي Due Diligence في منطقة الخليج العربي من قبل الشركات والمحللين الماليين والخبراء في مجال عمليات الإندماج والإستحواذ.

- ✓ معلومات عن الجوانب القانونية (سياسات التأمين، نُسخ من جميع التصاريح، معلومات عن كل التراخيص).
- ✓ معلومات عن الملكية الفكرية (الإطلاع على قائمة المتحكمين في حقوق تكنولوجيا المعلومات، إلقاء نظرة عامة على العمل الناتج عن الملكية الفكرية والدخل الناتج عنها).
- ✓ معلومات عن الأصول المادية (إلقاء نظرة عامة على جميع أشكال العقارات، قائمة العتاد المستخدم في الإنتاج).

7. المفاوضات النهائية

تعتمد هذه العملية على جميع نتائج مرحلة الفحص النافي للجهالة، إذ يكون أولئك الذين يمثلون الشركة الدامجة أو المستهدفة هم الطرف المسؤول عن توجيه المفاوضات، حيث يقدم كل طرف أفكاره بشأن المبلغ الذي سيدفع إلى المناقشة، حيث يحرص الطرف مقدم العرض على دفع مبلغ معقول يتناسب مع خطته وأهدافه المرجوة من هذه الصفقة، أما الطرف الآخر فيحرص على أن يتم دفع المزيد، إذ تعتبر هذه المفاوضات وقت مناورة، بحيث يحاول أن يضع كل طرف الطرف الآخر تحت ضغط السعر من جهة وضغط الوقت من جهة أخرى.

8. إمضاء العقود

بمجرد أن تنتهي مرحلة التفاوض النهائي تصبح العملية بحاجة إلى الإنتهاء، حيث يتم صياغة مذكرة التفاهم والتي تضيء طابع رسمي للصفقة، إذ يعتبر ذلك لحظة أساسية في عمليات الإندماج والإستحواذ، بعد ذلك يتم الحصول على الإتفاقيات اللازمة والمتعلقة بكل من المديرين ومجلس الإدارة، بالإضافة إلى المساهمين في الشركة مقدمة العرض والمستهدفة، وكذلك إستشارة أصحاب المصلحة، ويكون ذلك إما تعاقدياً مثل العملاء أو الموردين المستفيدين من بعض المزايا، أو بشكل إلزامي على غرار بعض حاملي السندات، كما يجب إستشارة الموظفين عبر مجلس العمل، ثم أخيراً يتم الحصول على التراخيص الإدارية والتنظيمية المختلفة، وبالأخص من سلطات مراقبة المنافسة أو السلطات الإشرافية في بعض الحالات (Meier & Schier, 2009, pp. 202-204).

في النهاية يتم إمضاء العقود من قبل الطرفين حسب شروط الإتفاقية السابقة، وبهذا يكون قد تم إعطاء الضوء الأخضر للبدأ في التنفيذ .

ثانياً: مراحل ما بعد عقد صفقة الاندماج والإستحواذ

يتم في هذه المجموعة من المراحل عملية الوصل والجمع الفعلي بين الشركتين بهدف بدأ العمل معاً على أرض الواقع، وتتمثل هذه المراحل في ما يلي:

1. تطوير خطة للإدماج

إذا كانت الشركة على إستعداد للعمل من اليوم الأول يجب عليها التخطيط المسبق للإجراءات الرئيسية، حيث تتضمن الخطة تحديد مجموعة من التدابير الرئيسية في المقام الأول، من بينها تحديد التغييرات الإدارية والتنظيمية والتي يتم الإعلان عنها بالتوازي مع تحديد الوظائف الرئيسية لفريق التنفيذ، ووضع برنامج لدمج البنى التحتية لتكنولوجيا المعلومات، بالإضافة إلى توفير هياكل لإعداد التقارير والمراقبة المتواصلة للمشروع، ووضع الإجراءات المحددة للإعلان عن الصفقة (Lucks, 2003, p. 12).

2. تقرير الجاهزية

يجب تلخيص خطة الدمج في تقرير يتم تقديمه لإدارة الشركة للمصادقة عليه، حيث يهدف هذا التقرير إلى التحقق من الإتساق والحصول على موافقة الإدارة، بالإضافة إلى إلزام الإدارة التشغيلية ومديري الفرق بضرورة متابعة البرنامج وأهدافه (Lucks, 2003, pp. 12-13).

3. تنفيذ الدمج

في هذه المرحلة يتم التنفيذ الفعلي للخطط من خلال مجموعة من العمليات والمتمثلة في ما يلي (DePamphilis, 2018, pp. 223-226):

- ✓ إعادة التحقق من صحة بيانات الفحص النافي للجهالة، حيث يمكن أن يؤدي الضغط الذي يعترض المشتري والبائع خلال إتمام المعاملة إلى عدم دقة مراجعة بيانات هذه المرحلة.
- ✓ مقارنة أداء الوظائف المهمة مع الأداء المعياري، مثل التصنيع وتكنولوجيا المعلومات في الشركتين المقنتية والمستهدفة، حيث تشمل هذه المعايير أنظمة الجودة (ISO) 9000 الخاصة بمنظمة المعايير الدولية، أو إستخدام مختلف المعايير الأخرى.

- ✓ إعادة تعيين التوقعات بشأن التآزر، فغالباً ما تتمكن الشركات التي تعيد ضبط توقعاتها التآزرية أثناء عملية الدمج من تحقيق قيمة إضافية أعلى من تلك التي لا تفعل، فعلى سبيل المثال تحقق شركات قيمة إضافية من خلال تزويد العملاء بمنتجات جديدة أو إجراء تغييرات أساسية تم تصورها أثناء عملية الفحص النافي للجهالة.
- ✓ دمج عمليات التصنيع.
- ✓ دمج تكنولوجيا المعلومات، فإذا كانت الشركة المقتنية تنوي تشغيل الشركة المستهدفة بشكل مستقل فقد تظل أنظمة المعلومات الخاصة بكل شركة تعمل بشكل منفصل، أما إذا كان العكس فيكون دمج هذه الأنظمة عملية شاقة، فعلى الرغم من ذلك تقوم حوالي 90% من الشركات المقتنية بعملية دمج أنظمة المعلومات مع الشركة المستهدفة.
- ✓ دمج التمويل، حيث يحدث ذلك في بعض عمليات الاندماج والاستحواذ، ولا يحدث ذلك في البعض الآخر.
- ✓ دمج المبيعات، حيث قد تحقق الشركتان وفورات كبيرة في التكاليف جراء دمج قوى المبيعات.
- ✓ دمج التسويق، حيث يمكن إعتبار التحدي الأكبر الذي يواجه عملية دمج وظائف التسويق هو رؤية الزبون لصورة متسقة في الحملات الدعائية الترويجية، فلا يمكن تغيير ملامح صورة المنتج في ذهن العميل، أو تغيير كيفية بيعه بشكل جذري.
- ✓ دمج الشراء، بحيث تؤدي الإدارة بكفاءة وقوة لوظيفة الشراء في الشركة المندمجة إلى تقليل التكلفة الإجمالية للسلع والخدمات المشتراة بنسبة تتراوح بين 10 إلى 15 بالمئة.
- ✓ دمج البحث والتطوير، حيث يجب على فريق التنفيذ وكبار المديرين تحديد المجالات المستقبلية للتعاون في مجالات البحث والتطوير، بالإضافة إلى تحديد أولويات هذه الأبحاث.
- ✓ دمج الموارد البشرية.

المطلب الثاني: طرق تقييم الشركات المستهدفة

إن تحديد قيمة الشركات المدرجة في إحدى البورصات يعتبر أقل تحدي من تلك الشركات الغير مدرجة نظراً لكون الشركات المدرجة تمتلك سعر سهم محدد، ومع ذلك فإن محاولة إعطاء قيمة لشركة ما ليس بالأمر السهل، فمع تعدد الأسباب الدافعة لتحديد قيمة لشركة ما، إلا أنه من غير المبالغة القول إن التحديد الدقيق لقيمة الشركة المستهدفة يساهم بصورة كبيرة في زيادة احتمال نجاح صفقات الاندماج

والإستحواذ في تحقيق الأهداف المرجوة منها، فعلى أساس قيمة الشركة المستهدفة يتم تقديم العروض بالإضافة إلى تحديد العلاوات الممنوحة خلال صفقات الإستحواذ.

إن مسألة تحديد القيمة الحقيقية للشركة المستهدفة يتطلب وقتاً وموارد كبيرة، فعادة ما يمتلك طرفي صفقات الإندماج والإستحواذ الحق في الدفاع عن موقف كل منهما، حيث يسعى البائع دائماً إلى تحديد أعلى سعر قدر الإمكان، أما المشتري فيسعى إلى تخفيض هذا السعر إلى أدنى مستوى ممكن (NIKOLOVA, GOGOVA, MATLIEVSKA, & SAJNOSKI, 2011, p. 3)، ومنه يمكن إستخدام عدة مناهج لتحديد السعر الأمثل والذي يعكس قيمة الشركة المستهدفة خلال عمليات الإندماج والإستحواذ، والتي سيتم ذكرها في ما يلي:

أولاً: منهج الأصول

يعتمد هذا المنهج على الأصول والالتزامات التي تظهر في ميزانية الشركة المراد تحديد قيمتها، ويتم التقييم وفق الطرق التالية (NIKOLOVA, GOGOVA, MATLIEVSKA, & SAJNOSKI, 2011, pp. 5-6):

1. القيمة الدفترية المعدلة للأصول

ويتم تقييم الشركة وفقاً للقيمة الدفترية للأصول في الميزانية مع مراعاة الإهلاك المتراكم، وبما أن الأصول يتم تسجيلها في الميزانية عند تاريخ شرائها مع تحديد نسبة إهلاكها بإعتبار القيمة الدفترية قيمة تاريخية، الأمر الذي يؤدي إلى إمكانية عدم توافقها مع القيمة السوقية لهذه الأصول، لذلك إذا كان من الضروري الحكم على ذلك لتحديد قيمة أكثر واقعية للشركة فإنه يتم إجراء تصحيح للقيمة الدفترية، ويتمثل العيب الرئيسي لهذه الطريقة في أنها لا تأخذ في الإعتبار الأصول الغير ملموسة مثل المعرفة، المهارات، العلامة التجارية وما إلى ذلك.

2. قيمة التصفية

حسب هذه الطريقة فإن قيمة الشركة تمثل قيمتها عند إغلاقها أو تصفيتها، فبعد عملية بيع الأصول وتغطية جميع الإلتزامات تجاه دائني الشركة فإن ما تبقى من قيمة للمساهمين يمثل قيمة الشركة، فهذه الطريقة تستخدم بشكل واسع في حالة الشركات التي لا تحقق نجاح لفترة طويلة من الزمن مما يجعلها ملتزمة

إتجاه الدائنين والموردين والموظفين والبنوك وغيرهم، ومنه يتم تحديد الفرق بين قيمة الأصول والإلتزامات، ومن خلال ذلك يتم إتخاذ القرار إما بشراء الشركة أو تأسيس شركة جديدة.

3. تكلفة الإحلال

يتم تحديد قيمة الشركة المستهدفة وفق هذه الطريقة من خلال تحديد تكلفة إنشاء شركة جديدة أو إستبدالها بأخرى بنفس المواصفات، وهذا كمجموع قيم الأصول الملموسة وتقدير قيمة كل الأصول الغير ملموسة، إذ تعتبر القيمة المحصل عليها بإستخدام هذه الطريقة أقرب إلى القيمة الحقيقية للشركة، لكن عملية تحديدها تتطلب معرفة كبيرة وخبرات عديدة في تحديد قيمة الأصول الغير ملموسة.

ثانياً: منهج السوق

المعروف أيضا بنهج مقارنة المبيعات، حيث يشترك هذا المنهج مع المنهج السابق بإعتماده على المبدأ الإقتصادي للإحلال، والذي ينطلق من منظور الشخص العقلاني الذي لن يكون مستعداً لدفع مقابل مادي لإقتناء أصل يكون أكثر من تكلفة إنشائه أو تكلفة الحصول على بديل مماثل له (Merriman, 2017, pp. 59-60).

يبدأ تطبيق أساليب هذا المنهج من خلال مقارنة خصائص الشركة المراد تقييمها مع خصائص الشركات المماثلة الموجودة في السوق، والتي بطبيعة الحال يكون لها قيمة معروفة ومحددة مسبقاً، إذ تتم عملية المقارنة من خلال طريقتان رئيسيتان، تتمثل الأولى في مقارنة شركة غير مدرجة في البورصة مع شركة بنفس المواصفات، وهي الحالة التي يصعب فيها العثور على بيانات قابلة للمقارنة، ومع ذلك فهناك قواعد بيانات متعددة تخص هذا النوع من الشركات، بحيث تُمكن أصحاب المصلحة من إستخدامها كمصدر موثوق للمعلومات، أما الطريقة الثانية فهي مقارنة شركة يتم تداول أسهمها علناً في إحدى البورصات، وهو الأمر الأسهل نسبياً، لأنه يمكن العثور بشكل أسرع وأقل تعقيداً على شركة بنفس المواصفات داخل قطاع معين تكون مناسبة للمقارنة (NIKOLOVA, GOGOVA, MATLIEVSKA, & SAJNOSKI, 2011, p. 3).

كما تجدر الإشارة إلى أنه من المستحيل العثور على شركات متطابقة تماماً سواءً أكانت مدرجة أم غير مدرجة، حيث يمكن الإكتفاء بنسبة تشابه كبيرة بين الشركتين، أو من خلال إجراء تعديل على البنود التي سيتم مقارنتها وتسمى المضاعفات.

خلال طريقة مقارنة الشركة المتداولة علناً، يتم تجميع إحصائيات عن الشركة التوجيهية بغرض تطوير مضاعفات التقييم بناءً على الأسعار التي يتم بها تداول أسهم الشركات المماثلة في البورصة، ويتم تطبيق هذه المضاعفات على البيانات الأساسية للشركة المعنية وربطها للوصول إلى تقدير قيمتها (Pratt & Niculita, 2008, p. 265).

من المميز أن نلاحظ أن أساليب المقارنة في منهج السوق تستخدم البيانات التاريخية الفعلية، وفي ما يلي ذكر لأهم مؤشرات المقارنة بين الشركات (NIKOLOVA, GOGOVA, MATLIEVSKA, & SAJNOSKI, 2011, p. 4):

1. نسبة السعر إلى الأرباح

بعد حساب مضاعف الربحية، يتم مقارنته مع مضاعف الربحية لشركات مماثلة في نفس الصناعة، مما يعطي معلومات حول دلالتة في تحديد قيمة الشركة المستهدفة، فعند تحديد سعر العرض المقدم لشراء الأسهم مثلاً، يقوم المشتري بعرض سعراً مضروباً في قيمة هذا المؤشر، وهو السعر الذي يكون مقارباً للقيمة السوقية إذا ما تم تحديد هذه الأخيرة وفق أساس واقعي.

2. نسبة الأصول إلى المبيعات

كما في الحالة السابقة، يتم مقارنة هذه النسبة الخاصة بشركات أخرى في الصناعة ذاتها، ثم يقدم المشتري سعر عرض مضروباً في قيمة إيرادات المبيعات، أو السعر الذي يكون قريباً من قيمة الأصول في الميزانية في حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة لها قيمة دفترية حقيقية.

ثالثاً: منهج الدخل

بخلاف المناهج الأخرى في التقييم، فإن تحديد قيمة للشركة المستهدفة بغرض الإدماج والإستحواذ وفق هذا المنهج يأخذ في الإعتبار التاريخ المالي لهذه الشركة، وهذا من خلال تقدير التدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي تقدير قدرة الشركة على توليد أرباح في المستقبل، وهناك طريقتان رئيسيتان لإستخدام هذا المنهج تتمثلان في ما يلي:

1. رسملة التدفق النقدي

من خلال هذه الطريقة يتم تحويل الدخل المتوقع للشركة إلى قيمة حالية، وهذا بقسمة إجمالي التدفق النقدي على معدل الرسملة، بحيث يحول هذا الأخير رقم عائد إقتصادي واحد فقط إلى قيمة حالية (Pratt & Niculita, 2008, p. 239).

2. التدفق النقدي المخصوم

تعتبر طريقة التدفق النقدي المخصوم أهم طرق تقييم الشركات في أوساط الأكاديميين والمحللين الماليين، إذ يتم تقييم الشركة وفق هذه الطريقة من خلال تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مستقبلاً مخصومةً بمعدل يعكس مخاطر هذه التدفقات (Damodaran A. , 2005, p. 696)، وعلى عكس معدل الرسملة فإن معدل الخصم يحول جميع العوائد المستقبلية المتوقعة (مهما كان تعريفها) إلى قيمة حالية محددة (Pratt & Niculita, 2008, p. 239) ، هذا بالإضافة إلى أخذ كل من الطريقتين للقيمة الزمنية للنقود في الإعتبار.

المطلب الثالث: طرق الدفع خلال عمليات الإندماج والإستحواذ

تمتلك الشركات المنخرطة في عمليات الإندماج والإستحواذ أكثر من طريقة دفع لإتمام هذه الصفقات نذكرها في يلي:

أولاً: طريقة الدفع نقداً

تعني طريقة التسديد النقدي خلال عمليات الإندماج والإستحواذ إستخدام النقد أو المال السائل لدفع قيمة الصفقة بين الشركات المندمجة خلال الإندماج، أو الشركة المستحوذة والشركة المستحوذ عليها خلال عمليات الإستحواذ، بحيث يمكن أن تشمل هذه الصفقات شراء الأسهم أو شراء الأصول، فعندما يتم التسديد نقداً يتم تحويل المبلغ المالي المنفق عليه مباشرة من حساب الشركة الدامجة أو المستحوذة إلى حساب الشركة المندمجة أو المستحوذ عليها، بحيث لا يتم إستخدام أي وسيلة أخرى من وسائل الدفع في الصفقة.

1. شراء الأسهم

خلال معاملات شراء الأسهم تقوم الشركة المقتنية بشراء أسهم الشركة المستهدفة بشكل مباشر من مساهميها، فإذا كانت هذه الأخيرة مدرجة في أحد الأسواق المالية، فستقوم الشركة المقتنية بتقديم عرض الشراء، لأنه من المرجح أن يكون عدد المساهمين في الشركات العامة كبيراً جداً بحيث يصعب التعامل معهم بشكل فردي، فإذا تم قبول العرض من قبل كل مساهمي الشركة المستهدفة، فيمكننا حينها إعتبار الشركة المستهدفة شركة فرعية مملوكة كلياً للشركة المستحوذة، أما إذا ما قوبل عرض الشراء بالرفض من قبل أقلية المساهمين، فإن هذه الشركة ستكون مملوكة جزئياً من طرف الشركة المستحوذة (DePamphilis, 2018, p. 417)، كذلك يمكن لشركة ما السيطرة على شركة مدرجة في البورصة من خلال التفاوض مع الكتلة المتحكمة، وهذا بشراء حصة كبيرة من مساهم مرجعي خارج أسعار سوق الأوراق المالية، أو عن طريق التجميع، حيث يتم إكتساب تدريجي لحصة تمكن من السيطرة على الشركة من خلال شراء مجموعات صغيرة من الأسهم في كل مرة (Meier & Schier, 2009, p. 67).

حتى تتمكن الشركة المستحوذة من إقناع مساهمي الشركة المستهدفة من بيع أسهمهم، لا بد لها من تقديم سعر أعلى من القيمة السوقية للأسهم، يسمى الفرق بين قيمة العرض المقدم والقيمة السوقية للسهم بعلاوة الإستحواذ، إذ تشكل هذه الأخيرة تقديراً للقيمة المخصصة من طرف إدارة الشركة المستحوذة من أجل حصولها على السيطرة على الشركة المستهدفة، ويجب أن تكون هذه العلاوة جذابةً كفايةً لجعل المساهمين يوافقون على بيع أسهمهم، وفي نفس الوقت تكون واقعية بالنسبة للشركة المستحوذة بحيث لا تشكل عبئاً ثقيلاً يمنعها من الإستفادة من هذا الإستثمار (Meier & Schier, 2009, p. 63)، ففي معظم التشريعات يخضع المكسب المحقق بالنسبة للمساهمين البائعين لأسهمهم إلى الضريبة.

خلال عملية شراء الأسهم تلحق كافة إلتزامات الشركة المستهدفة خلال السنوات الماضية والحالية بالشركة المستحوذة، و بالتالي ستتحمل جميع المخاطر التي تواجه الشركة المستهدفة.

2. شراء الأصول

تقوم الشركة المشترية وفق هذه العملية بشراء أصول الشركة المستهدفة، بحيث تتم عملية الدفع بشكل مباشر بين الشركتين، الدفع النقدي الناتج عن عملية الشراء يتم إعادته لمساهمي الشركة المستهدفة إما عن طريق أرباح الأسهم الموزعة، أو عن طريق تسهيل الأصول أو التصفية.

خلال عملية الشراء لاتعتبر موافقة مساهمي الشركة المستهدفة أمراً ضرورياً، حيث في كثير من الأحيان تتم هذه العمليات حتى دون علم المساهمين بالمفاوضات من الأساس، كذلك تعتبر هذه الطريقة غير ملزمة للشركة المستحوذة بتحمل كل إلتزامات الشركة المستهدفة وهذا عكس ما نجده في عمليات شراء الأسهم، حيث في كثير من الأحيان تقوم الشركة المشتريّة بعملية إنتقاء الأصول التي ترغب فيها وترك الأصول التي لا ترغب فيها، وبذلك ستتحمّل فقط إلتزامات الأصول المشتراة.

ثانياً: طريقة مبادلة الأسهم

يتضمن هذا النوع من الصفقات عملية إستبدال أسهم الشركة المندمجة أو المستحوذ عليها بأسهم من الشركة الدامجة أو المستحوذة بنسبة معينة يتم تحديدها من خلال التقدير المسبق للقيمة السوقية لأسهم الشركتين، إذ تقدم الشركة المقتنية عرض لتبادل الأسهم بين الشركتين، وبعد موافقة الطرف الثاني تقوم هذه الأخيرة بعملية زيادة لرأس مالها من خلال إصدار أسهم جديدة بهدف الإستبدال، فإذا كانت الشركة المستهدفة مدرجة في البورصة فسيتم حينها شطب كل أسهم هذه الأخيرة في تلك البورصة بالموازاة مع تسجيل ملكية الأسهم الجديدة.

إن إستخدام الأسهم فقط في صفقات الاندماج والإستحواذ له عدة فوائد تتمثل في:

- ✓ تحقيق التكامل الإستراتيجي من خلال تحفيز مساهمي الشركة المستهدفة لتبني الصفقة والمساهمة في تحقيق الأهداف المستقبلية للشركة المقتنية.
- ✓ تحسين هيكل رأس المال الخاص للشركة المقتنية دون الحاجة إلى دفع نقدي.
- ✓ توفير النقد من خلال عدم دفع الشركة المقتنية لأي مبلغ نقدي مما يجعلها تحافظ على كامل قدراتها المالية والإئتمانية لمواصلة إقتناص الفرص الإستثمارية ومتابعتها خلال فترة التكامل (DePamphilis, 2018, p. 403).
- ✓ تجنب التوحيد الضريبي والمحاسبي والإجتماعي الذي ينطوي على إجراءات شاقة ومتعبة ويمكن أن تشكل عقبات كبيرة، لا سيما في ما يتعلق بإدارة الجوانب الإجتماعية لعمليات الاندماج والإستحواذ (Meier & Schier, 2009, p. 75).

ثالثاً: الطريقة المختلطة

يعني الدفع المختلط استخدام مزيج من النقد والأسهم لإتمام الصفقة، حيث يتم شراء جزء من الأسهم أو الأصول نقداً، والجزء الآخر عن طريق مبادلة الأسهم، ونستعرض في ما يلي أهم الأسباب وراء إختيار الدفع المختلط كوسيلة للدفع خلال عمليات الإندماج والإستحواذ (DePamphilis, 2018, p. 404):

- ✓ قد يؤدي تقديم خيارات دفع متعددة لمساهمي الشركة المستهدفة إلى التشجيع على مشاركة أكبر في عروض الشراء.
- ✓ بعض مساهمي الشركة المستهدفة قد يفضلون تلقي مزيج من الأسهم والنقد من الشركة المقتنية إذا كانوا غير واثقين من إمكانية إرتفاع قيمة هذه الأسهم.
- ✓ قد يتم تفضيل هذه الطريقة في الدفع من قبل المساهمين إذا كانوا بحاجة إلى سيولة لدفع الضرائب المستحقة على بيع أسهمهم.
- ✓ قد يختار المستحوذون الذين لا يمكنهم توفير عرض نقدي كامل، أو الذين يرغبون في تخفيف عرض الأسهم بالكامل تقديم مزيج بين النقد والأسهم.

المطلب الرابع: عوامل نجاح عمليات الإندماج والإستحواذ

نظراً لدرجة التعقيد التي تتسم بها عمليات الإندماج والإستحواذ، فقد تواجه هذه الصفقات تحديات كبيرة تؤدي في بعض الأحيان إلى فشل مدمر، إذ يتأثر نجاح وفشل هذه الإستراتيجية بعوامل متعددة تتداخل فيما بينها لتشكل تجربة فريدة تميز كل عملية عن أخرى تقريباً.

فمن خلال الرجوع إلى تاريخ هذه الصفقات يمكننا الوقوف عند حقيقة مفادها أن معدلات الفشل التي سجلتها هذه العمليات كبيرة جداً، لكن هذا لا يمنع من إمكانية الجمع بين التأزر المتوقع والمحقق من ورائها، فتحقيق ذلك يعتمد على تحقيق النجاح في تحدي خلق قيمة مضافة من وراء دمج كيانين منفصلين، وفي هذا السياق إستعراض لأهم العوامل التي من شأنها أن تؤدي إلى نجاح عمليات الإندماج والإستحواذ:

أولاً: أداء عملية الفحص النافي للجهالة

يعتبر الفهم الجيد لعمليات الشركة المستهدفة من خلال التقييم والتحقيق في بياناتها مفتاح نجاح الصفقة، وهذا ما يجعل الضوء مسلطاً على أداء عملية الفحص النافي للجهالة على الشركة المستهدفة، إذ تتجاوز هذه الأخيرة مجرد إلقاء نظرة خاطفة على البيانات المالية لهذه الشركة لتشمل تقييم مجموعات كبيرة من المعلومات الفكرية والتجارية وغيرها من المعلومات المادية المتوفرة حولها، إذ يعد التحليل الشامل لجميع المقاييس المالية أمراً حيوياً لتحقيق صفقة ناجحة (Okafor, 2019, p. 180)، فذلك يسمح بالإحاطة بكل القدرات المالية الحقيقية والقضايا القانونية للشركة المستهدفة، بالإضافة إلى الكشف عن أية إلتزامات يتم إخفاؤها والتي ستحملها الشركة المقتنية بصفة إلزامية بعد إتمام الصفقة.

تبرز الأبحاث الحالية أن مدى القدرة على إدارة الاختلافات الثقافية بين الشركات المندمجة له دور كبير في نجاح وفشل عمليات الاندماج والإستحواذ (Denison & Ko, 2016, p. 55)، فأكثر حالات فشل صفقات الاندماج والإستحواذ التي تم توثيقها كانت نتيجة لعدم التوافق الثقافي بين الشركات المندمجة، إذ يعتبر إندماج شركتي Chrysler و Daimler-Benz، بالإضافة الى إستحواذ شركة Sprint على Comminications Nextel أبرز الأمثلة على كيفية تسبب تضارب ثقافات العمل والمنافسة وقاعدة العملاء في حدوث خسائر كبيرة وبالتالي فشل صفقات الاندماج والإستحواذ (Okafor, 2019, p. 181).

تعتبر عملية الفحص النافي للجهالة الأداة التي يجب أن تحقق بها الشركة المقتنية أقصى إستفادة، ليس فقط من خلال الوقوف على المركز المالي الحقيقي للشركة المستهدفة، وإنما محاولة الفهم الجيد للثقافة السائدة في الشركة المستهدفة وتكوين صورة عن مدى إمكانية تحقيق التآزر في المستقبل بين الشركتين، وكذلك تقدير المخاطر المرتبطة بتحقيق الأهداف المشتركة، فبعد عملية مراجعة للأدبيات تم إستخلاص أهم النقاط التي يجب التركيز عليها خلال عملية الفحص النافي للجهالة للشركة المستهدفة والتي قد تساهم بشكل كبير في نجاح أو فشل عمليات الاندماج والإستحواذ، تتمثل في ما يلي:

✓ مدى التوافق الإستراتيجي بين الشركتين.

✓ مدى فهم مصادر خلق القيمة والتركيز عليها.

✓ مستوى الموارد البشرية.

✓ مستوى الكفاءات الإدارية.

✓ مدى تقدير الوقت والتكلفة لتحقيق التآزر.

- ✓ مدى المعرفة المتخصصة بالصناعة التي تنشط فيها.
- ✓ مستوى التنظيم في الشركة.
- ✓ التقدير الجيد لحجم الشركة ومركزها المالي.
- ✓ مدى توافق أساليب الإدارة.
- ✓ مدى التوافق الثقافي.
- ✓ مدى التطرق للجوانب الإنسانية.
- ✓ مدى رضا الموظفين والعملاء.
- ✓ تقدير مدى إمكانية تحقق التكامل البشري بين الشركتين.

ثانياً: العلاوة المدفوعة

تعتبر علاوات الشراء المدفوعة للشركات المستهدفة خلال عمليات الإندماج والإستحواذ دليل على نجاح أو فشل تلك الصفقات، حيث أن الجودة الفريدة للصفقات الناجحة تكمن في الإستراتيجية المعتمدة لدفع علاوة شراء بحيث تكون أقل مقارنة بالتأزر المتوقع، ونظراً لأن العلاوة تحدد سعر الشراء النهائي المدفوع للشركة المستهدفة فإن إرتفاع سعر العرض مقدّمة لفشل صفقات الإندماج والإستحواذ (Okafor, 2019, p. 180).

يمكن أن تدفع الشركة المقتنية لمبلغ مبالغ فيه بالرغم من تقديرها الجيد لقيمة الهدف ولإمكانيات التأزر المتوقع بين الشركتين، ويمكن إرجاع ذلك إلى سوء القدرات التفاوضية لإدارة الشركة المقتنية، أو إلى التسرع في حسم الصفقة أو النقد الزائد، بالإضافة إلى إبرام الصفقة في الوقت الخطأ. يشار إلى توقيت الصفقات خلال موجة الإندماج والإستحواذ بالتمركز المبكر، حيث يزيد ذلك من فرصة نجاح هذه الصفقات لأن من يتمركز مبكراً خلال دورة الإندماج والإستحواذ يمكنه من الدفع أقل، الأمر الذي يمكنه من خلق مزيجاً فريداً من التأزر الذي لا يضاهي، وعلى عكس ما سبق فعندما تشتد دورة الأعمال تكون المنافسة عالية، ويزيد إغراء المزايدة مما يؤدي إلى إرتفاع المبالغ المدفوعة، كذلك خلال فترات الركود تكون أسعار الأسهم منخفضة، مما يوفر فرصاً للمستحويين لإبرام صفقات رخيصة (Okafor, 2019, p. 181).

ثالثاً: عوامل أخرى

- هنالك العديد من العوامل الأخرى التي تم تناولها في الأدبيات، والتي يمكن أن تلعب دوراً في نجاح أو فشل صفقات الإندماج تتمثل في ما يلي:
- ✓ القدرة على التواصل.
 - ✓ القدرة على الرؤية الواضحة فيما يخص النوايا من وراء الصفقة.
 - ✓ مدى التقدير لردود الفعل داخل الشركة المستهدفة إتجاه أن يتم الإستحواذ عليك.
 - ✓ مدى توفر الخبرة في عمليات الإندماج والإستحواذ.
 - ✓ سرعة التكامل.
 - ✓ مدى نجاعة الدور القيادي في إدارة عمليات الإندماج والإستحواذ خلال كل مراحلها.
 - ✓ كيفية التعامل مع التحديات السياسية.
 - ✓ كيفية التعامل مع إدارة التغيير.
 - ✓ كيفية التعامل مع تحدي الوقت للإدارة.

خلاصة الفصل

تمثل عمليات الإندماج والإستحواذ إستراتيجية هامة بالنسبة للشركات الساعية لتحقيق النمو وتعزيز القدرات التنافسية محليا ودوليا، إذ يشير الإندماج إلى إنصهار شركتين لتشكيل شركة جديدة، في حين يشير الإستحواذ إلى عملية شراء شركة مستقلة من قبل شركة أخرى، ومنه فإن الإندماج والإستحواذ فكرة تتمثل في عملية تبادل السيطرة والموارد والقدرات البشرية والتكنولوجية المختلفة بين الشركات بغرض تحقيق أهداف إستراتيجية وأخرى مالية، وتأخذ هذه العمليات عدة أشكال يتم تقسيمها من الناحية الإقتصادية، أو من ناحية التوزيع الجغرافي، بالإضافة إلى تقسيمات من حيث الرغبة، كما أنه بالنظر إلى المزايا العديدة التي يمكن أن تحملها عمليات الإندماج والإستحواذ للشركات والإقتصاد، فإنها كذلك لا تخلو من العيوب والمخاطر.

إن عمليات الإندماج والإستحواذ تأتي على شكل موجات، فقد كان العالم شاهداً على سبع موجات مازالت آخرها مستمرة إلى يومنا هذا، تأتي هاته الموجات نتيجة للظروف السياسية والإقتصادية والتكنولوجية، كما يختلف تركيزها ومدى نشاطها من صناعة إلى أخرى، ومن منطقة إلى أخرى.

تتبع الشركات لإنجاز صفقات الإندماج والإستحواذ عدة مراحل تقسم إلى مجموعتين رئيسيتين، الأولى تكون قبل إمضاء عقد الصفقة، والثانية بعد إمضاء هذا العقد، كما أن تقييم الشركات المستهدفة يعتبر جزء أساسي ومهم خلال تنفيذ عمليات الإندماج والإستحواذ، لذلك تُجرى تقييمات مالية معينة لتحديد القيمة الحقيقية للشركة المستهدفة بدقة، ثم يتم إختيار طريقة الدفع المناسبة، سواء نقداً، أو من خلال تبادل الأسهم، أو مزيج بين الطريقتين، وهذا بما يتناسب مع الظروف الإستراتيجية المتبعة في كل صفقة.

الفصل الثاني

أسواق الأوراق المالية وكفاءتها

تمهيد:

إن التزايد الكبير والمستمر في عدد شركات المساهمة أدى إلى إشتداد المنافسة، وبالتالي إزدياد الحاجة إلى أموال إضافية لدعم مختلف الإستراتيجيات والتي يعد أبرزها النمو والتوسع، ومن هذا المنطلق أصبح من الضروري وجود نظام مالي فعال يساهم في جمع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الشركات التي تحتاجها في أي وقت تشاء، ومن هنا يأتي دور البورصة كمنصة حيوية توفر بيئة منظمة وآمنة لتسهيل عمليات التمويل.

علاوة على كون البورصة وسيلة فعالة للشركات لجمع رؤوس الأموال التي تحتاجها من خلال إصدار الأوراق المالية المختلفة، فإنها كذلك تمكن المستثمرين من شراء وبيع هذه الأخيرة بكل سهولة ويسر، وهذا من خلال توفير الإجراءات والقواعد التي تضبط المعاملات، بالإضافة إلى توفر العديد من الأعوان والمراقبين لإضفاء الصرامة وترسيخ مبدأ الشفافية.

إن عملية تداول الأوراق المالية عملية معقدة للغاية، لأنها تنطوي على مخاطر تعرض المتداولين للخسارة، لذا تتطلب هذه العملية فهماً عميقاً للديناميكية التي تعمل وفقها أسواق الأوراق المالية، وتحليل مختلف العوامل التي من شأنها التأثير على مقدار الربح والخسارة.

للإحاطة بما سبق سيتم تقسيم مباحث هذا الفصل كما يلي:

- ❖ المبحث الأول: الأساس النظري لأسواق الأوراق المالية.
- ❖ المبحث الثاني: فهم وتحليل سوق الأوراق المالية.
- ❖ المبحث الثالث: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الأساس النظري لأسواق الأوراق المالية

تعتبر البورصة إحدى أقدم المؤسسات المالية الرئيسية في إقتصاد الدول المتقدمة، وهذا لدورها الحيوي في النظام المالي، والذي يتجلى في الربط بين الحكومات والشركات والمستثمرين من جهة، وتنظيم ومراقبة المعاملات من جهة أخرى.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

إن فهم الجذور التاريخية للبورصة كمصطلح ومفهوم، بالإضافة إلى تطورها يعتبر خطوة أساسية لفهم دورها الحالي، وأهميتها في النظام المالي الوطني والدولي.

أولاً: نشأة وتطور البورصة

لم تكن البورصة بالشكل المعروفة به حالياً عند نشأتها، وإنما شهدت عدة تغيرات على مدى قرون جعلتها تعكس التطور الحاصل على مستوى وحجم المعاملات في كل حقبة زمنية.

1. البورصة في العصور القديمة

إن أسواق الأوراق المالية لم تتخذ شكلها الحالي إلا في القرن السادس عشر، حيث كان يتم على مستواها تبادل الأوراق المالية الحكومية والسلع وأدوات الدين، وهذه الأخيرة كانت مقتصرةً بشكل أساسي على دول أوروبا الغربية منذ القرن الحادي عشر، فأقرب إشارة لهذه الأسواق كانت تأتي من فرنسا في ذلك الوقت، بتشكيل نظام يسمح بتداول الديون الزراعية من خلال تحويل العملات نيابة عن البنوك مما يجعل الفرنسيين أول الوسطاء على الإطلاق (Rjumohan, 2019, p. 15)، أما منشأ مصطلح "بورصة" فيعود إلى مصدرين، يتمثل الأول في تجمع عدد كبير من التجار بغرض إتمام عمليات الشراء والبيع داخل منزل أحد التجار الأغنياء في بلجيكا، كان اسمه فاندر بورص (Vander Bourse)، والذي أستمد إسم البورصة من إسمه، أما المصدر الثاني فيتمثل في تلك الممارسة التي كانت سائدة في فندق في مدينة بروج ببلجيكا، حيث كانت تجتمع كبرى العائلات العاملة في مجال الصيرفة من أجل دراسة عمليات شراء وبيع السلع وكتابة بواليص التأمين، وكل ما له صلة بعمليات بيع وشراء النقود مطلع القرن الرابع عشر (بلجيكية، 2010، الصفحات 24-25).

تم إضفاء طابع مؤسساتي على إجتماعات التجار، لتصبح في عام 1409 من الناحية الفنية أول نظام تبادل يحمل اسم بورصة بروج، لتنتشر بسرعة مثل هذه المعاملات مما أدى إلى إفتتاح بورصات مماثلة في ولايات مجاورة ودول أوروبية أخرى بعد إزدهارها في بروج، كان التجار والمصرفيون في هذه البورصات يتداولون الأدوات المرتبطة بالشؤون الحكومية والديون الفردية والأعمال، ولم يتم تداول الأسهم بعد في هذه الأسواق، لكنها ساعدت في إنشاء البنى التحتية الملائمة لعمل أسواق الأسهم القادمة (Rjumohan, 2019, p. 15).

2. بداية تداول الأسهم

تعتبر شركات الهند الشرقية الهولندية أول من قام بإصدار أسهم للعامة في أوائل القرن السابع عشر، حيث قدمت الحكومات الهولندية والفرنسية والبريطانية موثيق لهذه الشركات والتي كانت تشرف على الرحلات البحرية لجلب البضائع من الشرق، ولغرض تقليل المخاطر المرتبطة بهذه الرحلات، سعى أصحاب السفن إلى البحث عن مستثمرين لتمويل الرحلات مقابل نسبة مئوية من العائدات، بحيث يقوم هؤلاء المستثمرون بتوزيع المخاطر من خلال الإستثمار في مشاريع مختلفة ومتعددة في وقت واحد، و كانت هذه أولى أشكال شركات المساهمة الحديثة (BEATTIE, 2023).

عندما أثبتت شركات الهند الشرقية الهولندية نجاعة إصدار الأسهم، حذت حذوها الشركات في جميع أنحاء إنجلترا وبلجيكا وفرنسا وهولندا، فبعد الفقاعة المالية الأولى في تسعينيات القرن الثامن عشر، كان تداول الأسهم يتم بقوة في الولايات المتحدة الأمريكية، ففي 17 ماي 1792 إجتمع 24 سمسار للأوراق المالية تحت شجرة الدلب (Buttonwood tree) ووقعوا وثيقة شاملة تمكنهم من تداول خمس أسهم فيما بينهم، والتي سميت في ما بعد باتفاقية بوتووند Buttonwood، و هذا كان بمثابة التأسيس الفعلي لبورصة نيويورك (Rjumohan, 2019, pp. 16-17).

3. البورصات الحديثة

لم تكن بورصة نيويورك هي الأولى من نوعها في الولايات المتحدة الأمريكية، لكن سرعان ما أصبحت هي الأقوى، فموقع البورصة الذي يدعم الأعمال والتجارة المنقلة من وإلى الولايات المتحدة، بالإضافة إلى دعم متطلبات الإدراج والرسوم مكن بورصة نيويورك من أن تصبح مؤسسة ثرية، فبورصة لندن

والتي تعتبر الأشهر في أوروبا تم إنشاؤها رسمياً في عام 1773، أي قبل حوالي عقدين تقريباً من إنشاء بورصة نيويورك عام 1792، ومع ذلك فإن بورصة لندن قامت بتقييد الأسهم بينما قامت بورصة نيويورك فوراً بتداول الأسهم (BEATTIE, 2023).

في سنة 1971، وبعد حوالي قرنين من الهيمنة بلا منازع ظهر لبورصة نيويورك منافسها الأبرز والمتمثل في بورصة ناسداك NASDAQ، حيث عملت هذه الأخيرة بطرق مناقضة تماماً لتلك التي كانت تعمل بها البورصات التقليدية، فبينما كانت عمليات أسواق الأوراق المالية التقليدية تتم في موقع فعلي معلوم للجميع، إستخدمت بورصة ناسداك شبكة من أجهزة الكمبيوتر تمكنت خلالها من إجراء جميع عمليات تداول الأسهم بطريقة إلكترونية، حيث كان ذلك بمثابة خطوة كبيرة إلى الأمام في مجال عمل البورصات آنذاك، والذي أكسبها ميزة إضافية على جميع أسواق الأسهم الأخرى (Rjumohan, 2019, p. 19).

الآن لا يوجد أي بلد تقريباً في العالم بدون سوق أوراق مالية خاص به، فالיום تتمتع البلدان من اليابان إلى لندن وكندا وأستراليا بأسواق أسهم جد متطورة، فإنتتاح الأسواق العالمية اليوم بالإضافة إلى التطور التكنولوجي أدى إلى زيادة كفاءة عمليات التداول وسرعتها ومرونتها، كما تم التقليل من تدخل العنصر البشري في هذه العمليات، وكذلك في البلدان النامية، حتى وإن ضمت أسواقها عدداً قليلاً من الشركات المدرجة، إلا أن ذلك مكن هذه الشركات من أن تكون في متناول المستثمرين الأجانب.

ثانياً: تعريف البورصة

يطلق على البورصة أيضاً سوق الأوراق المالية، وهي سوق منظمة يتم على مستواها تداول الأسهم والسندات بالإضافة إلى الأوراق المالية الأخرى، فهي تقوم بتوفير آلية يتم من خلالها تمكين الشركات من جمع رأس المال لأغراض توسعية عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة (Musonera & Safari, 2008, p. 63).

تعرف البورصة كذلك على أنها المكان الذي يلتقي فيه المشترون والبائعون لتبادل سلعة معينة متمثلة في الأوراق المالية، من خلال السماسرة، إذ يتم تحديد السعر فيها في ظل وجود مجموعة كبيرة من المشترين، مع سهولة عملية الإتصال فيما بينهم، وبما أن السعر فيها يتحدد بفعل قوى العرض والطلب لذا فهي سوق المنافسة الكاملة (بوكساني، 2006، صفحة 44).

تعني البورصة أيضا هيئة ما أو أفراد سواء تم تأسيسهم أم لا، يتم تشكيلهم لمساعدة تنظيم أو السيطرة على عمليات البيع والشراء أو التعامل بواسطة الأوراق المالية، بعبارة أخرى هي عبارة عن رابطة من الوسطاء الأعضاء بهدف التنظيم الذاتي، وكذلك حماية مصالح أعضائها (Musonera & Safari, 2008, p. 63).

من خلال التعاريف السابقة للبورصة يمكننا إستخلاص ما يلي :

- ✓ البورصة مكان محدد.
- ✓ البورصة سوق منظم.
- ✓ يتم على مستوى البورصة عملية بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة.
- ✓ تتيح البورصة الوصول إلى الأسعار بشكل أكثر شفافية.
- ✓ تعتمد البورصة على قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار من خلال مشاركة عدد كبير من المتعاملين الذين لديهم كامل حرية المشاركة في السوق من عدمها، وهو ما يطلق عليه سوق المنافسة الكاملة لإنعدام أي مظهر من المظاهر الإحتكارية.
- ✓ تعمل البورصة بموجب لوائح وقوانين تنظم عمليات التداول وتحمي حقوق جميع الأطراف المتعاملة من خلال ضمان نزاهة المعاملات في السوق.

ثالثا: وظائف البورصة

يمكن تحديد الوظائف الأساسية التي تقوم بها البورصة في النقاط التالية:

- ✓ تقوم البورصة بتوظيف رؤوس الأموال وتعبئة المدخرات، من خلال توفير منصة للمستثمرين تحتوي فرصاً متنوعة لتوظيف أموالهم في مجموعة واسعة من الأصول المالية، بما في ذلك الأسهم والسندات وصناديق الإستثمار والسلع وغيرها.
- ✓ نشر المعلومات المتعلقة بعمل البورصة، وكذلك المعلومات الخاصة بأسعار الأوراق المالية المتداولة بصورة يومية، بالإضافة إلى المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات المدرجة.
- ✓ التسعير المناسب للأصول المالية وتوفير السيولة اللازمة لتنفيذ العمليات.
- ✓ توفير الوساطة والتسوية بين البائعين والمشتريين والمساهمة في ترشيد القرارات الإستثمارية.

✓ التنظيم والمراقبة الدورية لضمان النزاهة، وهذا من خلال وضع القواعد واللوائح المختلفة، وترخيص الشركات والوسطاء، بالإضافة إلى مراقبة السوق والتداول وتنفيذ الإجراءات التأديبية اللازمة في حالة إكتشاف المخالفات.

رابعاً: أهمية البورصة

تعتبر البورصة أداة هامة للمستثمرين والشركات والإقتصاد ككل، وهذا بفضل الدور الحاسم الذي تقوم به من أجل تسهيل الإستثمار وتحسين حوكمة الشركات، بالإضافة إلى توفير السيولة والمساهمة في التنمية الإقتصادية للبدان.

1. أهمية البورصة بالنسبة للمستثمرين

للبورصة أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين تتجلى في ما يلي - (Musonera & Safari, 2008, pp. 63-64):

1.1. تعبئة و حشد المدخرات للإستثمار

عند قيام الأفراد بسحب مدخراتهم وإستثمارها في الأسهم، فإن ذلك يؤدي إلى تخصيص أكثر عقلانية لهذه الموارد، في حين أن الأموال التي كان يمكن إستهلاكها، أو مجرد الإحتفاظ بها على شكل ودائع معطلة لدى البنوك، يتم حشدها وإعادة توجيهها لتعزيز الصناعة والتجارة.

2.1. خلق فرص إستثمارية مناسبة لصغار المستثمرين

يعتبر الإستثمار في الأسهم مفتوحاً لكل المستثمرين سواء الكبار أو الصغار، وهذا عكس الأعمال الأخرى التي تتطلب نفقات رأسمالية ضخمة، فالمستثمر يقوم بشراء عدد من الأسهم والذي يكون بمقدوره تحمله، ولهذا تعتبر البورصة مصدر دخل إضافي جاذب لصغار المدخرين.

3.1. إعادة توزيع الثروات

يعد منح العديد من الأفراد فرصة إقتناء أسهم شركات مدرجة في أن يصبحون مالكيين جزئيين لشركات مربحة، إذ تساعد البورصة في تقليل الفجوات الكبيرة في الدخل بين الأفراد، لأنه بفضلها أصبح الأشخاص يتحصلون على فرصة المشاركة في أرباح شركات تم تأسيسها من قبل أشخاص آخرين.

4.1. توفير الأمان للمستثمرين

تقوم البورصة بتوفير الحماية اللازمة لحقوق المستثمرين من المعاملات والممارسات الغير عادلة بفضل توفر القواعد واللوائح والأنظمة، بالإضافة الى الحرص على تطبيق هذه التشريعات من خلال الرقابة الصارمة التي تمارسها.

2. أهمية البورصة بالنسبة للشركات

لا يمكن لأي شركة أن تقوم بإدراج أسهمها في البورصة إلا بعد إستيفاء مجموعة من الشروط والتي تختلف من بلد إلى آخر، فإدراج الشركات في البورصة يعتبر خطوة إستراتيجية هامة للشركات التي تسعى لتحقيق نمو مستدام، فعند إدراجها تحقق عدة فوائد من بينها (Musonera & Safari, 2008, p. 64):

1.2. تعزيز صورة الشركة

عموماً يتم الإعتقاد أن الشركات المدرجة في إحدى أسواق الأوراق المالية تكون أكثر إستقراراً من الناحية المالية، حيث قد يؤدي الإدراج إلى تحسين صورة الشركة في نظر عملائها ومورديها، الأمر الذي يمكنها من الحصول على أعمال إضافية، بالإضافة إلى زيادة قوتها الشرائية.

2.2. تسهيل النمو من خلال عمليات الإندماج والإستحواذ

تعتبر الشركة المدرجة في وضع أفضل عند تقديمها لعروض الإندماج والإستحواذ إذا ما قورنت بالشركات الغير مدرجة.

3.2. التسويق الجيد للأسهم

يؤدي إدراج الشركة في البورصة إلى إمكانية شراء أسهمها وبيعها بكميات صغيرة نسبياً وفي أي وقت، فالمستثمرين الحاليين بإمكانهم التصرف في جزء من ممتلكاتهم بسهولة تامة.

4.2. توسيع مصادر التمويل

يؤدي إدراج أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية إلى توسيع أعداد المستثمرين المحتملين، وهو ما قد يؤدي إلى تحسين القدرة الائتمانية للشركة، بالإضافة إلى تمكّنها من الحصول على التمويل بطرق أسهل وأرخص.

3. أهمية البورصة بالنسبة للإقتصاد

تحظى البورصة بأهمية بالغة في دفع عجلة الإقتصاد نحو النمو المستدام، إذ تستمد البورصة أهميتها بالنسبة لإقتصاد الدول من خلال الوظائف التي تقدمها للمستثمرين والشركات بصفة عامة، وفي ما يلي إستعراض لبعض الطرق التي تساهم بها البورصة في التنمية الإقتصادية (Uchhangappa, 2023, pp. 127-128):

1.3. تشجيع الإستثمار الأجنبي

تعتبر البورصة البوابة التي من خلالها يمكن للمستثمرين الأجانب توظيف أموالهم في السوق المحلية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للداخل، مما يساهم في النمو الإقتصادي من خلال خلق أعمال وفرص عمل جديدة وزيادة الإنتاجية.

2.3. تعزيز التجارة الدولية

يمكن للبورصة تعزيز التجارة الدولية، وبالتالي المساهمة في النمو الإقتصادي من خلال توفير منصة للشركات تمكّن من جمع رأس المال بغرض التوسع الدولي، مما يساعد هذه الشركات على توسيع دائرة عملياتها والوصول إلى الأسواق العالمية والمساهمة في زيادة الصادرات.

3.3. تعزيز الابتكار والإبداع

لإدراج الشركات في البورصة لابد لها من تلبية معايير معينة، والتي يمكن أن تساهم في تشجيع هذه الشركات على الابتكار والإبداع، بالإضافة إلى أن الشركات التي يتم تداول أسهمها علناً لها ميزة الوصول إلى رأس المال بطرق أسهل، وفي ظل سعي الشركات المدرجة للحفاظ على إدراجها في البورصة وتعزيز قيمة أسهمها يمكن أن تقوم باستخدام تلك الأموال لتمويل مبادرات البحث والتطوير، والذي بدوره يؤدي إلى تطوير المنتجات والخدمات مما يساهم في النمو الإقتصادي.

4.3. تحسين حوكمة الشركات

تلتزم الشركات المدرجة في البورصة إتباع اللوائح التنظيمية والمعايير المتعلقة بالشفافية، مما يقلل سوء الإدارة ومخاطر الإحتيال، الأمر الذي يؤدي إلى تعزيز ثقة المستثمرين وبالتالي جذب المزيد من الإستثمارات.

5.3. تحفيز ريادة الأعمال وتعزيز الشمول المالي

تعتبر البورصة حافز إضافي للمؤسسات الجديدة والمبتكرة لجمع رأس المال، وهذا من خلال إمكانية توفير البورصة لمنصة خاصة بتمويل المؤسسات الريادية مما يؤدي إلى إنشاء أعمال تجارية جديدة كلياً وخلق فرص عمل، هذا بالإضافة إلى كون البورصة تلعب دوراً حيوياً في تعزيز الشمول المالي من خلال إتاحة الوصول إلى أسواق رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة وغيرها من المجموعات الغير ممثلة تمثيلاً كاملاً، كل هذا يساعد في تعزيز التنمية الإقتصادية للبلاد.

6.3. تشجيع المسؤولية الإجتماعية للشركات

يتوجب على الشركات المدرجة في البورصة أن تلتزم بمتطلبات المسؤولية الإجتماعية للشركات بالإضافة للوائح الأخرى، الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى تعزيز الممارسات التجارية المستدامة وكذلك زيادة المسؤولية الإجتماعية بين الشركات، وهذا ما يعود بالفائدة على المجتمع والإقتصاد ككل.

7.3. تعزيز الإستقرار المالي

يمكن للبورصة أن تعزز من الإستقرار المالي من خلال التنظيم الفعال لعمليات تداول الأوراق المالية في السوق، مما يؤدي إلى تقليل مخاطر تقلبات السوق والأزمات المالية الأخرى، وهذا ما يدعم النمو الإقتصادي.

8.3. تسهيل وتنظيم عمليات الإندماج والإستحواذ

يمكن للبورصة توفير منصة خاصة بالشركات الساعية لجمع رأس المال والإستحواذ على شركات أخرى، وهذا يعتبر دعم لعمليات الإندماج والإستحواذ بغرض إنشاء كيانات أكبر وأكثر قدرة على المنافسة وخاصة على المستوى الدولي، والذي يمكن أن يساهم في دعم نمو الإقتصاد المحلي.

المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تحتل الأوراق المالية المتداولة في البورصة مكانة بارزة كوسيلة لتمويل الشركات من جهة ووسيلة للمستثمرين لتحقيق عوائد مالية من جهة أخرى، إذ تتعدد هذه الأوراق سواءً أكانت تمثل أداة ملكية أو أداة دين أو مشتقات وأدوات مهجنة، وفي ما يلي عرض لأهم هذه الأوراق:

أولاً: الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية مستند يحمل قيمة محددة يثبت حق صاحبها في ملكية جزء معين من رأس مال شركة ما، لهذا فهي تمثل ملكية أصلية في الشركة مقابل الإلتزام بواجبات محددة، ومن أجل الحصول على المال لتمويل الخطط الإستثمارية المختلفة، تقوم الشركات بإصدار الأسهم للإكتتاب من قبل الراغبين والمهتمين بإقتنائها، ثم تصبح هذه الأسهم جاهزة للتداول في البورصة (عبد الجواد و الشديفات، 2006، صفحة 98).

لحامل السهم العادي الحق في نقل ملكية هذا السهم إلى شخص آخر إما بالتنازل أو البيع، وذلك لعدم أحقيته في المطالبة بإسترجاع قيمته ولا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق الأوراق المالية، كذلك يحق لحملة الأسهم العادية التصويت في الجمعية العمومية بقدر عدد الأسهم التي يحوزونها، بالإضافة إلى

الحصول على حصة من الأرباح إذا ما تقرر توزيعها والقيمة التصفوية في حالة التصفية، وهذا بعد إستيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم (بلجبلية، 2010، الصفحات 12-13).

للسهم العادي ثلاث قيم مختلفة، قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، تتمثل القيمة الإسمية عادة في القيمة المكتوبة على قسيمة السهم والتي ينص عليها العقد التأسيسي، بينما تتمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية - متضمنة الإحتياطات والأرباح المحتجزة وإستثناء الأسهم الممتازة - مقسومة على عدد الأسهم العادية التي تم إصدارها، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يتداول بها السهم في سوق الأوراق المالية (هندي، 2006، صفحة 7)، وتتحدد القيمة السوقية للسهم من خلال قانون العرض والطلب الذي بدوره يتأثر بالمعلومات الواردة للسوق حول المركز المالي للشركة وأدائها، توقعات المستثمرين، العوامل السياسية والإقتصادية، وكذلك القرارات التي تتخذها إدارة الشركة مثل توزيع الأرباح، بالإضافة إلى عمليات الإندماج والإستحواذ وغيرها من الأحداث الهامة.

ثانياً: السندات

تعد السندات بمثابة عقد أو إتفاق بين الشركة بإعتبارها الطرف المُقرض والمستثمر بإعتباره الطرف المُقرض، وبمقتضى هذا العقد تتعهد الشركة برد أصل المبلغ والفوائد المترتبة عنه خلال تواريخ محددة، ويمكن أن يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض مثل حق الإستدعاء قبل تاريخ الإستحقاق، أو شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض من أصول الشركة كضماناً للسداد (هندي، 2006، صفحة 29).

لحملة السندات الحق في التنازل عنها أو بيعها في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى الحصول على حقوقهم كاملة في حالة التصفية قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك الحصول على أقساط الدين والفوائد بصفة دورية وفي موعدها المحدد بغض النظر عن تحقيق الشركة لأرباح أم لا، كما لا يحق لحملة السندات التدخل في قرارات مجلس الإدارة بأي حال من الأحوال.

للسندات قيمة إسمية تصدر بها لأول مرة، بحيث تبقى هذه القيمة ثابتة ولا تتغير منذ التاريخ الذي تم إصدارها فيه وحتى تاريخ الإستحقاق، بالإضافة إلى قيمة جارية تتمثل في القيمة التي يتم على أساسها تداول هذه السندات في سوق الأوراق المالية (بوكساني، 2006، صفحة 62).

ثالثاً: الأسهم الممتازة

تمثل الأسهم الممتازة سند ملكية من الناحية القانونية، لكن تختلف هذه الملكية عن تلك التي تنشأ نتيجة حيازة الأسهم العادية، ولهذه الأسهم قيمة إسمية وقيمة دفترية بالإضافة إلى قيمة سوقية، حيث تتمثل القيمة الدفترية في قيمة هذه الأسهم كما تظهرها دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة التي تم إصدارها، كما أن لحملتها الأولوية في أموال التصفية قبل حملة الأسهم العادية، بالإضافة إلى الحق في توزيعات دورية ثابتة تتحدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم، وعلى الرغم من أن هذا النوع من الأسهم ليس لها تاريخ إستحقاق محدد إلا أنه قد يتم النص على إستدعاء حملتها في توقيت لاحق (هندي، 2006، الصفحات 26-27)، وهي بذلك تشبه الأسهم العادية في الملكية وتعدد قيمتها من جهة، وتشبه السندات في الحصول على نسبة ثابتة من الأرباح بشكل دوري مع توفر إمكانية الإستدعاء من جهة ثانية.

رابعاً: المشتقات والأدوات المهجنة

لا يقتصر تداول هذه الأدوات على الأسواق المنظمة فقط وإنما يتم تداولها حتى في الأسواق الغير منظمة، لكن تبقى البورصة أكثر تميزاً من خلال التنظيم الصّارم والشفافية والمراقبة القوية للمعاملات، وبالأخص تلك المتعلقة بالمشتقات والأوراق المهجنة والتي تعرف بدرجة مخاطر مرتفعة.

1. المشتقات

تعتبر الأدوات المالية المشتقة نوع من العقود المالية والتي تشتق قيمتها من أصل أساسي معين كسهم أو سند أو عملة أجنبية أو سلعة ما، وتتمثل أبرز أشكال المشتقات في العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود الخيار وعقود المقايضة وغيرها (بوكساني، 2006، صفحة 66).

2. الأدوات المهجنة

تعتبر الأوراق المهجنة أوراق مالية حديثة لا تميز بشكل واضح بين الصفات التي تتميز بها أدوات حقوق الملكية متمثلة في الأسهم، وأدوات المديونية متمثلة في السندات، بل تمزج بين بعض صفات وخصائص الأسهم من جهة وبعض صفات وخصائص السندات من جهة أخرى (بوكساني، 2006، صفحة 70).

المطلب الثالث: كفاءات التعامل في البورصة

لا يتم التعامل في البورصة بشكل عشوائي، وإنما تحكمه مجموعة من الإجراءات والضوابط التي تنظم عمليات التداول لمختلف الأوراق المالية.

أولاً: المتدخلون في البورصة

هناك العديد من الأطراف المتدخلة في البورصة من الأعوان الإقتصاديين، تتباين وتختلف الأنشطة التي يمارسونها وكذلك الهدف النهائي لكل طرف، يتمثل أبرز هؤلاء الأعوان في ما يلي:

1. عارضوا الأموال

يتمثل عارضوا الأموال في الأطراف التي تمتلك فوائض في الأموال ويريدون توظيفها مقابل الحصول على عوائد، سواء كانوا أفراد أو هيئات ومؤسسات كالبنوك، شركات الإستثمار، صناديق التقاعد والبطالة والضمان الإجتماعي، شركات التأمين وغير ذلك.

2. طالبوا الأموال

هم الشركات والكيانات الذين يبحثون عن الأموال اللازمة لتمويل أنشطتهم التجارية والإستثمارية المختلفة، سواء كانوا شركات ناشئة تحتاج المال لتطوير المنتجات وتوسيع الأعمال، أو شركات كبيرة تبحث عن رؤوس أموال إضافية لتنفيذ إستراتيجيات تنموية وتوسعية، أو حكومات وهيئات عمومية تسعى لسد العجز في الموازنة العامة، أو لتمويل مشاريع جديدة.

3. الوسطاء الماليون

باعتبار أن البورصة سوق منظم فلا يمكن أن تتم العمليات بين البائع والمشتري دون وجود وسيط مالي يدير الصفقة بين الطرفين، وهذا لنقص خبرة المتعاملين للتوفيق بين عوائد الأصول وكمية المخاطر المقابلة لها، إذ يقوم الوسطاء الماليون بمجموعة من الخدمات الهامة يتمثل أهمها في ما يلي:

✓ تقديم المشورة والتوجيه لتداول الأوراق المالية المناسبة، وإختيار الأصول المالية وفقاً لأهداف المتداولين والمخاطر التي يمكن تحملها.

- ✓ تنفيذ العمليات، سواءً المتعلقة بالبيع أو بالشراء.
 - ✓ توفير البحوث والتحليلات للمساعدة في اتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة.
 - ✓ توفير تقارير الأداء وإصدار البيانات الشهرية أو الفصلية للحسابات.
 - ✓ توفير التعليم والتدريب للعملاء ومساعدتهم على فهم أساسيات التداول والإستراتيجيات المتعلقة بالإستثمار في الأوراق المالية.
- يمكن أن يوجد إختلاف في بعض الخدمات التي يقوم بها الوسطاء الماليون بإختلاف الأسواق التي ينشطون فيها، وكذلك يمكن أن تختلف الرسوم عن الخدمات والشروط من وسيط إلى آخر.

ثانياً: عمليات البورصة

هناك شكلين من العمليات التي تدار على مستوى البورصة سواءً تلك المتعلقة بالبيع أو بالشراء، ويتمثل هذين الشكلين في ما يلي (فراج، 2021، الصفحات 623-635):

1. العمليات العاجلة

تمثل العمليات العاجلة في البورصة في الصفقات التي يتم تنفيذها بسرعة، بحيث يكون التسليم الفعلي للأوراق المالية وقبض الثمن بشكل فوري، ويتم التسديد خلال هذه العمليات في حدود يومين على الأكثر، ويختار الزبائن في الغالب العمليات العاجلة في البورصة لسببين، إما من أجل توظيف الأموال، أو بقصد المضاربة من خلال إبرام صفقات الشراء بغية إعادة البيع لاحقاً عند إرتفاع الأسعار، كما تعتبر العمليات الفورية عمليات لا يمكن الرجوع فيها.

2. العمليات الآجلة

تعد هذه العمليات الركيزة الأساسية في البورصة، فهي مختلفة ومتنوعة من بلد إلى آخر، ومن بورصة إلى أخرى، حيث يكون تسليم الأوراق المالية وقبض الثمن بصورة مؤجلة إلى يوم متفق عليه بين طرفي الصفقة يسمى موعد التصفية، وبذلك يمكن القول أن من يتوقع حدوث إرتفاع في سعر ورقة مالية ما عند حلول موعد التصفية فإنه يقوم بالشراء، وبالمقابل من كان يتوقع إنخفاض تلك الورقة المالية فإنه يقوم بالبيع، وفي الأخير من صحت توقعاته يمكنه تحقيق عوائد رأسمالية.

ثالثاً: أوامر البورصة

تتمثل أوامر البورصة في تلك التعليمات الصادرة من الزبائن إلى الوسيط المالي بغرض شراء أو بيع أوراق مالية وفقاً لشروط خاصة، إذ تعتبر هذه الأوامر كتفويض يمنحه الزبون للوسيط المالي للتصرف نيابة عنه في البورصة (فراج، 2021، الصفحات 639-640)، فهي بذلك تمثل نقطة الإنطلاق في عمليات البورصة.

يتم تنفيذ أوامر البورصة وفق ظروف ورغبات الزبون، أو وفق تقديرات الوسيط المالي، طبعاً إذا طلب منه الزبون ذلك، فالأوامر تهدف إلى توفير مرونة وتحكم للمتداولين تمكنهم من تنفيذ إستراتيجياتهم بشكل فعال، لذلك فهي تختلف حسب طبيعتها وطريقة تنفيذها، وفي ما يلي عرض لمختلف أنواع هذه الأوامر:

1. أوامر تعتمد على سعر التنفيذ

هي الأوامر التي يتم تنفيذها على أساس السعر، حيث يمكن أن يكون السعر في هذه الأوامر محدداً أو غير محدداً.

1.1. أوامر محددة للسعر

في الأوامر التي تحدد السعر يقوم الزبون بوضع سعر معين لتنفيذ الصفقة، ثم يقوم الوسيط المالي بانتظار وصول سعر الورقة المالية محل الصفقة إلى السعر الذي تم تحديده مسبقاً، إذ يعتبر هذا السعر في حالة أوامر الشراء هو السعر الأعلى، بينما في حالة أوامر البيع يعتبر السعر الأدنى (هندي، 2006، الصفحات 126-127)، ومنه لا يمكن أن يتم تنفيذ الصفقة إلا إذا كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد في أمر الشراء أو أقل منه، في حين يجب أن يكون سعر السوق مساوياً أو أعلى من السعر المحدد في أمر البيع.

يتميز هذا النوع من الأوامر بكون الزبون يعرف مسبقاً أقصى حد للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر بالشراء، أو أدنى حد للقيمة إذا كان أمر بالبيع، بالإضافة إلى أن القانون قد أجاز للزبون تعديل السعر في الأمر محدد السعر إذا كان الفرق بين سعر السوق والسعر المحدد في الأمر ضئيلاً، وهذا حتى يتمكن الوسيط من تنفيذ الصفقة، أما من بين عيوبه أنه لا يوجد ضمان لتنفيذ هذه الصفقة، بالإضافة إلى أنه قد لا يمكن تنفيذ الصفقة حتى وإن تساوى سعر السوق مع سعر الأمر، ويحدث ذلك عند توفر نفس العروض في

السوق بحيث يكون تاريخ وضع عرض هذا الزبون متأخراً عن بقية العروض، لأن البورصة تعمل وفق قاعدة تنفيذ العروض حسب تاريخ ورودها (فراج، 2021، صفحة 649).

2.1. أوامر غير محددة للسعر

يطلق عليها كذلك أوامر السوق، وتعتبر من الأوامر الأكثر شيوعاً، حيث يطلب الزبون من الوسيط المالي تنفيذ العملية بأفضل سعر ممكن وبأقصى سرعة، فهذا النوع من الأوامر يتميز بالسرعة وضمان في التنفيذ، أما أهم عيوبه فيتمثل في أن المتداول لا يمكنه معرفة السعر الذي ستم وفقه الصفقة إلا عند إطلاعه بذلك، كما يجب عليه قبول السعر السائد في السوق مهما كان قدره (هندي، 2006، صفحة 126).

2. أوامر تعتمد على وقت التنفيذ

هي الأوامر التي تكون عملية التنفيذ فيها مبنية على أساس التوقيت، حيث قد تكون مدة التنفيذ يوماً، أسبوعاً، شهراً، أو قد تكون مفتوحة وغير محددة، ففي الأوامر المحددة بيوم، يجب تنفيذ العملية خلال اليوم الذي تم فيه إصدار الأمر من قبل الزبون، حيث ينتهي بنهاية الجلسة في البورصة لذلك اليوم، وينطبق ذلك على الأوامر المحددة بأسبوع أو بشهر، إذ تنتهي الأولى بنهاية أسبوع العمل الذي تم إصدار الأمر خلاله حتى وإن تمت عملية الإصدار في جلسة آخر يوم عمل من ذلك الشهر، أما فيما يخص الأوامر غير المحددة بمدة، فتظل سارية المفعول حتى تنفذ، أو يقوم الزبون بإلغائها إذا شاء، وعندئذ لا يحق للوسيط المطالبة بأي تعويض وذلك راجع إلى طبيعة هذه الأوامر القابلة للإلغاء في أي وقت، لكن يعاب على هذا النوع من الأوامر أنها تكون مرفوقة بمخاطر تغير الظروف ومخاطر النسيان (فراج، 2021، الصفحات 650-651)، حيث أن بفعل طول مدة التنفيذ يكون المتداول المصدر لهذه الأوامر عرضة لتراجع قيمة الشركة المصدرة للورقة المالية محل الأمر، وبالتالي إحتمال تعرضه لخسائر فادحة أمراً واردة جداً، كذلك يمكن أن ينسى من الأساس أنه قد قام بإصدار أمر للوسيط المالي ولم يتم تنفيذه بعد.

3. أوامر تعتمد على سعر ووقت التنفيذ

هي الأوامر التي يتم تنفيذها على أساس السعر والوقت معاً، ولها نوعان يتمثلان في ما يلي (هندي، 2006، صفحة 130) :

1.3. أوامر محددة للسعر خلال فترة زمنية محددة

هي الأوامر التي تحدد سعر التنفيذ بالتزامن مع تحديد الفترة الزمنية التي يجب أن تتم خلالها العملية، حيث قد تكون يوماً، أسبوعاً، شهراً أو أكثر، فهذه الأوامر تجمع بين مزايا الأوامر التي تحدد السعر والأوامر التي تحدد وقت التنفيذ.

2.3. أوامر محددة للسعر مفتوحة مدة التنفيذ

يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعر معين للتنفيذ بالتزامن مع عدم تحديد فترة لتنفيذ العملية، فعند وصول سعر السوق إلى سعر الأمر أو أحسن منه يشترط تنفيذ الصفقة، فهذا النوع من الأوامر يناسب المتداولين الذين هم على ثقة بأن أخذ الأمر الوقت الكافي من شأنه تنفيذه وفق الشروط التي يريدونها، أما أبرز عيوبه فتتمثل في أن الأمر معرض لعدم التنفيذ بصورة مطلقة حتى وإن كان سعر السوق قريباً جداً من سعر الأمر.

4. الأوامر الخاصة

تعتمد الأوامر الخاصة على توقعات معينة، حيث يقوم المتداول بإستخدام بيانات إحصائية عن ورقة مالية ما، ثم يجري عليها تحليلاً دقيقاً، من خلال مقارنة الأرباح والخسائر المتعلقة بهذه الورقة خلال الفترات الحالية وما يقابلها في السنوات الماضية، فالزبون المضارب يستخدم تلك التوقعات في إصدار الأوامر على أمل تحقيق أرباح إضافية، أو بهدف حماية أرباح محققة فعلاً، أو تجنباً لخسارة يمكن أن تلحق به (فراج، 2021، صفحة 653)، و تنقسم هذه الأوامر إلى الأقسام التالية:

1.4. أوامر إيقاف

إن هذه الأوامر لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السوق مستوى معين أو تخطاه، فإن كان الأمر المصدر أمر شراء، فيجب وصول سعر السوق إلى حد معين أو يزيد عنه، أما إذا كان أمر بيع فيجب وصول سعر السوق إلى حد معين أو ينخفض عنه (بلجبلية، 2010، صفحة 32).

2.4. أوامر إيقاف محددة

في هذه الأوامر يقوم المتداول بتحديد مستوى أعلى للسعر في أمر الشراء، ومستوى أدنى في أمر البيع (بلجبلية، 2010، صفحة 32)، وبذلك تعالج هذه الأوامر حالة عدم معرفة السعر من قبل الزبون عند إصداره لأوامر الإيقاف (هندي، 2006، صفحة 133).

3.4. أوامر حسب متطلبات الأحوال

في هذه الأوامر يمنح الزبون للوسيط المالي مطلق الحرية لإختيار الورقة المالية المناسبة، ونوع الأمر، سواءً أكان أمر بيع، أو أمر شراء، بالإضافة إلى تحديد السعر المناسب لإتمام الصفقة (بلجبلية، 2010، صفحة 32)، ومن مزايا هذه الأوامر أنها تعطي للوسيط المالي مرونة كبيرة للتصرف بسرعة وإغتنام الفرص دون إنتظار تلقي الأوامر من الزبون، لكن التعامل بهذا النوع من الأوامر يقتصر على الزبائن الذين لديهم إستعداد لوضع كامل ثقتهم في وسيط مالي ما، غير أن هذا النوع من الأوامر غير محبب لدى الوسطاء الماليين لكبر حجم العبء الملقى على عاتقهم (هندي، 2006، صفحة 134).

رابعاً: تقنيات التسعير في البورصة

تعبّر الأسعار في البورصة عن تلك القيم التي تبلغها مختلف الأوراق المالية خلال إحدى الجلسات، بحيث يتم تسجيل التسعيرات بعد إنتهاء كل جلسة، وتتحدد الأسعار وفق أساليب وطرق مختلفة، وذلك حسب نوع الأوامر وتوقيت إصدارها (براق، 1999، صفحة 94)، إذ يعتبر سعر الورقة المالية عند تاريخ معين مؤشراً على قيمة تلك الورقة في ذاك الوقت، فذلك السعر يتغير بإستمرار خلال فترات التداول بناءً على التغيرات في العرض والطلب، وفي ما يلي عرض لأهم التقنيات التي يستخدمها الوسطاء الماليون في عملية التسعير في البورصة:

1. التسعير الدوري

لا يتم تنفيذ أوامر المستثمرين في هذه التقنية من قبل الوسطاء الماليين بطريقة مباشرة، بل يتم تخزينها وتداولها في الفترات الزمنية المحددة للتداول في البورصة (العربي، 2008، صفحة 62)، وقد تكون هذه الفترات معينة بشكل منتظم، ويتم التسعير الدوري من خلال عدة طرق تتمثل في ما يلي:

1.1. التسعير بالمناداة

وتتم من خلال إجتماع ممثلي الطلبات والعروض حول المقصورة ، حيث يصيح كل واحد منهم بجمل معينة توضح إستعدادهم لشراء أو بيع ورقة مالية معينة، وبذلك يتحدد سعر التوازن بعد مزايدات وتخفيضات بين المتعاملين (براق، 1999، صفحة 95).

2.1. التسعير عن طريق الصندوق

تعتمد هذه التقنية على التفاوض حول الأصول المالية عن طريق كتابة أوامر البيع والشراء على بطاقات، ويتم وضعها داخل صناديق قبل بداية كل حصة في البورصة، على أن تقوم لجنة البورصة بعد الطلبات والعروض المودعة، ويتم على إثر ذلك تحديد الأسعار (غانم و ريوح، 2008، صفحة 188)، ويتم اللجوء إلى هذه الطريقة بصفة خاصة عندما لا يتمكن السوق من الوصول إلى سعر التوازن، وهذا يحدث في الحالات الإستثنائية كتعدد عروض البيع وطلبات الشراء، أو عند تسعير أوراق مالية معينة قد تخرج عملية تسعيرها عن الطرق العادية (العربي، 2008، صفحة 62).

3.1. التسعير عن طريق الدرج

يتم تجميع كل الأوامر المتعلقة بورقة مالية معينة وتوضع في درج مخصص لتلك الورقة، ليتم بعدها تحديد سعر التوازن الخاص بكل ورقة بعد عملية فرز الطلبات والعروض (براق، 1999، صفحة 95).

4.1. التسعير عن طريق المقابلة

من خلال هذه التقنية، يتم تدوين طلبات وعروض كل ورقة مالية في سجل خاص، حيث يسمح ذلك بإجراء عملية مقارنة ومعرفة المقدار الذي يطلب شراؤه أو بيعه من الأوراق المالية، وكذلك حدود الأسعار المعروضة (العربي، 2008، صفحة 62).

2. التسعير المستمر

تسمح هذه التقنية بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع ومتابعة كل تطورات السوق بشكل أسرع من التقنيات السابقة، وهذا بفضل التقنيات والطرق الحديثة المستخدمة في عملية التسعير، وتكون إما عن طريق الخبراء أو عن طريق الإعلام الآلي كما يلي (غانم و ريوح، 2008، صفحة 188):

1.2. التسعير المستمر عن طريق الخبراء

تتم هذه التقنية بالإعتماد على الخبراء الذين يتخذون مكان ما في مقصورة البورصة، ثم يقومون بعملية تسجيل الأسعار المتوسطة التي تم إقترحها بين الأسعار المعروضة، ثم تتم عملية التفاوض عليها من قبل أكبر عارض، وتستخدم هذه التقنية في كل من بورصة الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة لندن.

2.2. التسعير المستمر عن طريق الإعلام الآلي

تعتمد هذه التقنية على الأنظمة المعلوماتية في عملية التسعير، حيث يقوم الوسطاء الماليون بإدخال الأوامر مباشرة في التسعيرة الإلكترونية التي تم ضبطها من قبل الحاسوب المركزي، والذي بدوره يقوم بعملية تحديد سعر التوازن من خلال المقابلة المستمرة للأوامر المدخلة عند تلاقي العرض مع الطلب، ويتغير هذا السعر في كل مرة يتم فيها إدخال أمر جديد، وبما أن هذه التقنية من التسعير مستمرة فإنه يتم تسجيل كل أسعار التوازن المحققة خلال اليوم، فالحاسوب المركزي أصبح اليوم هو المسعر الرئيسي في البورصة، وهذا لضخامة ذاكرته التي تستوعب كم هائل من الأوامر، بالإضافة إلى نشر الأسعار يكون بشكل مستمر كل ثلاث ثواني.

المبحث الثاني: فهم وتحليل سوق الأوراق المالية

إن المستثمرين والمتداولين يسعون لتحقيق أقصى ربح ممكن بالتزامن مع تحمل قدر معقول من المخاطر، ولتحقيق ذلك لا بد من الدراسة الجيدة للسوق قبل إختيار المعاملة المناسبة.

المطلب الأول: المعلومات والبيانات المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم

إن القيمة السوقية للأسهم ما هي إلا إنعكاس لمجموعة متنوعة من العوامل التي تتعلق بالشركة ومحيطها الخارجي، فتقييم المستثمرين والمحللين الماليين للأسعار الحالية للأسهم وكذلك توقعاتهم المستقبلية بشأنها يتأثر بكمية ونوعية المعلومات والبيانات الواردة للسوق، ويهدف ضمان النزاهة والشفافية بالإضافة إلى حماية مصالح الأطراف المتعاملة خلال عمليات التداول تأخذ البورصة على عاتقها عملية جمع ونشر أهم المعلومات والبيانات التي من شأنها أن تساعد في تحديد السعر المناسب والعاقل للأوراق المالية المختلفة.

أولاً: معلومات متعلقة بالشركة

تختلف الشركات عن بعضها البعض حتى وإن كانت تنتمي لنفس القطاع، إذ تتجلى هذه الاختلافات في مستوى إنجاز العمليات، والهيكل التمويلي، والتنظيم، والقرارات المختلفة، وقيمة الشركة وغيرها من الأمور، فمن المعروف أن هذه المعلومات ذات أهمية بالغة للمستثمرين والمساهمين لمساعدتهم على إتخاذ القرار النهائي بشراء أو بيع الأسهم، بالإضافة إلى تحديد السعر المناسب لهذه الأخيرة، وفي ما يلي عرض لأهم هذه المعلومات:

1. التقارير المالية

تختلف التقارير المالية التي تعدها وتفصح عنها الشركات المدرجة من بورصة إلى أخرى في بعض التفاصيل، و ذلك بناءً على القوانين المحلية والمتطلبات التنظيمية المعتمدة من طرف كل بورصة، ومع ذلك فإن معظم البورصات تتبع مبادئ ومعايير مشتركة للإفصاح المالي والمحاسبي، مثل المعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS أو المعايير المحاسبية الأمريكية للإفصاح GAAP، وهذا يجعل من التقارير المالية المفصح عنها قابلة للمقارنة داخل الدولة الواحدة و كذلك عبر الحدود.

1.1 إعداد التقارير المالية وفق معايير التقارير الدولية IFRS

إن معايير التقارير الدولية عبارة عن مجموعة من المعايير تم وضعها من قبل مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB)، والتي يتم وفقها قيام الشركات عبر مختلف أنحاء العالم بإعداد بياناتها المالية، إذ تحضى هذه التقارير بقبول عالمي كأحد الضوابط المنتجة لمعلومات شفافة تعكس الوضع الحقيقي للشركات بهدف حماية مصالح الأطراف التي تربطها علاقة مع هذه الشركات في جميع أنحاء العالم، فتوحيد التقارير عالمياً من شأنه تخفيض الاختلافات مما يؤدي إلى تشجيع المستثمرين على الإستثمار في شركات لا تنتمي إلى دولهم (حمداوي، 2020، صفحة 41)، و قد تم تبني إصدارات معدلة تقدر بـ 17 مرة منذ التبنّي الأول لمعايير المحاسبة الدولية (IFRS 1) في 2003، حيث كان آخرها في 2017 وتم بدأ العمل به في 01 جانفي 2023.

حسب الأمم المتحدة فإن العالم يتألف من 195 دولة معترف بسيادتها، ومع ذلك قد يختلف هذا العدد بناءً على المعايير المستخدمة لتعريف ما يعتبر دولة، مثل المنظمات الدولية المختلفة، تقوم المؤسسة

المشرفة على المعايير الدولية لإعداد التقارير IFRS بتطوير والحفاظ على ملفات توضح مدى تطبيق هذه المعايير على مستوى دول العالم، والجدول التالي يوضح تحليل استخدام المعايير الدولية لإعداد التقارير على 166 دولة:

جدول رقم (3): استخدام المعايير المحاسبية IFRS في 166 دولة حسب المنطقة

الدول التي لا تفرض مبادئ المحاسبة وفق IFRS على أي من الكيانات المحلية الخاضعة للمساءلة العامة	الدول التي تسمح بمبادئ المحاسبة وفق IFRS على بعض الكيانات المحلية الخاضعة للمساءلة العامة	النسبة المئوية من إجمالي البلدان في المنطقة	الدول التي تفرض مبادئ المحاسبة وفق IFRS على جميع أو معظم الكيانات المحلية الخاضعة للمساءلة العامة	عدد الدول في المنطقة	المنطقة
0	1	%98	43	44	أوروبا
1	1	%95	36	38	إفريقيا
0	0	%100	13	13	الشرق الأوسط
6	3	%74	25	34	آسيا
2	8	%73	27	37	الأمريكتين
9	13	%87	144	166	الإجمالي
%5	%8	---	%87	%100	النسبة المئوية من إجمالي 168

المصدر: (IFRS, 2023)

من بين 166 دولة تطبق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية هناك 144 دولة (بنسبة 87%) تفرض تطبيق هذه المعايير على جميع أو معظم الشركات العمومية المحلية والمؤسسات المالية، تشمل هذه الدول على 18 دولة ليست لها أي بورصة وهي أنغولا وجمهورية إفريقيا الوسطى والتشاد وجمهورية الكونغو الديمقراطية والجابون وغينيا الإستوائية وغينيا وليبيريا والكاميرون وغامبيا والكونغو وبروناي وأفغانستان وبليز وجزر القمر وليسوتو وكوسوفو واليمن، بالمقابل تفرض هذه الدول تلك المعايير على جميع المؤسسات المالية، أما الدول الخمسة المتمثلة في الأرجنتين والمكسيك والسلفادور وأوروغواي والبيرو لديها أسواق للأوراق المالية لكنها لا تريد لشركاتها المدرجة تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، في حين أن بقية البلدان 121 تفرض تطبيق هذه المعايير على جميع شركاتها المدرجة وجزها يفرض كذلك تلك المعايير على الشركات الكبرى الغير مدرجة (Borhade, Munadhil, & Ali Omer, 2018, pp. 51-52).

2.1 إعداد التقارير المالية وفق المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً GAAP

هي مجموعة من المبادئ المفروضة على الشركات الأمريكية إتباعها خلال إعدادها لبياناتها المالية السنوية، بحيث تم إسناد دور تطوير هذه المعايير في الولايات المتحدة الأمريكية إلى مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) منذ عام 1973، وهو مجلس معترف به من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية وهي التي قامت بدورها بمنحه صلاحية تطوير المعايير المحاسبية (جودي، 2013).

3.1 الإختلافات الجوهرية في عرض التقارير المالية بين GAAP و IFRS

بالنسبة لتوجه السوق، فقد كانت نسب إستعمال المعايير المحاسبية لأكثر من 500 شركة من حيث الدخل في العالم في سنة 2009 بواقع 42% تعتمد GAAP، 32% تعتمد IFRS، بينما 26% تعتمد معايير أخرى (Center for Audit Quality, 2009).

تعتبر معايير التقارير الدولية والمعايير المحاسبية المقبولة عامة إثنين من أهم المجموعات المعترف بها دولياً في مجال تقارير البيانات المالية والمحاسبة للمنظمات والشركات لضمان الشفافية والموثوقية، فمع الإعتماد المتزايد من قبل الدول على إستخدام المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، إنخرط كل من IASB و FASB في عملية تهدف إلى التقارب بين IFRS و GAAP، والهدف من ذلك هو محاولة التقليل من الإختلافات بينها حتى وإن لم يكن هنالك تطابق تام، وفي ما يلي مناقشة لأهم هذه الإختلافات وتأثيراتها (جودي، 2013، الصفحات 99-103):

1.3.1 في ما يخص الإستعمال والهدف

تتشارك هاتين المجموعتين من المعايير في نفس الهدف والمتمثل في تقديم صورة صادقة وعادلة للقوائم المالية، غير أن المعايير الدولية تترك بعض الحرية والمرونة لمعدي التقارير المالية وعدم تقييدهم بصرامة، بينما المعايير الأمريكية تقيد المحاسب ولا تترك له الحرية للحكم المهني، كما أن المعايير الدولية موجهة للإستخدام من قبل الكيانات التي هدفها الربح، بينما توجه المعايير الأمريكية للكيانات الهادفة والغير هادفة للربح.

2.3.1 القوائم المالية وطرق عرضها

لا توجد إختلافات كبيرة في مكونات القوائم المالية وفتراتها في كلا المجموعتين، فهذه القوائم تشمل الميزانية وقائمة الدخل وقائمة التغيرات في الأموال الخاصة بالإضافة إلى قائمة تدفقات الخزينة والسياسات المحاسبية، فالغاية منها أن تكون دقيقة ومفهومة، فالإختلافات الجوهرية تكمن في الطريقة التي يتم من خلالها عرض بعض العناصر في بعض القوائم المالية في مجموعة معايير دون الأخرى، بالإضافة إلى الكيفية التي تصنف بها هذه العناصر، وبالتالي يؤثر ذلك الإختلاف في المبالغ الإجمالية لهذه القوائم، وكلما كانت مبالغ هذه العناصر كبيرة إزداد تأثير هذا الإختلاف.

3.3.1 السياسات المحاسبية

لا يوجد تأثير مباشر ملاحظ فيما يتعلق بإختلافات السياسات المحاسبية المفصح عنها وتغييرها، إلا إذا تعلق الأمر بحدوث تجاوزات في المعايير التي تخص نوعية المعلومات المحاسبية.

2. إعلانات الشركة

تتقلب أسعار الأسهم نتيجة إعلانات الشركة، حيث يحاول التجار والمستثمرون التنبؤ بالأرباح والخسائر (Sindhu, 2014, p. 116)، مثل الإعلان عن توزيع الأرباح، إطلاق منتجات جديدة، عمليات الإندماج والإستحواذ، تحسينات في العمليات، تغييرات قيادية، أو حتى الإعلانات المتعلقة بالمشاكل البيئية والقانونية وغير ذلك من الإعلانات.

ثانياً: معلومات متعلقة بالإقتصاد المحلي

تتأثر الحالة الإقتصادية للدولة بالمتغيرات الداخلية كدرجة نمو الإقتصاد، الإتجاه العام لسعر الفائدة، سعر الصرف، مستوى التضخم، نسبة البطالة، الدورات الإقتصادية وما إلى ذلك من المتغيرات والأحداث الداخلية، كل هذا من شأنه أن يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وكذلك معدل خصم هذه التدفقات، ومنه يتوقع أن تكون علاقة واضحة بين حالة الإقتصاد داخل الدولة وأسعار الأسهم المتداولة في أسواقها، وهذا ما كشفت عنه وزارة التجارة الأمريكية في تقرير لها عن الأرقام القياسية الخاصة بمستوى الدخل القومي الإجمالي ومستوى أسعار الأسهم في السوق وكذلك باقي الأوراق المالية الأخرى، والذي خلص إلى وجود علاقة طردية بين هذين المتغيرين (هندي، 2006، صفحة 215)، فالمعلومات الخاصة بالأحداث والمتغيرات الإقتصادية للبلاد والتنبؤات بما ستؤول إليه في المستقبل له أثر كبير على توجهات السوق بشأن العرض والطلب وتحديد الأسعار.

ثالثاً: معلومات متعلقة بالشؤون الدولية

تؤدي الأحداث الدولية مثل النزاعات العسكرية والعقوبات الدولية والأحداث الطارئة والكوارث الطبيعية والأزمات المالية والصحية العالمية إلى حدوث اضطرابات في أسواق الأوراق المالية وتقلبات في أسعار الأسهم، مثل جائحة كوفيد 19، والحرب الروسية على أوكرانيا مطلع عام 2022 ومارافقتها من عقوبات دولية وتغيرات في الخريطة التجارية العالمية، وأخيراً العدوان الإسرائيلي على قطاع غزة في السابع من أكتوبر 2023، وما أحدثه من مقاطعة على منتجات الشركات الداعمة للكيان الصهيوني مما أدى إلى تراجع أسعار أسهمها بشكل فادح.

رابعاً: معلومات متعلقة بالصناعة

من البديهي أن تؤثر القضايا الدولية والإقليمية على الإقتصاد المحلي الذي بدوره يؤثر على سوق الأوراق المالية في البلاد، لكن هذا التأثير يكون متباين من صناعة لأخرى، فمثلاً عند إنتشار كوفيد 19 عالمياً كان قطاع النقل والسياحة أكثر تضرراً من باقي الصناعات الأخرى، في حين إنتعشت صناعات أخرى على غرار صناعة المستلزمات الطبية والشبه طبية.

خامسا: معلومات أخرى

بالإضافة إلى ما سبق، تتأثر أسعار الأسهم والطلب عليها بفعل معلومات مرتبطة بعوامل أخرى تتمثل في ما يلي (Sindhu, 2014):

✓ التغييرات في السياسات الحكومية حيث تقوم الحكومات في بعض الأوقات بعملية مراجعة لسياساتها وقواعدها وأنظمتها، مثل القيود المتعلقة بالإستثمار الأجنبي المباشر، وحواجز الدخول والخروج بالنسبة للبنوك الأجنبية، التغييرات في معايير بازل وغير ذلك، فهذه التغييرات لها بالتأكيد أثر على أسعار الأسهم.

✓ سماع الشائعات، بالإضافة إلى النظر إلى مؤشرات الأسهم، أو الحركة المستقبلية للأسعار، من شأنه أن يؤثر على الإحساس العام داخل السوق وبالتالي ينعكس ذلك على أسعار الأسهم.

✓ الأخبار التي تروج لها وسائل الإعلام الإلكترونية والمطبوعة، إذ يقولون أن تكرار الكذبة على ألف منصة تصبح حقيقية، فالقصص المزروعة والآراء الصحفية سواءً كانت حقيقية أم مزيفة من شأنها التأثير على قرارات المستثمرين.

✓ يمكن أن تتأثر أسعار الأسهم بالضجيج الذي يثيره المستثمرين حول شركة ما عندما تكون لديهم مصلحة لزيادة الأرباح وقيمة الأسهم، حيث يمكن أن يحدث ذلك حتى وإن لم يكن لهذا الضجيج أي أساس من الصحة.

✓ تقارير المحللين الماليين المستقلين، حيث تؤثر هذه الأخيرة في أسعار الأسهم، فإذا قام المحلل المالي بتغيير توصيته من بيع الأسهم إلى الشراء على سبيل المثال، فهذا سيؤدي في الغالب إلى ارتفاع قيمة الأسهم.

المطلب الثاني: مؤشرات حالة السوق

لقد تم في هذا المطلب التعريف بالمؤشرات، وتبيان العلاقة بين هذه المؤشرات والأحوال الإقتصادية، بالإضافة إلى التعرف على بعض أشهر المؤشرات في العالم.

أولاً: تعريف مؤشر البورصة

مؤشر البورصة هو رقم يلخص الحركة الإجمالية لأسعار جميع أسهم الشركات المدرجة في السوق، ويمثل عادة متوسط تلك الأسعار، إذ تختلف الأسهم التي يشتمل عليها المؤشر في نسبة التمثيل داخله، حيث يعتمد تمثيل كل سهم على وزنه في السوق، والذي يقاس من خلال قسمة القيمة السوقية للشركة على مجموع القيم السوقية لكل الشركات المدرجة في السوق، فأسعار الأسهم تتقلب إرتفاعاً وانخفاضاً بفعل العرض والطلب، فعند إنخفاض سعر سهم ما يضمه المؤشر، فإن هذا الأخير ينخفض بمقدار النسبة التي يمثلها هذا السهم في المؤشر، أما إذا إرتفع سعر السهم فيحدث العكس (Kingdom of Saudi Arabia Capital Market Authority, 2006, pp. 9–10).

كما تم تعريف المؤشر على أنه قيمة عددية يتم من خلالها قياس التغيير الحاصل في الأسواق المالية، ويتم التعبير عنه بنسبة مئوية للتغيير في لحظة زمنية مقارنة مع قيمة ما في نقطة البدء، إذ يقاس المؤشر التحركات الخاصة بالأسعار سواءً الأسهم أو السندات وغير ذلك، الأمر الذي يعطي صورة عن السعر في السوق وإتجاهه، كما يمثل للمستثمر مرجعاً هاماً لمعرفة المستوى العام للأسعار في سوق الأسهم ككل، بالإضافة إلى قياس أداء أحد الأسهم مقارنة مع السوق (حسين، 2010، صفحة 35).

هناك مؤشرات متعددة تغطي السوق ككل بمختلف قطاعاته، كما يوجد مؤشرات أخرى يتم بناؤها بشكل متخصص لإعطاء صورة عن قطاع معين وتتبع أدائه، مثل قطاع التكنولوجيا، الطاقة، الخدمات المالية، العقارات، الرعاية الصحية، وغير ذلك من القطاعات.

ثانياً: العلاقة بين المؤشر والحالة الإقتصادية

حسب (هندي، 2006، صفحة 242) تعكس المؤشرات العامة الغير متخصصة في قطاع معين السوق المالي ككل، وبما أن نشاط الشركات الكبرى التي يتم تداول أوراقها المالية يمثل الشطر الأكبر من النشاط الإقتصادي الكلي في الدولة، فإن هذه المؤشرات المصممة بعناية لقياس حالة السوق المالي ككل يمكن أن تكون مرآة تعكس حالة الإقتصاد العام للدولة، والشكل التالي يوضح العلاقة بين أحد مؤشرات الأسهم والدخل القومي الإجمالي خلال فترة زمنية سابقة:

الشكل رقم (14) : العلاقة بين مؤشر الأسهم والدخل القومي الإجمالي خلال فترة زمنية



المصدر: (هندي، 2006، صفحة 216)

كما تؤثر المؤشرات المخصصة لمتابعة قطاع معين على ثقة المستثمرين وبالتالي تؤثر على توجيه الإستثمارات، فعندما يشير مؤشر قطاع ما إلى أداء جيد فقد يؤدي ذلك إلى إرتفاع الإستثمارات الموجهة إلى هذا القطاع مما يعزز الإنفاق ودعم النمو الإقتصادي.

تشير نتائج بعض الدراسات إلى إمكانية مساعدة المؤشرات على التنبؤ بالحالة التي سيؤول إليها الإقتصاد قبل حدوث ذلك بفترة تقدر بأربعة أشهر على الأقل، مما يؤكد أن علاقة المؤشرات بالأحوال الإقتصادية ليست علاقة عشوائية، وهو ما يفسر الإهتمام المتزايد بنشر وتحليل هذه المؤشرات، كما تؤثر التوقعات بشأن الأحوال الإقتصادية بدورها على مستوى الأسعار الحالية، فعندما تتجه الحركة المتوقعة للمؤشر نحو الصعود في هذه الحالة يطلق على السوق تسمية السوق الصعودية، في حين عندما تتجه تلك الحركة نحو الهبوط فعندها يطلق عليها تسمية السوق النزولية (هندي، 2006، الصفحات 243-246).

ثالثاً: المؤشرات الشائعة

مع تزايد أهمية البورصات في الإقتصاد الوطني والعالمي، تزايدت معها أهمية المؤشرات الرئيسية باعتبارها مقياساً لأداء الأسواق المالية ودليلاً لإتجاهات الإقتصاد في البلدان وفي العالم ككل، وفي ما يلي نظرة على بعض أهم وأشهر المؤشرات في البورصات من مختلف أنحاء العالم:

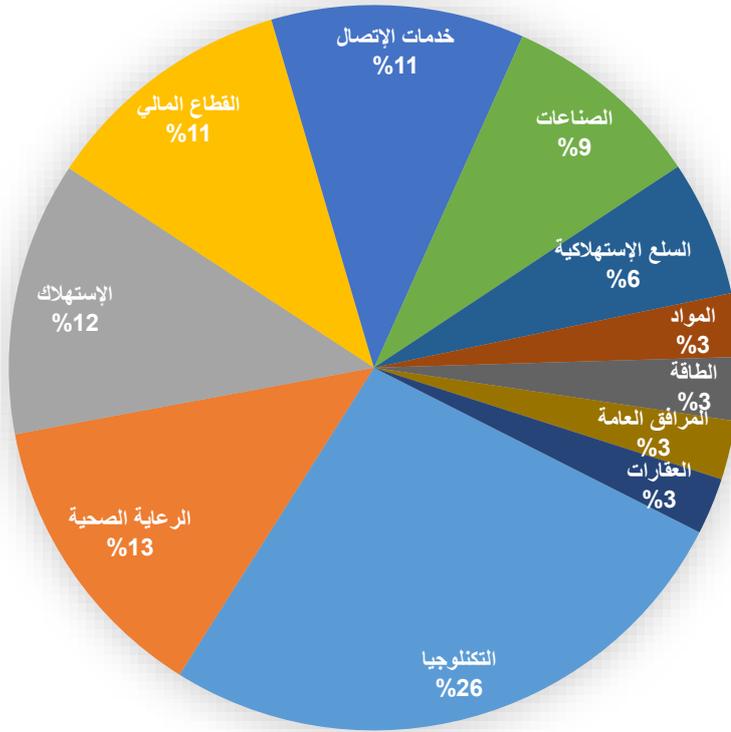
1. الولايات المتحدة الأمريكية

1.1 مؤشر S&P500

هو مؤشر يضم قائمة دقيقة لأكثر 500 شركة أمريكية من حيث القيمة السوقية، تم إطلاقه في عام 1957 من قبل وكالة التصنيف الإئتماني Standard and poor's، يتم قياس المؤشر من خلال القيمة السوقية المرجحة للشركات المدرجة ضمنه (هندي، 2006، الصفحات 269-270).

تنتمي الشركات المشكّلة للمؤشر إلى 11 قطاعاً تتمثل في خدمات الإتصالات، الطاقة، السلع الإستهلاكية الأساسية، القطاع المالي، الرعاية الصحية، القطاع الصناعي، المواد، العقارات، المرافق العامة، التكنولوجيا، والشكل التالي يوضح النسب المئوية لتمثيل القطاعات داخل المؤشر خلال سنة 2021:

الشكل رقم (15) : النسب المئوية لتمثيل القطاعات داخل مؤشر S&P500



المصدر: (راشد، 2024)

من الملاحظ من خلال الشكل أن قطاع التكنولوجيا يمثل الحصة الأكبر من الشركات التي يشملها المؤشر بنسبة 26%، يليها بحوالي نصف هذه النسبة لكل من قطاع الرعاية الصحية وقطاع الإستهلاك

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية وكفاءتها

والقطاع المالي وقطاع خدمات الإتصال، ثم بنسبة أقل قطاع الصناعات يليه قطاع السلع والخدمات، وفي الأخير بنسبة متساوية كل من قطاعات السلع الإستهلاكية والمواد والطاقة، فتنوع القطاعات التي يشملها المؤشر بالإضافة إلى وزن الشركات التي تدرج تحته ساهم في الأهمية الطاغية لهذا المؤشر في ما يخص تتبع الأداء والسوق الأمريكي ككل كما هو معروف.

تتغير قائمة الشركات المشكلة لمؤشر S&P500 بشكل دوري بناءً على عوامل عدة مثل حجم الشركات وأدائها المالي، ولكن بعض هذه الشركات تظل ضمن القائمة لفترات طويلة، وهذا نظراً لحجمها وأهميتها في إقتصاد أمريكا، والجدول التالي يضم قائمة بأهم 10 شركات وأكبرها قيمة سوقية داخل المؤشر خلال سنة 2021:

الجدول رقم (4) : أكبر 10 شركات قيمة سوقية داخل مؤشر S&P500 في سنة 2021

الرقم	إسم الشركة	رمز الشركة	القطاع
1	Apple	AAPL	التكنولوجيا
2	Microsoft	MSFT	التكنولوجيا
3	Amazon	AMZN	الإستهلاك
4	Facebook	FB	خدمات الإتصال
5	Alphabet	GOOGL	خدمات الإتصال
6	Alphabet	GOOG	خدمات الإتصال
7	Berkshire Hathway	BRK.B	المالي
8	JPMorgan Chace	JPM	المالي
9	Tesla	TSLA	الإستهلاك
10	Johnson & johnson	JNJ	الرعاية الصحية

المصدر: (راشد، 2024)

2.1 مؤشر Dow djones

تم نشر مؤشر داوجونز لأول مرة في صحيفة Street خلال سنة 1884 من قبل شخص يدعى Dow Charles والذي يحمل المؤشر إسمه، وبهذا يعد أقدم مؤشر على الإطلاق، ففي البداية ضم المؤشر عينة تتكون من 9 أسهم تابعة لتسع شركات صناعية، ليرتفع عدد أسهم العينة إلى 12 سهماً سنة 1898، ثم إلى 20 سهماً سنة 1916، أما في سنة 1928 وصل عدد الأسهم إلى 30 سهماً ليستقر عند هذا الحد ولم يزد عليه إلى غاية اليوم (هندي، 2006، صفحة 260).

يضم المؤشر أسهم كبرى الشركات الأمريكية في قائمة تتكون من 30 شركة تتغير بمرور الوقت وكذلك أوزانها داخل المؤشر، فإلى غاية سنة 2021 تشكلت قائمة المؤشر من الشركات التالية:

الجدول رقم (5) : قائمة الشركات المشكلة لمؤشر Dow djones في سنة 2021

الرقم	إسم الشركة	الرمز	المجال	تاريخ الإنضمام للمؤشر
1	3M	MMM	الكيمياء	1976/08/09
2	American Express	AXP	الخدمات المالية	1982/08/30
3	Apple	AAPL	التكنولوجيا	2015/03/19
4	Boeing	BA	الملاحة الجوية والفضاء	1987/03/12
5	Caterpillar	CAT	البناء	1991/05/06
6	Chevron	CVX	النفط	2008/02/19
7	Cisco Systems	CSCO	الشبكات	2009/06/08
8	Coca Cola	KO	المشروبات	1987/03/12
9	Dupont	DDNY	الكيمياء	1935/11/20
10	SalesForece	CRM	التكنولوجيا	2020
11	General Electric	GE	الإلكترونيات	1907/11/07
12	Goldman Sachs	GS	التمويل	2013/09/20
13	IBM	IBM	البرمجيات	1979/06/29
14	Intel	INTC	المعالجات	1999/11/01
15	Johnson & Johnson	JNJ	صيدلة	1997/03/17
16	JPMorgan Chase	JPM	الخدمات المالية	1991/05/06

1985/10/30	الوجبات السريعة	MCD	McDonald's	17
1979/06/29	صيدلة	MRK	Merck	18
1999/11/01	البرمجيات	MSFT	Microsoft	19
2013/09/20	الأدوات الرياضية والألبسة	NKE	Nike	20
2020	التكنولوجيا الجوية	AMGN	Amgen	21
1932/05/26	بضائع	PG	Procter & Gamble	22
1999/11/01	التخطيط	HD	The Home Depot	23
2009/06/08	التأمين	TRV	Travelers	24
2020	التكنولوجيا و الفضاء	HON	Honeywell	25
2012/09/24	الرعاية الصحية	UNH	United Health Group	26
2004/04/08	الإتصالات	VZ	Verizon	27
2013/09/20	البنوك	V	Visa	28
1997/03/17	المخازن	WMT	Walmart	29
1991/05/06	التسلية	DIS	Walt Disney	30

المصدر: (Admirals، 2024)

2. أوروبا

تعكس المؤشرات في البورصات الأوروبية أداء السوق المالية في هذه المنطقة، وهذه بعض أبرز المؤشرات في المنطقة الأوروبية:

الجدول رقم (6) : أبرز مؤشرات الأوراق المالية في البورصات الأوروبية

المنطقة	المؤشر	الوصف
بريطانيا	FTSE100	يضم 100 من أكبر الشركات في بورصة لندن، ويعد أحد المؤشرات الأكثر متابعة في أسواق الأوراق المالية الأوروبية.
ألمانيا	DAX40	يضم 40 شركة كبرى في بورصة فرانكفورت، تتم إدارته من قبل بورصة ألمانيا، يتم حساب الأسعار في المؤشر خلال كل ثانية بواسطة نظام إلكتروني، ويعتبر أحد أكثر المؤشرات تداولاً في العالم بإعتبار ألمانيا أكبر إقتصاد في أوروبا.

فرنسا	CAC40	هو مؤشر عالي السيولة يضم 40 شركة فرنسية كبرى، تأسس سنة 1987، ويعتبر المؤشر الأهم في فرنسا.
إسبانيا	IBEX35	تأسس سنة 1992، يتكون من 35 شركة إسبانية الأكثر سيولة في المؤشر العام ببورصة مدريد.
سويسرا	SMI20	تأسس سنة 1988، يضم 20 سهماً الأكثر أداءً في سويسرا والأكثر سيولة.
أمستردام	AEX25	تأسس سنة 1983، يضم 25 من أكبر الشركات الهولندية والأكثر تداولاً في بورصة أمستردام.
شمال أوروبا	OBX25	هو مؤشر خاص ببورصة أوسلو، يضم 25 شركة الأعلى سيولة، يسمح بمشاركة الشركات الأجنبية إذا استوفت الشروط والمعايير المطلوبة، بينما تتشكل معظم قائمة المؤشر من الشركات النرويجية العامة.
منطقة اليورو	STOXX50	تمثل Euronext البورصة الرئيسية لمنطقة اليورو ككل، إذ يضم مؤشرها أكبر 50 شركة من حيث القيمة السوقية في المنطقة.

المصدر: (راشد، 2023)

3. آسيا

إذا كانت الولايات المتحدة الأمريكية تضم أكبر بورصتين في العالم من حيث القيمة السوقية والمتمثلتين في بورصة نيويورك (NYSE) وبورصة ناسداك (NASDAQ)، ففي سنة 2020 كانت المراتب الثلاثة التالية من نصيب البورصات الآسيوية، وتمثلت في بورصة طوكيو باليابان، تلتها بورصة شنغهاي بالصين، ثم بورصة هونغ كونغ (Jitananchandra، 2023)، ففي الأعوام الأخيرة بحسب الخبراء تصاعدت وتيرة جذب الأسواق الآسيوية للمتداولين من جميع أنحاء العالم، وبالمقابل إزداد الإهتمام بمؤشرات هذه الأسواق، وفي ما يلي ذكر لأكثر المؤشرات الآسيوية تفضيلاً بالنسبة للمستثمرين:

الجدول رقم (7): أبرز مؤشرات الأوراق المالية في البورصات الآسيوية

المنطقة	المؤشر	الوصف
الصين	A50	يعتبر المؤشر تمثيلاً لقيمة الشركات من بورصتي شنغهاي وشنتشن الصينيتين، يضم المؤشر شركات صينية مثل PetroChina و بنكي الصين و شنغهاي بودنغ للتنمية.
هونغ كونغ	Hang Seng	هو مؤشر حر مرجح بالقيمة السوقية لعدد من الشركات المدرجة في بورصة هونغ كونغ، تنتمي هاته الشركات إلى أربع قطاعات تتمثل في التمويل، التجارة، الصناعة، العقارات.
الهند	NIFTY	هو المؤشر الرئيسي في بورصة الهند الوطنية، يضم أبرز الشركات الممتازة صاحبة الأوراق المالية الأكثر سيولة والمدرجة في بورصة الهند.
اليابان	Nikkei	تم نشره أول مرة سنة 1949، إذ يعتبر المؤشر الأكثر إهتماماً في الأسواق الآسيوية، يضم 225 شركة يابانية الأعلى تصنيفاً في القسم الأول من بورصة طوكيو، مثل شركات تويوتا و نيسان و سوني.

المصدر: (Jitanchandra, 2023)

المطلب الثالث: تحليل أسعار الأوراق المالية

قبل إتخاذ أي قرار بشأن شراء أو بيع أو الإحتفاظ بأي ورقة مالية، يقوم المستثمرون بالإستعانة بالخبراء لتحليل قيم الأوراق المالية المختلفة، ويتم إجراء هذا التحليل بإستخدام مجموعة من التقنيات والأساليب بهدف الفهم العميق لأداء تلك الأصول، ومحاولة تقدير قيمتها الحالية والمستقبلية، وكذلك تحديد المخاطر المرتبطة بها.

أولاً: التحليل الأساسي

هذا التحليل عبارة عن نهج إستثماري يحاول المستثمر من خلاله إختيار الأسهم الرابحة، وهذا بتقصي الأداء التاريخي للشركات والعوامل الأخرى المؤثرة على نموها وربحيتها (Kulkarni & Kulkarni, 2013, p. 236)، والتي تتمثل في القوى الأساسية التي تؤثر على الصناعة ورفاهية الإقتصاد ككل، إذ يتضمن التحليل الأساسي على مستوى الشركة، فحص مختلف البيانات المالية والأمور المتعلقة بالإدارة والمنافسة،

وعلى مستوى الصناعة، يتم فحص قوى العرض والطلب على خدمات ومنتجات الشركة، أما على مستوى الإقتصاد، فيتم التركيز على البيانات الإقتصادية لإجراء تقييم شامل للنمو الحالي للإقتصاد ومحاولة التنبؤ بالنمو المستقبلي (Murugesan & Priya, 2016, p. 1986).

هذا ويعتبر التحليل الأساسي من الأساليب التقليدية المستخدمة في تحديد توقعات للأسعار المستقبلية، إذ يعتبر المحللون الأساسيون الأسعار الحالية الناتجة عن تفاعل العرض والطلب ماهي إلا عوامل حقيقية، في حين أن التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل لا يتطلب البحث في النتائج وإنما البحث في الأسباب (Mahdia, Jaberb, & Mashkour, 2020, pp. 692-693)، حيث يتم تحليل كل من العوامل المتعلقة بالشركة والصناعة والإقتصاد لإستخلاص القيمة العادلة للسهم والتي يُطلق عليها القيمة الجوهرية، فإن كانت هذه القيمة لا تساوي السعر الحالي للسهم فإنه يعتبر مُقِيم أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية، وإنطلاقاً من مبدأ أن السوق سوف يجذب نحو القيمة العادلة في النهاية، فإنه يجب تقدير هاته القيمة لتحديد القرار الصحيح إما الشراء أو البيع أو الإحتفاظ، ومن خلال إعتقاد المحللون الأساسيون أن الأسعار لا تعكس كافة المعلومات المتاحة، فإنهم يتطلعون إلى محاولة الإستفادة من التناقضات التي يتم ملاحظتها في الأسعار (Murugesan & Priya, 2016, p. 1986).

ثانياً: التحليل الفني

يتم إستخدام التحليل الفني للتنبؤ بأسعار الأسهم، بحيث يعتقد المحللون الفنيون أن أسعار أسهم الشركات تعتمد على التفاعل بين قوى العرض والطلب، ويتم إستخدام ذلك في التنبؤ بالأسعار السوقية المستقبلية للأسهم، وهذا وفقاً للإحصائيات السابقة والحالية لأداء هذه الأسهم، إذ يتم أولاً رصد التغيرات الفعلية في الأسعار لتحري كيف يمكن لها أن تتغير في المستقبل (Chowdhury, 2023, p. 17)، فهذا التحليل أصبح أكثر شيوعاً على مدار السنوات الأخيرة، وهذا راجع للإعتقاد السائد أن الأداء التاريخي للسهم يعد مؤشراً قوياً على أدائه في المستقبل (Kulkarni & Kulkarni, 2013, p. 236).

يقوم هذا التحليل على مجموعة من الإفتراضات تتمثل في ما يلي (Murugesan & Priya, 2016, p. 1987):

- ✓ تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية فقط من خلال التفاعل بين عوامل العرض والطلب في السوق.
- ✓ عوامل العرض والطلب محاطة بعوامل عقلانية وأخرى غير عقلانية.

- ✓ تتحرك الأسعار في اتجاهات يمكن أن تكون هابطة أو صاعدة، وهذا بالإعتماد على عواطف ومشاعر وسيكولوجية المتداولين.
- ✓ تؤثر الاتجاهات السابقة في الاتجاهات الحالية، ومنه يمكن توقع الاتجاهات المستقبلية إنطلاقاً من تحليل الاتجاهات السابقة للأسعار.
- ✓ تميل الأسعار إلى التحرك لفترة زمنية ملحوظة، وهذا إذا إستثنينا الاختلافات الطفيفة.
- ✓ عند حدوث تحول في عوامل العرض والطلب، يتبعها حدوث تغيرات في اتجاهات الأسعار.
- ✓ يمكن رصد التحولات في العرض والطلب، من خلال الرسوم البيانية المعدة خصيصاً لكيفية تحرك السوق، وهذا بغض النظر عن توقيت وأسباب حدوثها.
- ✓ الأنماط التي يتم عرضها من خلال الرسوم البيانية تقوم بتسجيل تحركات الأسعار، حيث تميل بعض الاتجاهات في الرسم البياني إلى تكرار نفسها، والتي تستخدم في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار.

ثالثاً: الفروقات بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

يختلف المحللون الأساسيون والمحللون الفنيون في طرقهم المستخدمة في تحليل أسعار الأوراق المالية ومحاولة التنبؤ بأسعارها المستقبلية، فلكل منهم وجهة نظر واعتقاد مختلف في هذا الشأن، وفي ما يلي محاولة لإستخلاص أهم الفروقات الجوهرية بين هذين المدخلين المستخدمين في تحليل أسعار الأوراق المالية:

الجدول رقم (8) : أبرز الفوارق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

المعيار	التحليل الأساسي	التحليل الفني
الهدف	تحديد القيمة السوقية الحقيقية للأوراق المالية.	تحديد السعر المستقبلي للأوراق المالية.
الطريقة	دراسة الشركة، الصناعة، والإقتصاد ككل، لمعرفة ما إذا كان السوق قد قام بدمج كافة المعلومات وبالشكل الصحيح في السعر أم لا.	دراسة السوق فقط، من خلال دراسة أنماط الأسعار التي أنشأها العرض والطلب، لمعرفة احتمالية تغير تلك الأسعار في المستقبل.
الأدوات المستخدمة	البيانات المالية السابقة والحالية، والمتمثلة في قوائم الدخل، الميزانيات،	البيانات السابقة فقط، والمتمثلة في الرسوم البيانية والاتجاهات والنماذج

قوائم التدفق النقدي وغير ذلك.	والمؤشرات الفنية وما إلى ذلك، بالإضافة إلى إمكانية استخدام الحسابات والمعادلات الرياضية.	
قرار إستثماري، بحيث يشتري المستثمرون الأوراق المالية، وفي إعتقادهم أن الأسعار يمكن أن تزيد في المستقبل.	قرار تجاري، بحيث يشتري التجار (المتداولون) الأوراق المالية، وفي إعتقادهم أنه بمقدورهم بيعها لشخص آخر بسعر أعلى.	نوع القرار المناسب
يستخدم فترات طويلة يمكن أن تصل لسنوات.	يستخدم فترات قصيرة، كالأيام، الأسابيع، الأشهر.	الإطار الزمني

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على (Kulkarni & Kulkarni, (Kaushik, 2024, p. 2) (Mahdia, Jaber, & (Petrusheva & Jordanoski, 2016, pp. 26–28), 2013, p. 236) (Murugesan & Priya, 2016, p. 1987), Mashkour, 2020, p. 695)

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية ومتطلباتها

يتوجب على المستثمرين في الأوراق المالية إتخاذ قرارات مستنيرة داخل بيئة معقدة، فالقرارات التي يتم إتخاذها تتأثر بشكل كبير بالمعلومات المتاحة وتوقيت ورودها إلى السوق، فبالإعتماد على هذه المعلومات يقوم المستثمرون بتقييم الأصول المختلفة وإتخاذ القرارات المناسبة إما بالبيع أو بالشراء أو بالإحتفاظ، إذ يعتبر مدى وتوقيت توفر المعلومات القوة المحركة للأسعار وإتجاهاتها في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تم تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تكون فيها الأسعار الحالية للأوراق المالية معبرة تماماً بحيث تعكس بشكل كامل المعلومات المتاحة التي تتعلق بأسعار الأسهم التاريخية، سواءً كانت هذه المعلومات عامة أو سرية، فالمستثمرون لا يتمتعون بالقدرة على الحصول على أرباح غير عادية بشكل ملحوظ، إذ يمكن الإعتبار من خلال هذا التعريف أن سوق الأوراق المالية لا تقهر (Karwan & Amanj, 2020, p. 273)، فهذا التعريف يفترض عدم إمكانية تحقيق المستثمرين لعوائد دون الآخرين حتى ولو إستفادوا من معلومات بشكل خاص، فهذا التعريف صارم بحيث لا يمكن لأي مستثمر التغلب على السوق بأي حال من الأحوال.

كما قام منير هنيدي بتعريف كفاءة السوق على أنها السوق التي من خلالها يمكن أن يعبر سعر السهم الذي تصدره شركة ما على كافة المعلومات المتوفرة عنها، سواءً كانت تلك المعلومات تمثل السجل التاريخي لسعر هذا السهم، أو معلومات يتم بثها من قبل وسائل الإعلام، أو المعلومات المتعلقة بالقوائم المالية للشركة، أو المعلومات المتعلقة بالحالة الإقتصادية العامة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على سعر السهم، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم تعادل قيمته الحقيقية، فبالإعتبار المستثمرين أشخاص عقلاء والمعلومات متاحة للجميع، فإنهم يتحصلون على عوائد كافية ومرضية نتيجة تحملهم قدر معين من المخاطر (هنيدي، 2006، الصفحات 489-491)، فهذا التعريف لا يفترض إمكانية وجود معلومات سرية خاصة ببعض المستثمرين دون الآخرين من الأساس، إذ أن المعلومات متوفرة ومتاحة للجميع، كذلك يفترض هذا التعريف أن القيمة السوقية للسهم دائماً تعادل قيمته الحقيقية.

وتم تعريفها أيضاً على أنها تلك السوق التي تكون فيها أسعار الأوراق المالية غير متحيزة للقيم الحقيقية للإستثمارات، حيث خلافاً لوجهات النظر الشائعة فإن كفاءة السوق لا تتطلب أن تكون الأسعار في السوق مساوية لقيمتها الحقيقية في كل نقطة زمنية، فكل ما يتطلبه الأمر أن تكون الأخطاء في أسعار السوق غير متحيزة، أي أن يكون السعر أقل أو أكبر من قيمته الحقيقية طالما أن هذا الانحراف عشوائي وغير مرتبط بأي متغير يمكن ملاحظته، وما دام أن هذه الانحرافات عشوائية فإنه لا يمكن للمستثمرين بإستمرار العثور على أسهم قيمها السوقية أقل أو أعلى من قيمها الحقيقية بإستخدام أي إستراتيجية إستثمارية (Damodaran A. , 2012, p. 2)، فهذا التعريف مرناً نوعاً ما من التعريف السابق فيما يخص مسألة وجود تساوي بين قيمة السهم السوقية وقيمتها الحقيقية في أي نقطة زمنية، وإنما يمكن أن تكون هذه القيمة السوقية أقل أو أكثر من القيمة الحقيقية طالما أن هذا الانحراف عشوائي ولا يمكن التنبؤ به بشكل قاطع.

ثانياً: خصائص السوق الكفوة

من خلال المفهوم العام لكفاءة سوق الأوراق المالية يمكن إستخلاص مجموعة من الخصائص الدالة على هذه السوق تتمثل في ما يلي:

- ✓ يتصف المستثمرون في الأوراق المالية بالعقلانية في إتخاذ القرارات المالية إنطلاقاً من المعلومات المتوفرة، فكلهم يهدفون إلى تحقيق عوائد مالية بالتزامن مع تحمل قدر معقول من المخاطر تكون متناسبة مع هذه العوائد.
- ✓ توفر المعلومات بالنسبة لجميع الأطراف دون قيد أو شرط وفي نفس الوقت.
- ✓ وجود عدد كبير من المستثمرين تكون المنافسة بينهم بشكل عادل، دون وجود تمييز أو تحيز.
- ✓ يمكن حدوث إنحرافات بين أسعار الأسهم السوقية وقيمتها الحقيقية بشكل عشوائي راجع إلى أمور لا يمكن التحكم فيها، أو التنبؤ بها بشكل مؤكد، كما تقوم السوق بتصحيح هذا الانحراف بشكل سريع.

ثالثاً: شروط تحقق كفاءة السوق

إن الأسواق لا تحقق الكفاءة بصورة تلقائية وإنما بفضل توجهات المستثمرين وتصرفاتهم، فسعيهم الدائم للتخطيط ومحاولة التغلب على السوق بتحقيق عوائد كبيرة هو ما يجعل السوق كفوة (Damodaran A. , 2012, p. 5)، إذ تتحقق الكفاءة من خلال تحقق الشرطين الأساسيين التاليين:

1. كفاءة التسعير

ويطلق عليها أيضاً بالكفاءة الخارجية، والتي تعني بأن كل المعلومات الواردة للسوق متاحة لجميع المستثمرين وفي نفس التوقيت، وعدم تكبدهم تكاليف باهضة في سبيل الحصول على هاته المعلومات، بالإضافة إلى تحقيقهم نفس مستوى الأرباح، لكن لا يمكن إلا لعدد قليل من المستثمرين الحصول على عوائد غير إعتيادية نتيجة التميز على الآخرين في تحليل المعلومات أو الحصول عليها بوسائل خاصة، لكن هذا ليس متاحاً دائماً بالنسبة لهؤلاء المستثمرين (مفتاح و معارفي، 2010، صفحة 186).

2. كفاءة التشغيل

يطلق عليها كذلك بالكفاءة الداخلية، وتعني أن السوق لديه القدرة على خلق توازن بين العرض والطلب بصورة مستمرة، وبدون تحميل المتعاملين تكاليف مرتفعة (بوكساني، 2006، صفحة 107)، وهذا ما يسمح للمستثمرين بالسعي الدائم لتحقيق أعلى ربح ممكن من خلال الحصول على المعلومات وتحليلها، لأن الربح الذي يحققونه غير متناسب طردياً مع حجم التكاليف التي يتحملونها نتيجة المعاملات.

هناك معادلة صعبة الحل، والمتمثلة في الإدعاء بأنه لا يمكن للمستثمرين التغلب على السوق عندما تتسم هذه الأخيرة بالكفاءة، وبالتالي مطالبة المستثمرين الذين يسعون إلى تعظيم أرباحهم بالتوقف عن محاولة البحث عن أوجه القصور في السوق، وهذا الأمر من شأنه أن يؤدي إلى تراجع كفاءة الأسواق، ومن هذا المنطلق الذي يفرض نفسه هو أن السوق الكفوة تقوم بالتصحيح الذاتي عند ظهور أوجه القصور على فترات، حيث تختفي هذه الأخيرة على الفور عندما يعثر عليها المستثمرون ويقبلون عليها (Damodaran, 2012, pp. 5-6).

المطلب الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

لكفاءة سوق الأوراق المالية علاقة مباشرة مع المعلومات المتوفرة، إلا أن هذه الأخيرة تستوجب التحليل والفهم الدقيق قبل إتخاذ القرارات، وهذا يمكن أن يتطلب توفر بعض الوقت لتحليل المعلومات وتفسيرها بالنسبة للمستثمرين، ومن هذا المنطلق يمكن التمييز بين نوعين من كفاءة السوق:

أولاً: الكفاءة الكاملة

ينطلق مفهوم الكفاءة الكاملة من منظور عدم وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات إلى السوق وبين تحليل وتفسير هذه المعلومات وإستخلاص نتائج معينة، والتي من شأنها أن تحدث تغيير فوري في سعر الورقة المالية، يتحدد إتجاهه حسب نوعية تلك المعلومات، بحيث يتجه صعوداً مع المعلومات السارة، ويتجه هبوطاً مع المعلومات الغير سارة (هندي، 2006، صفحة 494)، و منه لتحقيق الكفاءة الكاملة لابد من توفر مجموعة من الشروط تتمثل في ما يلي (مفتاح و معارفي، 2010، صفحة 183):

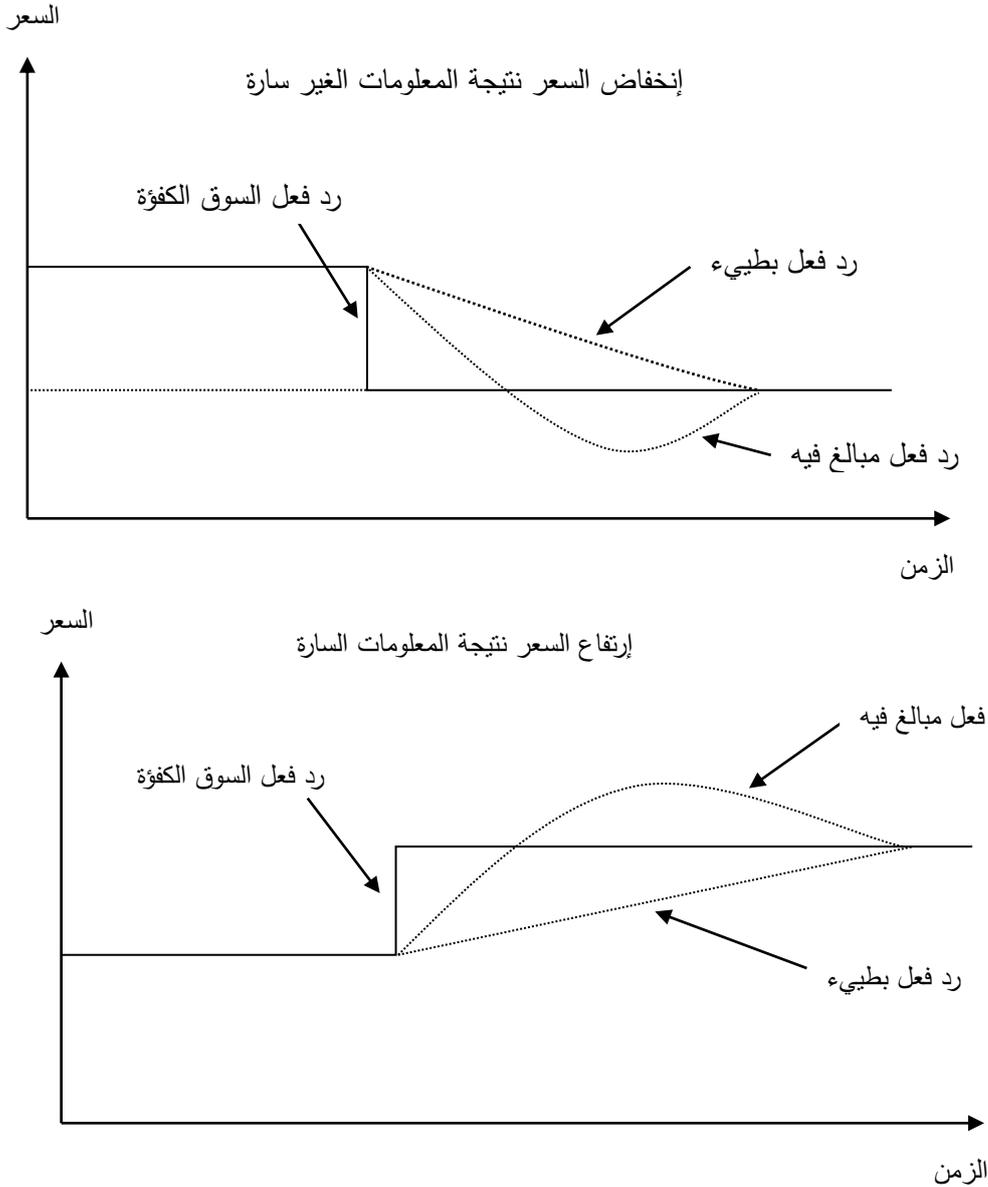
- ✓ توفر المعلومات بسهولة وبدون تكاليف مع سرعة إنتقالها بسرعة قصوى على الجميع، كما تكون هذه المعلومات شفافة بحيث يتم إستخلاص نفس النتائج بالنسبة لجميع الأطراف التي تستخدمها.
- ✓ إمتلاك المستثمرين الحرية الكاملة في المعاملات مع خلو هذه الأخيرة من التكاليف والمعوقات أو الضرائب، فالدخول إلى السوق والخروج منها لا يعترضه أي قيد أو شرط، و كذلك في ما يخص تحديد الكميات المباعة والمشتراة من الأوراق المالية، فإن أي مستثمر بإمكانه بيع أو شراء الكمية التي يرغب، بالإضافة إلى حريته الكاملة في التعامل مع أي شركة يريد.
- ✓ ضرورة توفر عدد كبير ممن يهتمهم الإستثمار في الأوراق المالية محل التداول، حيث لا يمكن لمستثمر بعينه أن يؤثر بصفة منفردة على أسعار الأوراق المالية بأي شكل من الأشكال.
- ✓ يتصف كل المستثمرين بالعقلانية والرشد، بحيث يسعون دائماً إلى تعظيم ثروتهم من خلال إستهدافهم لتحقيق أكبر عائد ممكن مع إستعدادهم لتحمل مخاطر مقبولة نتيجة لذلك.

من خلال مناقشة الشروط اللازمة لتحقيق الكفاءة الكاملة في سوق الأوراق المالية يمكن القول أنه من المستحيل إستيفاء هذه الشروط لتحقيق الكمال في السوق حتى في أكثر الأسواق تطوراً بإستثناء شرط إعتبار كل المستثمرين يتصفون بالعقلانية والرشد، بالإضافة إلى سعيهم المتواصل لتحقيق أعظم منفعة ممكنة، والذي يعتبر شرط محوري في مفهوم كفاءة السوق، و منه يمكن الإنتقال من الكفاءة الكاملة إلى النوع الآخر والمتمثل في الكفاءة الإقتصادية (هندي، 2006، صفحة 497).

ثانياً: الكفاءة الإقتصادية

يقوم مفهوم الكفاءة الإقتصادية على وجود فجوة زمنية بين وصول المعلومات وبداية تحرك الأسعار، و هذا يعني إنحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية للأسهم بشكل مؤقت (مفتاح و معارفي، 2010، صفحة 183)، قبل أن يتم تدارك الأمر من قبل السوق وتصحيح هذا الإنحراف، إذ لا يمكن أن يكون الإنحراف كبيراً لدرجة تحقيق مستثمر ما عائد غير إعتيادي وبالأخص على المدى البعيد (هندي، 2006، صفحة 497)، والشكل التالي يوضح الفرق بين رد فعل الأسعار في الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية:

الشكل رقم (16) : ردود فعل سعر السهم في كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية



المصدر: (هندي، 2006، صفحة 498)

يتضح من خلال المنحنيين أن رد فعل سعر السهم في الكفاءة الكاملة نتيجة تلقي المعلومات السارة أو غير السارة يكون فوري، بحيث لا يكون هناك فاصل زمني بين إستقبال المعلومات وتحليلها من قبل جميع المستثمرين على حد سواء، و كذلك يتم التوصل لنفس النتائج حول ما سيكون عليه أداء السهم بصورة مؤكدة، أما في الكفاءة الإقتصادية يكون هناك وقت فاصل بين إستقبال المعلومات وتحليلها من قبل المستثمرين، كذلك يمكن أن يكون هناك سوء تقدير حول أداء السهم سواءً بتقييمه أكثر من قيمته الحقيقية عند تلقي معلومات سارة، أو بأقل من القيمة الحقيقية عند تلقي معلومات غير سارة، لكن هذا لا يدوم طويلاً، فسرعان ما يتم تعبير سعر السهم على المعلومات بشكل حقيقي.

المطلب الثالث: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

إنطلاقاً من مفهوم السوق الكفوءة، والذي يتمحور حول الإستجابة الفورية للأسعار نتيجة المعلومات المتاحة في السوق، لكن ما نوع هذه المعلومات التي ستؤثر فعلاً في أسعار الأسهم، فمن هذا المنطلق تم تقديم ثلاث صيغ لكفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً: الصيغة الضعيفة

من خلال هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم الحالية تعكس جميع المعلومات التاريخية السابقة فقط، وهذه الأسعار لا تتأثر إلا بالمعلومات الحديثة التي سترد في المستقبل، وطالما لا يوجد معلومات فإن سعر السهم سيبقى ثابت، وبعبارة أخرى فإن المتداولين لا يمكنهم بأي حال من الأحوال الحصول على عوائد غير إعتيادية من خلال الإعتماد على المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم، والتنبؤ بما ستؤول عليه في المستقبل، ومن هذا المنطلق يمكن إعتبار الأسواق بلا ذاكرة، إذ يمكن لأسعار الأسهم المستقبلية أن تسلك مسارات مختلفة عن المسارات السابقة، والمعلومات السابقة لا يمكن أن تؤثر مرة أخرى على الأسعار المستقبلية، وهذا ما أوضحه Malkiel و Fama سنة 1970 فيما يعرف بنموذج " المشي العشوائي للأسعار " (Karwan & Amanj, 2020, pp. 274-276)، ولقد تم إختبار هذه الصيغة من خلال ثلاثة مداخل مختلفة تتمثل في

ما يلي:

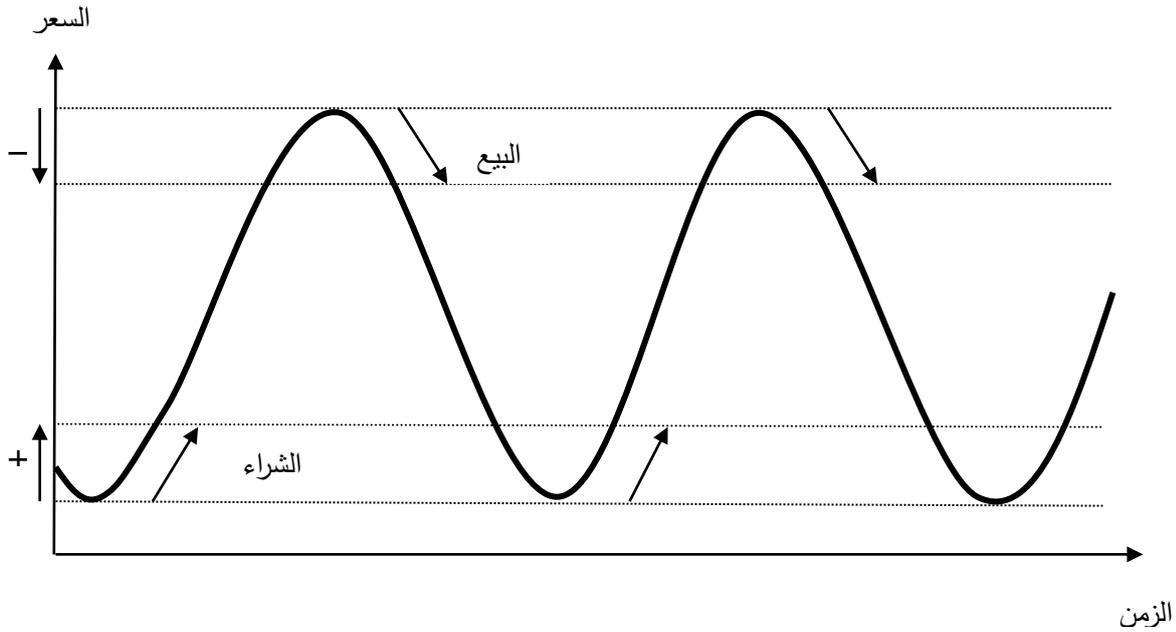
1. سلسلة الارتباط

وفق هذا المدخل يتم قياس معامل الارتباط بين التغير الحاصل في سعر السهم خلال فترة زمنية محددة، فإن أظهرت نتائج تحليل سلسلة الارتباط عدم وجود نمط لتغير الأسعار، فإن هذا يدعم نظرية المشي العشوائي للأسعار المعبر عنها بالصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، مع وجوب الإشارة إلى أن مدخل سلسلة الارتباط يستدل به في المدى القصير لأن اتجاه الأسعار في المدى الطويل قد يكون له نمط معين، فالمضاربيين والمستثمرين يسعون للتنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية من خلال الحركة التاريخية للأسعار في الماضي، وهذا في ظل سعيهم الدائم لتحقيق عوائد تفوق ما يتم تحقيقه من قبل الآخرين الذين لم يقوموا بمثل تنبؤاتهم (هندي، 2006، صفحة 504)، وإنطلاقاً من ذلك يوجد العديد من الدراسات التي أظهرت أن التغيرات المتلاحقة لمؤشر الأسهم في بورصة لندن خلال فترة ما بين 1928 و 1938 كانت مستقلة تماماً، حيث تم تأكيد ذلك من خلال نتائج مجموعة من التجارب في الأسواق الأمريكية (بلجبلية، 2010، صفحة 38).

2. قواعد التصفية

يتحفظ البعض على مدخل سلسلة الارتباط بإعتباره أسلوب بسيط لا يمكنه إكتشاف أنماط حركة الأسعار الأكثر تعقيداً، إذ يقترحون مدخل قواعد التصفية كبديلاً واقعياً لإثبات فعالية الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق، وهذا من خلال أربعة مجموعات من القواعد تم إقتراحها من قبل المحللين الفنيين تمكن المستثمر من تحديد توقيت الشراء والبيع بشكل يمكنه من تحقيق عوائد تفوق الآخرين ممن لم يتبعوا هذه القواعد (هندي، 2006، صفحة 504)، تقوم المجموعة الأولى على أساس أنه إذا إرتفع سعر السهم بنسبة معينة يعتبر ذلك مؤشر على أن المستثمر يمكن أن يعتمد عليه في قرارات الشراء، وبالمقابل فإن إنخفاض سعر السهم بقدر معين يعتبر مؤشر لقرارات البيع، والشكل التالي يوضح ذلك:

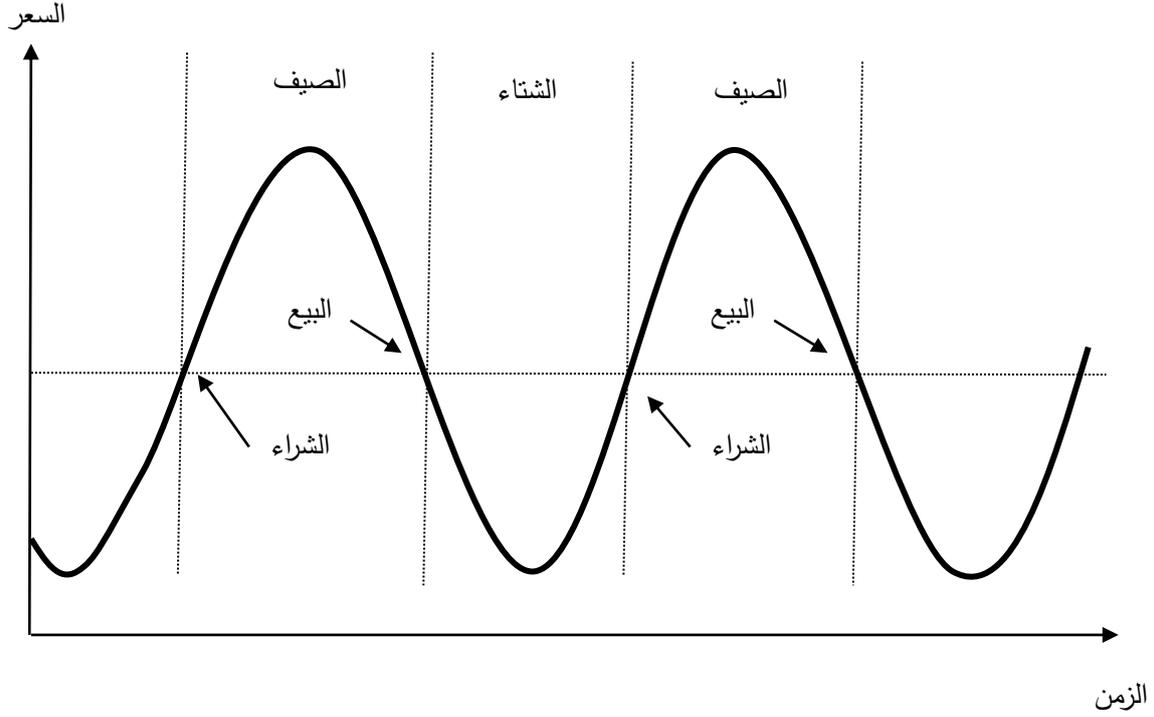
الشكل رقم (17) : قواعد المحللين الفنيين



المصدر: (بلجبلية، 2010، صفحة 39)

أما فيما يخص المجموعة الثانية فهي تقوم على أساس الفترات الموسمية الدورية، بحيث يتتبع المحللين الفنيين حركات أسعار الأسهم خلال مراحل دورية، ومعرفة ردود فعل الأسعار عند نفس النقطة من الزمن لنفس الموسم، وبالتالي يتم إتخاذ قرار البيع أو الشراء بناءً على ذلك، ومن بين هاته الدورات تلك التي تشهد أسعار الأسهم خلالها إنخفاضاً في فصل الشتاء وإرتفاعاً في فصل الصيف (هندي، 2006، صفحة 505)، والشكل التالي يوضح ذلك:

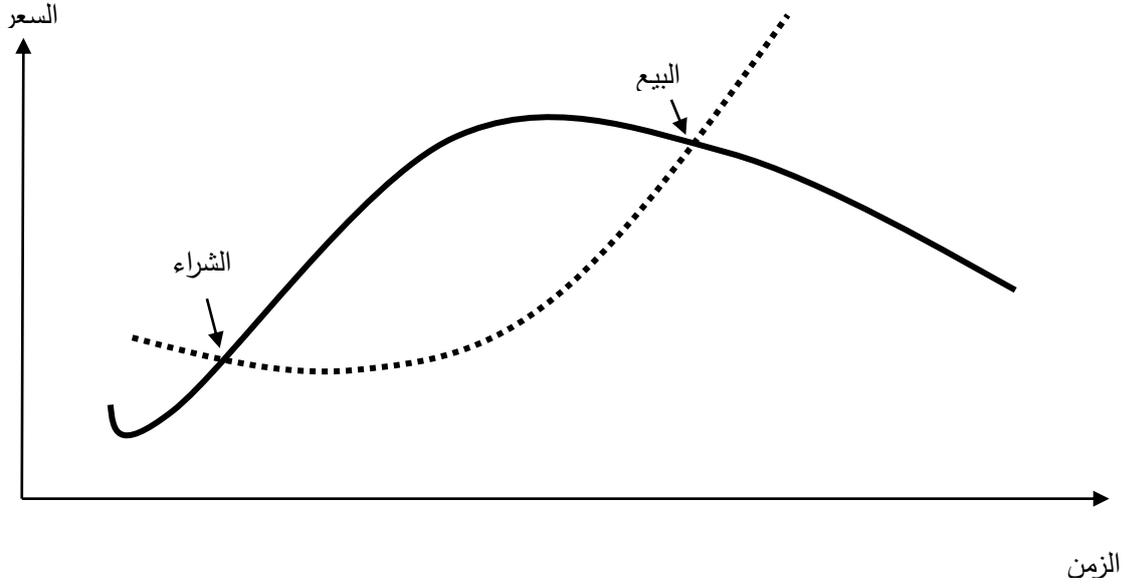
الشكل رقم (18) : قرارات البيع والشراء وفق الدورات



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على ما سبق

تعتمد المجموعة الثالثة على المتوسط المتحرك، حيث يتم إتخاذ القرارات من طرف المحللين الفنيين عند نقاط إنقواء المنحنى الممثل لتغيرات سعر السهم مع المنحنى الممثل للمتوسطات المتحركة والمحسوبة على أساس تلك التغيرات، حيث يتم إتخاذ قرار الشراء عند نقطة التقاطع نحو الصعود، أما نقطة البيع فتحدد عند التقاطع نحو الهبوط، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

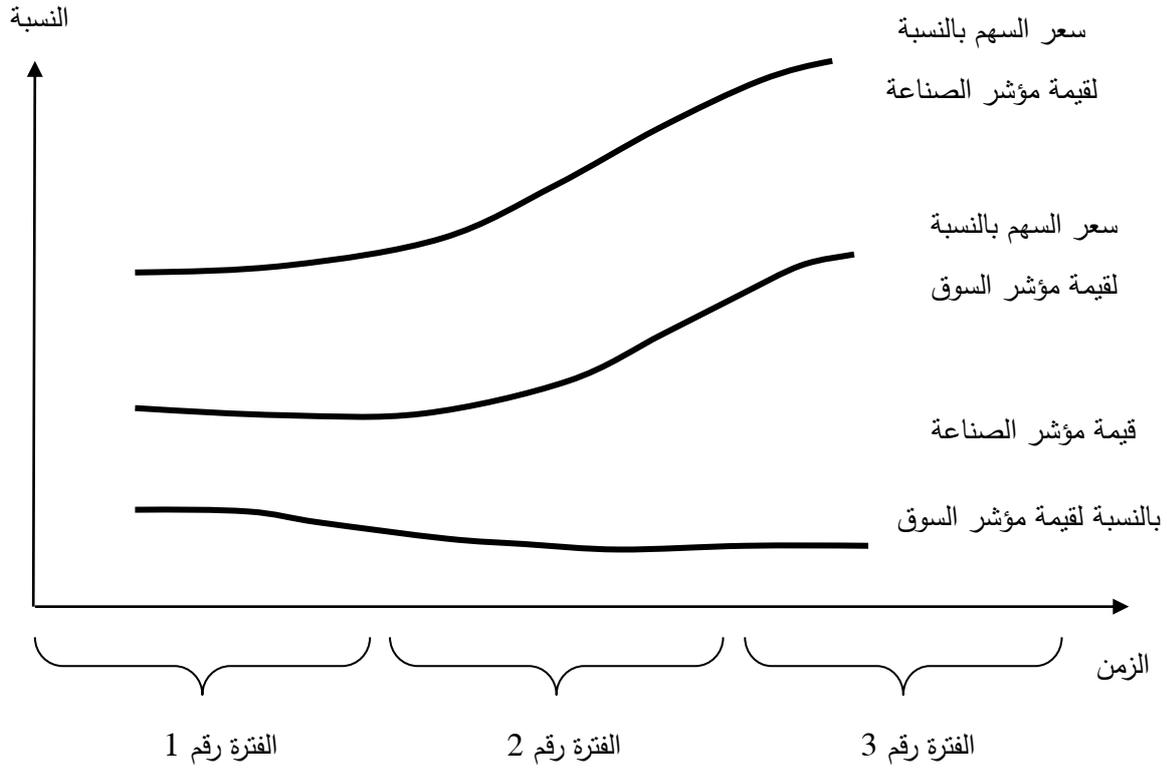
الشكل رقم (19) : قرارات البيع و الشراء وفق المتوسط المتحرك



المصدر: (بلجبلية، 2010، صفحة 41)

تعتمد المجموعة الرابعة على القوة النسبية، حيث تتفاوت تقلبات الأسعار من سهم إلى آخر، فهناك أسهم تتسم أسعارها بسرعة الإرتفاع عند حدوث صعود في السوق، غير أن هذه الأسعار تنخفض بشكل بطيء عند حدوث هبوط في السوق، وتقاس القوة النسبية بعدة طرق شائعة منها حساب سعر السهم بالنسبة إلى قيمة أحد مؤشرات السوق ككل، أو حساب سعر السهم بالنسبة إلى قيمة مؤشر صناعة ما، أو يتم حساب معدل العائد على الإستثمار لكل سهم، ثم تصنف هذه الأسهم حسب الإرتفاع في متوسط معدل العائد على الإستثمار، كل هذه الطرق تكون خلال فترة زمنية محددة، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (20) : القوة النسبية للسهم



المصدر: (هندي، 2006، صفحة 446)

3. الأنماط الطارئة

من الثغرات التي تم ملاحظتها لقواعد التصفية وسلاسل الارتباط أن كلا الإختبارين يمكن أن يفشلا في التنبؤ بالأنماط الطارئة في تغيرات الأسعار، فمن خلال هذا المدخل يمكن إعتبار أن التغيرات في الأسعار تكون عشوائية خلال مدة طويلة من الزمن، إلا أنها تتخذ نمطاً معيناً من حين إلى آخر بحيث يمكن تتبع أثره، ويمكن إجراء إختبارات للتأكد من إمكانية حدوث الأنماط الطارئة للتغير في إتجاهات الأسعار من خلال معرفة عدد مرات حدوث التغير السعري، وطول فترة التغير في كل مرة (هندي، 2006، صفحة 505).

ثانياً: الصيغة النصف قوية

تعكس أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية ذات الكفاءة النصف قوية كافة المعلومات التاريخية السابقة، بالإضافة إلى ذلك تعكس أيضاً جميع المعلومات الواردة للسوق وما يصاحبها من تنبؤات حولها والتي تكون متاحة للعموم، سواءً كانت تلك المعلومات متعلقة بالشركة وقراراتها وظروفها، الظروف المتعلقة بالصناعة التي تعمل ضمنها الشركة، أو الظروف الدولية ككل، بما في ذلك التقارير والتحليلات التي تصدر من جهات موثوقة والتي بإمكانها التأثير على توجهات المتداولين (هندي، 2006، الصفحات 506-507).

يمكن القول أن السوق في شكلها النصف قوي يمكن أن تكون كفاءة، لذا فإن المتداولين عند استخدامهم للمعلومات الواردة للسوق وتحليلها للتنبؤ بما ستؤول إليه الأسعار في المستقبل لن يكون مفيد ومجدي، وهذا لأنه من غير الممكن لهم تحليل المعلومات المتاحة للعمامة في تقارير الشركة مثلاً للحصول على عوائد غير إعتيادية في المستقبل، لأنه وبمجرد نشر هذه التقارير سواءً كانت إيجابية أم سلبية فإن ذلك ينعكس فوراً في الأسعار، وبذلك تكون هذه الأخيرة قد تم تعديلها بناءً على هذه التقارير (Karwan & Amanj, 2020, pp. 276-277)، إلا أنه عند لحظة ورود المعلومات الجديدة سوف تعكس الأسعار وجهات النظر الأولية بشأن التنبؤات المتعلقة بهذه المعلومات، فإن أدرك المستثمر ومنذ أول لحظة لورود المعلومات للسوق قيمة السهم الحقيقية التي ينبغي أن تكون، في هذه الحالة سوف يحقق هذا المستثمر عوائد غير إعتيادية مقارنة بالآخرين (مفتاح و معارفي، 2010، صفحة 185)، أما في حالة كانت تقديراته في ما يخص القيمة الحقيقية للسهم خاطئة فحينها سوف يتعرض لخسائر نتيجة لذلك.

لقد تم إختبار هذه الصيغة بوسائل غير مباشرة، وهذا على غرار قياس سرعة الإستجابة من طرف أسعار الأسهم نتيجة الإعلان عن توزيعات الأرباح، أو إشتقاق الأسهم، أو الإصدارات الجديدة، أو الإعلان عن تعديلات تخص المعالجة المحاسبية لبندود في القوائم المالية وما إلى ذلك، غير أن النتائج طالما شهدت إختلافاً، فمثلاً بالنسبة لتوزيعات الأرباح أو الإشتقاق لوحظ في البعض من الدراسات إستجابات فورية لأسعار الأسهم لمعلومات الإعلان، بما لا يسمح لأي مستثمر تحقيق عوائد على حساب الآخرين، وهو ما يدعم كفاءة السوق في الصيغة النصف قوية، وهذا على عكس إصدارات الأسهم الجديدة التي تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية لكن ذلك لا يدوم إلا لمدة لا تزيد عن يوم واحد (هندي، 2006، الصفحات 508-509)، لكن في المجمل يمكن إعتبار السوق كفاءة في صيغتها النصف قوية بالنسبة لنوع معين من

المعلومات، بينما يمكن التحفظ بالنسبة لنوع آخر من المعلومات التي كانت نتائج الدراسات أقل جزءاً في ما يخص كفاءة السوق في هذه الصيغة.

كما تؤكد العديد من الدراسات إستجابة أسعار الأسهم لمعلومات بعيدة كل البعد عن أداء الشركة، مثل المعلومات الخاصة بعمليات الإندماج والإستحواذ، أو التعديلات الخاصة بالمعالجة المحاسبية لبنود في القوائم المالية، أو إنضمام السهم لعينة أحد المؤشرات التابعة للسوق (هندي، 2006، صفحة 510)، فبشأن إحتمالية إندماج الشركة أو إستحواذها على شركة أخرى، فعند إعلان الشركات عن عمليات الإندماج والإستحواذ، فإن هذه المعلومات سيكون لها رد فعل من قبل أسعار أسهم هاته الشركات سواءً صعوداً أو هبوطاً حسب إنطباع المستثمرين حول تلك الصفقات، وهو ما يدعم كفاءة السوق في صيغتها النصف قوية فيما يخص المعلومات المتعلقة بعمليات الإندماج والإستحواذ.

ثالثاً: الصيغة القوية

ترتكز هذه الصيغة على أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات السابقة و التاريخية، وكذلك الإعلانات العامة كما في الصيغة النصف قوية، بالإضافة إلى ذلك فإنها تعكس المعلومات الخاصة أو السرية التي لم يتم الإعلان عنها للعموم، والتي لا يعلمها إلا الأشخاص المطلعين على خبايا الشركة مثل كبار المديرين والمقرين إليهم، إذ تثير هذه الصيغة الكثير من الجدل حول الكفاءة حسب هذه الصيغة (Karwan & Amanj, 2020, p. 279)، لأن داعمو هذه الصيغة يفترضون أن المعلومات السرية يمكن للمحللين الأساسيين الوصول إليها من خلال طرقهم وأدواتهم الفعالة، ومنه فإن الأسعار تعكس كافة المعلومات بدقة لدرجة أنه يستحيل على المتداولين تحقيق عوائد غير إعتيادية على حساب الآخرين، حتى ولو إستعانوا بكبار المستشارين الإستثماريين في السوق، أو كانوا هم رؤساء مجلس الإدارة (هندي، 2006، صفحة 511)، في المقابل يرى العديد من الباحثين أن إمتلاك المطلعين على معلومات سرية مقارنة بالآخرين مثل النية على إقدام الشركة بالقيام بعمليات الإندماج والإستحواذ، من شأنه أن يمكنهم من تحقيق أرباح عالية من خلال قدرتهم على التنبؤ بالأسعار المستقبلية حال تداولهم في السوق، وبذلك فهذا الرأي مشكك في تحقق الكفاءة في الصيغة القوية (Karwan & Amanj, 2020, pp. 279–280).

و قد تم إختبار هذه الصيغة بطريقة غير مباشرة، تمثلت في قياس العوائد التي تحققها فئات معينة من المتداولين، بفرض أن لها طرقها ووسائلها الخاصة تمكنها من معرفة المعلومات السرية الغير متاحة

للمعوم بنفس السرعة، مثل المتخصصين في التحليل، والمؤسسات المتخصصة في الإستثمار، بالإضافة إلى كبار المديرين وبعض العاملين الذين يستثمرون في أسهم الشركات التي يعملون فيها، وخلصت النتائج الى عدم تحقيق المتداولين الذين إعتدوا على خبرات المتخصصين في التحليل، وكذا المؤسسات المتخصصة في الإستثمار لعوائد غير إعتيادية، بينما حقق كبار المديرين وبعض العاملين ممن يتداولون جزء من ثروتهم في الأسهم التي تصدرها الشركات التي يعملون فيها لأرباح دون الآخرين (هندي، 2006، صفحة 512)، فمن هذا المنطلق فإن المتداولين الآخرين سيفقدون الثقة في بورصة الأوراق المالية لإنعدام تكافؤ الفرص بينهم وبين المطلعين المتداولين في نفس الوقت لبعض من أسهم الشركات التي يعملون فيها، ومن أجل ذلك تم بذل جهود في بعض البلدان لوضع حد لتداول المديرين والمطلعين للأوراق المالية، فعلى سبيل المثال إتخذت المملكة المتحدة إجراءات لتجنب هذا الأمر من خلال إعتبار ذلك جريمة جنائية، سواءً تعلق الأمر بتداول مستخدمي المعلومات السرية لمصلحتهم الخاصة، أو تقديم المشورات لأشخاص آخرين، الأمر الذي سيعزز بالفعل من كفاءة السوق (Karwan & Amanj, 2020, p. 281).

إنطلاقاً من ما قد تم عرضه حول ما تضمنته كل صيغة من الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية، فإننا نؤيد فرضية كفاءة السوق في شكلها النصف قوي، وأن الأسعار تعكس كافة المعلومات التاريخية وتستجيب للمعلومات الحالية ولكن بصورة متفاوتة، كما أنه ليس بمقدور المتداولين جني أرباح مستقبلية دون الآخرين، ولا يمكنهم التنبؤ بالأسعار المستقبلية إنطلاقاً من تحليل المعلومات السابقة والحالية، ونحن بذلك ندعم نموذج المشي العشوائي للأسعار.

أما بخصوص الصيغة القوية فإننا نشكك في قدرة المحللين الأساسيين والمؤسسات الإستثمارية المتخصصة على الحصول على المعلومات السرية في الوقت المناسب، وتحليلها والإستفادة منها في نفس الوقت الذي يستعملها المطلعين من مدراء ومقربين إذا كانوا يتداولون أسهم نفس الشركة التي يعملون فيها، أو إذا قاموا بتزويد أطراف معينة بتلك المعلومات بشكل حصري، وخاصة أنه ليس محضوراً تداول المطلعين لأسهم نفس الشركة في الكثير من البورصات.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل نستخلص أن البورصة هي عبارة عن منصة مركزية تعمل على تسهيل تداول الأسهم والسندات بين المستثمرين، بالإضافة إلى الأوراق المالية الأخرى، فهي تلعب دوراً حيوياً في إقتصاد الدول من خلال جمع رؤوس الأموال اللازمة والتي تحتاجها الشركات لتمويل مشاريعها وتوسعاتها المختلفة، كما تمنح المستثمرين فرصة لتشغيل أموالهم في مشاريع تعود عليهم بالفائدة، كذلك توفر البورصة الشفافية والتنظيم الصارم للوائح والتنظيمات الأمر الذي من شأنه أن يحمي المستثمرين من التلاعب والإحتيال، فالبورصة تعمل كمكان يلتقي فيه البائعين بالمشتريين، فمن خلال قانون العرض والطلب وبالاعتماد على المعلومات المتاحة يتم إكتشاف وتحديد السعر العادل للأصول المالية المختلفة، كما تقوم البورصة بتوفير السيولة من خلال تسهيل عملية تحويل مختلف الأصول المالية إلى نقد بشكل سهل وسريع، الأمر الذي يجعل الإستثمار في الأوراق المالية أكثر جاذبية.

لقد تم أيضاً إستخلاص أن نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية تقترض أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق بشكل كامل وفوري، وبناءً على ذلك فإنه يعتبر من المستحيل على أي مستثمر تحقيق عوائد أعلى من باقي المستثمرين بالاعتماد على المعلومات المتاحة وبدون تحمل مخاطر إضافية، وقد تم إنشاء هذه النظرية خلال ستينيات القرن الماضي على يد Fama، وتعتبر من الركائز الأساسية للإقتصاد المالي الحديث.

لقد أظهرت الدراسات التجريبية نتائج متضاربة حول تطبيق نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث أظهرت الأسواق علامات واضحة على الكفاءة في بعض الحالات أين تبين أنه لا يمكن التنبؤ بالأسعار بناءً على البيانات التاريخية، في حين أظهرت الأسواق وجود فرصاً لتفرد مستثمرن بتحقيق عوائد دون الآخرين من خلال إستغلال معلومات غير متاحة للعامة، أو من خلال تحليل الأحداث الإقتصادية، لكن تظل هذه النظرية أداة هامة لفهم ديناميكية أسواق الأوراق المالية، كما تساهم في تشكيل إستراتيجيات للإستثمار وإعتماد السياسات المالية المختلفة.

الفصل الثالث

الأداء المالي خلال عمليات الإندماج والإستحواذ

تمهيد:

يعتبر الأداء المالي للشركات من المصطلحات التي يتردد صداها كثيراً في بيئة الأعمال في العقود الأخيرة، فالأداء المالي كمفهوم يعتبر مرآة تعكس صحة وإستدامة الأنشطة المختلفة للشركات، وقدرتها على التكيف مع بيئتها، فالشركات تسعى جاهدة لإتخاذ قرارات إستراتيجية تمكنها في الأخير من المحافظة على كفاءتها المالية وتعزيزها.

تعد عمليات الاندماج والإستحواذ من أبرز الإستراتيجيات التي إعتمدتها الشركات بهدف تعزيز أدائها المالي على المدى القصير والطويل، إذ تسعى إلى توسيع نطاق أعمالها، زيادة حصتها السوقية، بالإضافة إلى تحقيق وفورات في الحجم، الأمر الذي يمكنها من تحسين الربحية وتعزيز القدرة التنافسية، وهناك الكثير من الفوائد المرجوة من وراء هذه الإستراتيجيات، لكن إختيار وتنفيذ هذه العمليات ليس دائماً مضمون النتائج، لذا يجب قياس وتتبع أداء هذه العمليات للحصول على تقييم فعال ومستمر للمركز المالي للشركة.

وبناءً على ما سبق سنحاول توضيح ذلك في هذا الفصل من خلال تقسيمه للمباحث التالية:

- ❖ المبحث الأول: الإطار النظري لأداء الشركات.
- ❖ المبحث الثاني: الأداء المالي للشركات.
- ❖ المبحث الثالث: الأداء المالي خلال عمليات الاندماج والإستحواذ.

المبحث الأول: الإطار النظري لأداء الشركات

يعد الأداء من العوامل الحاسمة التي تحدد نجاح الشركات وإستمرارها في السوق، فمن خلاله يمكن أن تقارن الشركة نفسها مع ماضيها، أو مع مثيلاتها في السوق، ويضم هذا الأداء جوانب متعددة مثل الإدارة الفعالة للموارد، القدرة على الإبتكار، بالإضافة الى الإستجابة السريعة للتغيرات الحاصلة في السوق، والحفاظ على مستويات عالية من رضا العملاء، وحتى الموظفين.

المطلب الأول: ماهية أداء الشركات

لقد تم في هذا المطلب محاولة تحديد مفهوم أداء الشركات وأنواعه المختلفة، بالإضافة الى العوامل التي يمكن لها التأثير على هذا الأداء.

أولاً: مفهوم أداء الشركات ومكوناته

يعتبر أداء الشركات من المفاهيم كثيرة التعقيد والتباين في التمييز من طرف مختلف الباحثين والأكاديميين، وهذا بالرغم من الأهمية المتزايدة لهذا المصطلح في البحوث المتعلقة بالإدارة الإستراتيجية، ويعود ذلك بشكل جزئي إلى طبيعة المصطلح في حد ذاته، والذي يمكن فهمه بعدة تفاسير مختلفة ضمن سياقات متنوعة.

1. مفهوم أداء الشركات

لقد شهد مفهوم أداء الشركات تطورات من فترة زمنية إلى أخرى، ففي خمسينيات القرن الماضي تم إعتبار أداء الشركات معادلاً للكفاءة التنظيمية، والتي بدورها تمثل تلك الدرجة التي تحقق بها الشركة كنظام إجتماعي محدود الموارد والوسائل أهدافها بدون الإفراط في بذل الجهد من طرف أعضائها، ثم في الستينيات والسبعينيات بدأت الشركات في إستكشاف طرق جديدة في تقييم أدائها، حيث أصبح الأداء يعرف بأنه مدى قدرة الشركة على إستغلال بيئتها في سبيل الوصول وإستخدام الموارد المحدودة، بالإضافة إلى إعتبار الأداء نتيجة لتقييم الجهد، فخلال هذه الفترة كانت فعالية وكفاءة الشركات متشابهة، فكلاهما مثلتا عنصرين حاسمين في الأداء التنظيمي العالمي، والذي يمكن تحديده من خلال تعظيم كامل العوائد بجميع أنواعها، أما في الثمانينيات، فقد تم إعتبار الأداء أنه مدى قدرة الشركة كنظام إجتماعي على التنسيق بين الوسائل والغايات، حيث تمثلت الغاية الرئيسية للشركات آنذاك في خلق قيمة للزبائن، ثم في فترة التسعينيات تم إعتبار أداء

الشركة مدى قدرتها على تلبية متطلبات أصحاب المصلحة، حيث تم ربط أداء الشركات بأداء الموظفين، وإنطلاقاً من ذلك فإنه يجب على الشركات بغية تحسين أدائها تعريض الموظفين باستمرار للمعارف الحديثة لإكتساب مهارات جديدة (Taouab & Issor, 2019, pp. 94-95).

خلال مطلع الألفية الجديدة، إستمرت محاولة تحديد مفهوم دقيق لأداء الشركات وفق رؤى الشركات في هذه الفترة، حيث يمكن سرد تعاريف بارزة لأداء الشركات خلال العقد الأول من القرن الواحد والعشرون كما يلي (Achim & Borlea, 2008, pp. 3-4):

يُقدّر (Verboncu I, & Zalman M, 2005) الأداء على أنه نتيجة معينة في مجالات الإدارة والتسويق والإقتصاد وما إلى ذلك، مما يعطي خصائص الفعالية والكفاءة والقدرة التنافسية للشركة، بالإضافة إلى مكوناتها الهيكلية والإجرائية.

فيما يُعرّف (Albu A & Albu C, 2005) الأداء من خلال الإشارة إلى مفاهيم أخرى مثل الوصول إلى الأهداف الإستراتيجية، التوازن بين الكفاءة والفعالية، بالإضافة إلى خلق الثروة والقيمة في الشركة.

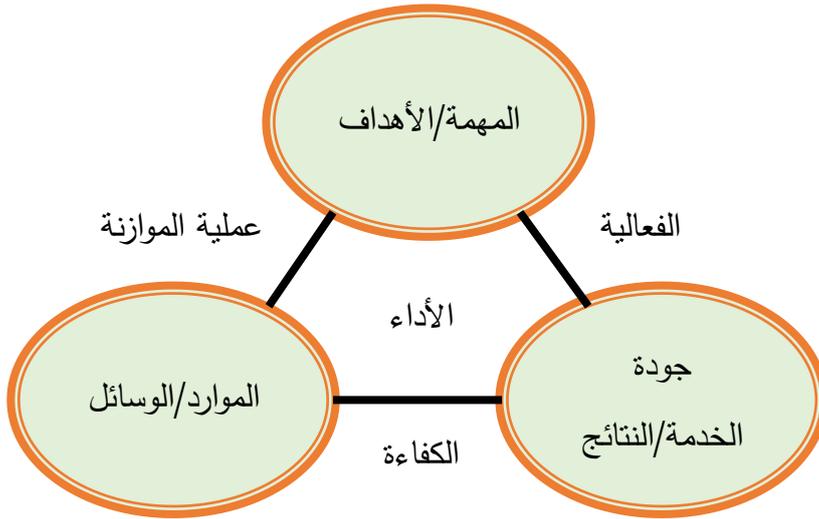
كما يُقدّر (Duran V, Gozac AL & Duran D, 2005) أن تحليل الأداء يتحقق بإستخدام مؤشري العائد والربحية، الفئة الأولى من المؤشرات تشير إلى تعويض رأس المال المستثمر، أما الفئة الثانية فلها دور تحديد عملية التشغيل.

ويُقدّر (Greuning HV, 2005) بإعتباره مفسر لمعايير التقارير المالية الدولية، أنه من أجل تحديد المخاطر والأداء، فإن التحليل المالي يستخدم مجموعة متنوعة من التصنيفات، إذ يسلط الضوء بشكل أساسي على خمسة تصنيفات لمؤشرات تتمثل في الكفاءة التشغيلية، السيولة، النمو، الملاءة المالية، الربحية. أما في الدراسات الموسّعة التي أجراها (Philip M, Parker, 2006) من أجل تسليط الضوء على مفهوم الأداء، فقد أخذ في الإعتبار أربعة أنواع رئيسية من المؤشرات هي السيولة، الربحية، الرافعة المالية، بالإضافة إلى نسب إستخدام الأصول.

كما يرى (Batrancea M & Batrancea LM, 2006) أن المؤشرات الأكثر شيوعاً هي النتيجة الصافية، التدفقات النقدية للعمليات، نتائج التشغيل والقيمة المضافة.

فوفقاً للورقة البحثية للمؤلف (Profiroiu, 2001) فإن تعريف الأداء في القطاع العام ينطوي على وجود علاقة بين الوسائل والأهداف والنتائج، بحيث يكون الأداء نتيجة للممارسة المتزامنة للفعالية والكفاءة وعملية الموازنة الكافية، حيث نجد محتوى هذا التعريف أيضاً في العمل الذي قام به المؤلف (Matie, L., 2006)، والذي يمثل بيانياً في الشكل الآتي:

الشكل رقم (21): محتوى تعريف الأداء



المصدر: (ION & CRIVEANU, 2016, p. 181)

ويُقدّر (Siminica M, 2008) أن الشركة التي تتسم بالأداء فإنها تتسم بالكفاءة والفعالية في نفس الوقت، ففي حين يتم قياس الكفاءة من خلال تحقيق البيئة الداخلية للشركة، فإن الفعالية تعكس تحقيق التوقعات الخارجية.

ويُعتبر (Radu F & Taicu M, 2009) أن الشركة التي تتسم بالأداء هي التي تتمكن من خلق قيمة لمساهميها، حيث يتحقق ذلك عندما يكون العائد على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة مصادر التمويل التي تم استخدامها، ومنه فإن الشركة لا يكفيها تحقيق الربح فقط لخلق القيمة.

كما قدّم (Colase B, 2009) تعريفاً كاملاً لمفهوم الأداء، حيث اعتبر كلمة "الأداء" كلمة تحوي العديد من المفاهيم مجتمعة، مثل العائد والإنتاجية والنمو والربحية والكفاءة والقدرة التنافسية.

أما من وجهة نظر المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS)، فإن أداء الشركات ليس محددًا بدقة، لكنها تشير إلى إستخدام الربح كمقياس للأداء بشكل متكرر.

من خلال التعاريف السابقة يمكن ملاحظة ما يلي:

✓ إختلاف الجوانب المؤثرة على الأداء، إذ تشير بعض التعريفات إلى أهمية العوامل المالية مثل الأرباح، العوائد على الإستثمار، بينما تركز تعريفات أخرى على الجوانب الغير مالية مثل الكفاءة، الفعالية، القدرة على تحقيق الأهداف الإستراتيجية.

✓ الإتجاه نحو الإستدامة، إذ يظهر الإهتمام المتزايد بتضمين جوانب الإستدامة والمسؤولية الإجتماعية في تعريف أداء الشركات، حيث يعتبر الأداء الإقتصادي للشركة جزءاً من تحقيق القيمة وخلق الثروة لأصحاب المصلحة بشكل عام ومستدام.

✓ التنوع في المؤشرات المستخدمة للإستدلال على الأداء، حيث تم إستخدام مؤشرات مالية وأخرى غير مالية، مما يعكس درجة تعقيد وتعدد الجوانب التي يجب مراعاتها في تحديد وتقييم الأداء العام للشركات.

خلال العقد الثاني وإلى غاية اليوم، إستمر الباحثون في محاولاتهم لتحديد تعريفاً أكثر تعبيراً لمفهوم أداء الشركات، حيث يرى (PECINOVA, LOSTAKOVA, & HAVRANEK, 2012, pp. 2-3) أن الأداء يُفهم بشكل عام على أنه نتائج أنشطة الشركة خلال فترة معينة من الزمن، فهو يشير إلى إنجاز مهمة معينة مقاسة وفقاً لمعايير يتم تحديدها مسبقاً بشكل دقيق ومكتمل وبتكلفة محددة وبسرعة معينة، إذ يعتبر الأداء الخاصة التي من خلالها يتم تحديد قدرة تلك الشركات على تحقيق نتائج إيجابية مقارنة بنتائج الآخرين خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي فإن الشركة الفعالة هي التي تكون أفضل في تحقيق أهداف طويلة الأجل.

كما تم الأخذ في الإعتبار أن أداء الشركات يركز بشكل أساسي على مقدرة الشركة على إستخدام مواردها المتاحة بكفاءة لتحقيق إنجازات تتوافق مع الأهداف التي تم تحديدها مسبقاً، والتي تأخذ في الإعتبار أهميتها لمستخدميها، فأداء الشركة يتحقق من خلال أشياء كالتجارب، التقييمات، الكفاءة العالية، الفعالية والجودة، إذ يمكن إستنتاج أن الأداء هو نتيجة للعمليات التجارية للشركة التي تظهر قيمة نجاح الأعمال المقاسة بالمعلومات المالية والغير مالية (Setyani & Brantas, 2021, p. 2).

كما تم إعتبار الأداء أنه النجاح الشامل للشركة في تحقيق أهدافها الإستراتيجية من خلال رسالتها ورؤيتها وإستراتيجياتها، فأداء الشركة ما هو إلا نتيجة لممارسة أنشطة الإدارة المختلفة بالتزامن مع الإستغلال الأمثل للموارد المتاحة (Ekadjaja, Wijaya, & Vernetta, 2021, p. 156)، فالأداء هو مقياس يمكن من مقارنة مدى قدرة شركة ما على تحقيق أهدافها وغاياتها مع شركات أخرى منافسة لها (Masoud & Basahel, 2023, p. 111).

من خلال ماسبق من تعريفات يمكن القول أن تعريف الأداء يختلف بناءً على السياق والتخصص والتطورات الزمنية، حيث يمكن للباحثين والمختصين في مجالات مختلفة أن يعطوا تعاريف مختلفة للأداء بناءً على إهتماماتهم ومنظورهم الخاص، فعلى سبيل المثال قد يركز الباحثون في مجال إدارة الأعمال على الأداء المالي والتشغيلي للشركات، بينما قد يركز الباحثون في مجال علم النفس على الأداء الفردي والجماعي للموظفين داخل المنظومة، كما يمكن أن تتغير تعريفات الأداء مع مرور الوقت بسبب التطورات التكنولوجية والإقتصادية والإجتماعية.

2. مكونات أداء الشركات

يتكون الأداء من ثلاث مكونات رئيسية تتشابه في المعنى كثيراً هي الكفاءة، الفعالية والتنافسية.

1.2 الفعالية

الفعالية هي مدى قدرة الشركة على تحقيق النتائج المرجوة (Wilson, Wnuk, & Silvander, 2018, p. 267)، فهي بذلك تُعتبر مقياس لنجاح الشركة في تحقيق أهداف محددة وواضحة (Al-Sayed Omar, 2023, p. 3389)، إذاً الفعالية هي القدرة على بلوغ أهداف موضوعة مسبقاً وبنائج مبهرة، وبما أن للشركات الكثير من الأهداف، فالفعالية يجب أن تكون على مستوى أصعدة متعددة مثل إنتاجية العمل، جودة المنتجات، مدى إستخدام الموارد، مدى إدارة المخاطر وما إلى ذلك.

2.2 الكفاءة

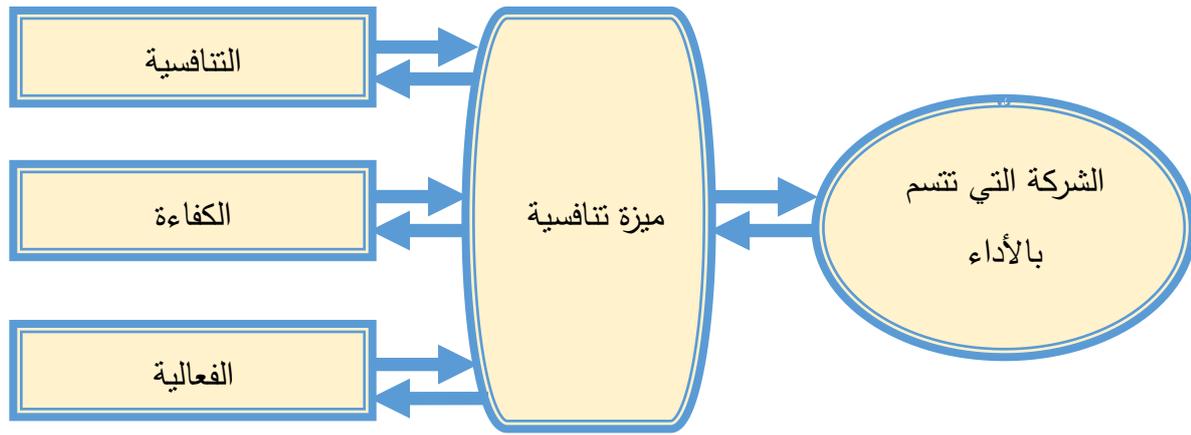
الكفاءة هي قدرة الشركة على القيام بالأشياء من دون إستنزاف للطاقة وتضييع للوقت (Wilson, Wnuk, & Silvander, 2018, p. 267)، ويشير Fisher إلى أن للكفاءة مفهوم إقتصادي، تنظيمي وهندسي، يتمثل المفهوم التنظيمي في مدى قدرة الشركة على الحفاظ على كيانها ومستوى رضا زبائنها،

بينما يتمثل المفهوم الهندسي في النسبة بين المدخلات والمخرجات (Al-Sayed Omar, 2023, p. 3385)، ومنه نستنتج أن مفهوم الكفاءة يشير إلى قدرة الشركة على تحقيق النتائج المطلوبة بأدنى قدر ممكن من الموارد، حيث يمكن تطبيق هذا المفهوم على مجموعة متنوعة من السياقات، على غرار القطاع الإقتصادي، الهندسي والإداري.

3.2 التنافسية

يشير مفهوم تنافسية الشركات إلى قدرة هذه الأخيرة على النجاح والتفوق في بيئة تعج بالمنافسين، سواءً كان هذا التفوق في جودة المنتجات والخدمات المقدمة، مستوى تلبية إحتياجات الزبائن، القدرة على الإبتكار، القدرة على تخفيض التكاليف، وما إلى ذلك من الجوانب التي يمكن أن تنافس من خلالها. إن الشركة التي تتمتع بالأداء هي الشركة التي تجمع بين كل هاته العناصر في كل ما تمارسه من أنشطة، والشكل التالي يبين ذلك:

الشكل رقم (22): مكونات أداء الشركات



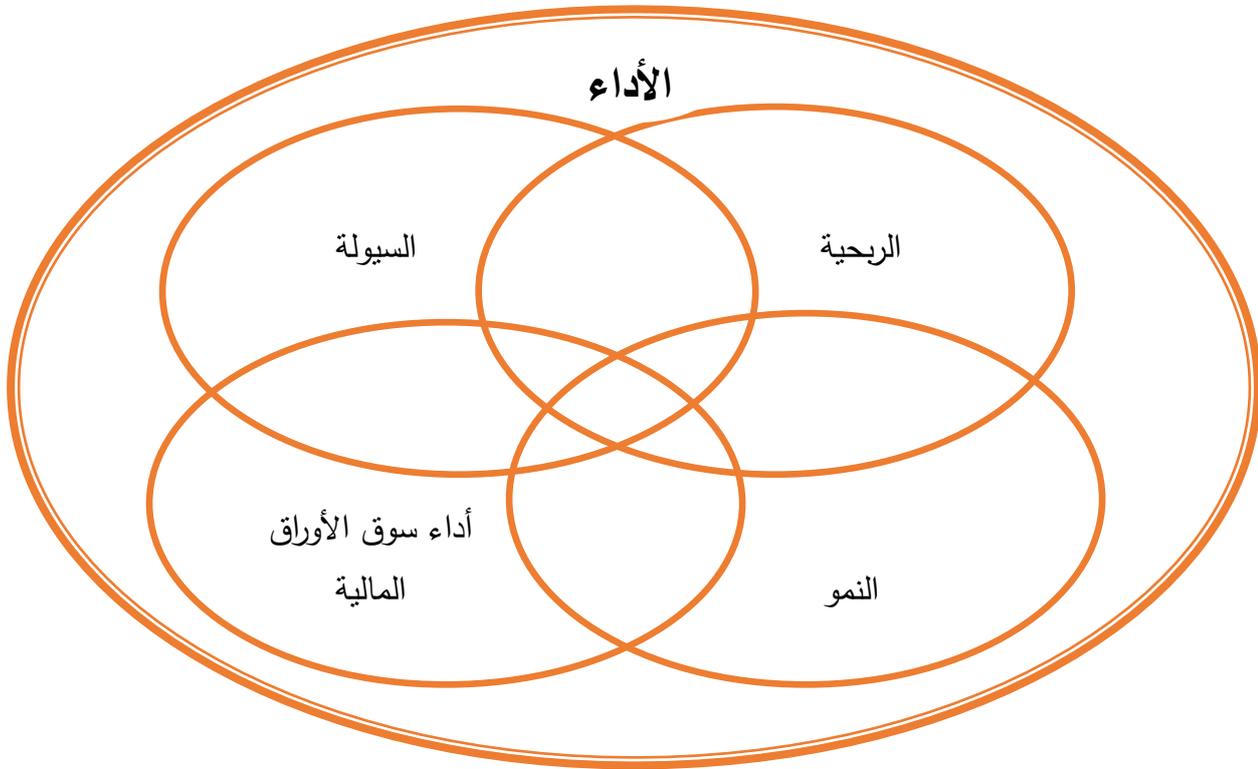
المصدر: (Taouab & Issor, 2019)

نلاحظ من خلال الشكل رقم (22) أن الشركة يجب أن تكون تنافسية في نفس وقت إتسامها بالفعالية والكفاءة، لأنه لا توجد فائدة في كون الشركة تتسم بالكفاءة والفعالية ومنافسيها يسبقونها من حيث الأرباح والحصة السوقية، لذا يمكن القول أنه لكي تكون الشركة تتسم بالأداء، فإنه يلزمها تحقيق ميزة تنافسية من خلال إتسامها بالكفاءة والفعالية على مستوى الأنشطة التي تمارسها.

ثانياً: أبعاد أداء الشركات

إقترح الباحثين (Combs, Crook, & Shook, 2005, p. 274) إطاراً مفاهيمياً يشمل ثلاث أبعاد للأداء متمثلة في العوائد المحاسبية، النمو، بالإضافة إلى أداء سوق الأوراق المالية، وبالاعتماد على هذا العمل قام الباحثين (Hamann, Schiemann, Bellora, & Guenther, 2013, p. 83)، بإقتراح نموذج للأداء يشمل أربعة أبعاد تتمثل في السيولة، الربحية، النمو، بالإضافة إلى أداء سوق الأوراق المالية، وهم بذلك قد قاموا بتقسيم بُعد العوائد المحاسبية إلى بُعدين هما السيولة والربحية، وهذا في نظرهم أن كل شركة وبالاعتماد على التدفقات النقدية الناتجة عن عملياتها الحالية تختلف عن باقي الشركات في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية، بالإضافة إلى إختلاف كفاءة كل شركة في استخدام عوامل الإنتاج لتوليد الأرباح، ثم أتت دراسة (Hamann & Schiemann, 2021, p. 57) لتدعم بروز هاته الأبعاد الأربعة.

الشكل رقم (23): أبعاد أداء الشركات



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ماسبق

نلاحظ أن هذه الأبعاد الأربعة متعلقة بالمنظور الإقتصادي، حيث تطرق الباحثون إلى وجود بُعد إجتماعي لأداء الشركات، إذ يرى (الداوي، 2009، صفحة 219) أن هذا البعد يشير إلى مدى تحقق الرضا عند الأفراد داخل الشركة بمختلف المستويات، وهذا لأن رضا الأفراد داخل الشركة التي ينتمون إليها يعد مؤشراً قوياً على درجة الوفاء لهؤلاء الأفراد اتجاه شركتهم، ومن هذا المنطلق لا يمكن إغفال هذا الجانب من الأداء، لأنه مهما بلغت الشركات من مستويات عالية من الأداء مقتصرة على الجانب الإقتصادي دون مراعاة الجانب الإجتماعي للأداء، فإن إحتمال تأثر الأداء الكلي لهاته الشركات سلباً على المدى البعيد أمر وارد الحدوث.

ثالثاً: أنواع أداء الشركات

يمكن تقسيم الأداء وفق مجموعة من المعايير، والتي تختلف حسب المنظور الذي ينظر إليه كل باحث، وفي ما يلي عرض لأكثر تصنيفات الأداء إستخداماً:

1. حسب معيار المصدر

يقسم أداء الشركات حسب هذا المعيار إلى أداء داخلي وأداء خارجي.

1.1 الأداء الداخلي

ينقسم الأداء الداخلي للشركات بدوره إلى أنواع فرعية تتمثل في ما يلي:

1.1.1 الأداء التقني

يشير الأداء التقني إلى الكفاءة والفعالية التي تستخدم بها الشركة الموارد التقنية والتكنولوجية التي تمتلكها، وكذلك الطرق التي تُنفذ بها العمليات، فالأداء التقني يعتبر مقياساً لكفاءة وفعالية الشركة في إستخدام المعدّات والتكنولوجيا والأنظمة في تحسين الإنتاجية والعمليات والجودة.

2.1.1 الأداء البشري

يشير الأداء البشري إلى الكيفية التي يؤدي بها الموظفين المهام الموكلة إليهم داخل الشركة، فأداء العنصر البشري يتأثر بعدة عوامل بما في ذلك التحفيز، التوجيه والإشراف، ثقافة المؤسسة والقيم المشتركة،

بالإضافة إلى التدريب والتحسين المستمر وما إلى ذلك، فأداء الموارد البشرية يعتبر جزءاً لا يتجزأ من النجاح الكلي للشركة، حيث يساهم في تحقيق الأهداف الإستراتيجية.

3.1.1 الأداء المالي

يشير الأداء المالي إلى الكيفية التي تحقق بها الشركة أهدافها المالية، وهذا من خلال مدى قدرتها على إدارة وتحقيق عوائد على إستثماراتها المختلفة، بالإضافة إلى تسيير السيولة لديها خلال السنة المالية.

2.1 الأداء الخارجي

ينتج هذا الأداء عن طريق التطورات والتغيرات التي تحدث في البيئة الخارجية للشركة (زرنوح، 2017، صفحة 33)، والتي يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أداء الشركة، هذا الأداء لا يمكن التحكم فيه من قبل الشركة مثل الأداء الداخلي، (غردي و بن نذير، 2013، صفحة 3)، لذلك يتعين على الشركة المتابعة المستمرة للبيئة الخارجية، ومحاولة الإستجابة السريعة للتغيرات والتطورات التي تطرأ عليها، لأن نجاح أو فشل الشركات يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع قدرتها على خلق التوافق بين الأنشطة التي تمارسها الشركة والبيئة التي تنتمي إليها (زرنوح، 2017، صفحة 33).

2. حسب معيار الشمولية

يقسم أداء الشركات حسب هذا المعيار إلى ما يلي (مزهودة، 2005، صفحة 89):

1.2 الأداء الكلي

يشير هذا الأداء إلى تلك الإنجازات التي ساهمت جميع الوظائف والأنظمة التابعة للشركة في تحقيقها، بحيث لا يمكن أن تُنسب تلك الإنجازات إلى وظيفة أو نظام بشكل منفرد، إذ يُعبّر هذا الأداء عن الأهداف الشاملة والأسمى للشركة مثل الإستمرارية، النمو، الربح، وما إلى ذلك.

1.2 الأداء الجزئي

يشير هذا الأداء إلى أداء كل وظيفة أو نظام فرعي داخل الشركة بشكل منفرد، فكل نظام فرعي أهداف وغايات خاصة به، ومنه فإن الأداء الكلي للشركة ما هو إلا محصلة لمجموع أداءات الوظائف والأنظمة الفرعية التي تنتمي للشركة، وكل قصور في الأداء الجزئي فإنه بالتأكيد سوف يؤثر على الأداء الكلي.

3. حسب معيار الطبيعة

يصنف الأداء حسب معيار الشمول إلى ما يلي:

1.3 الأداء الإقتصادي

يتمثل الأداء الإقتصادي للشركة في الإستخدام الرشيد للموارد المختلفة في سبيل تحقيق أقصى إستفادة ممكنة، فالأداء الإقتصادي يتمثل في إستهداف تحقيق زيادة في كل من الإنتاجية، القيمة المضافة، الأرباح، الحصة السوقية، بالإضافة إلى تحقيق عوائد مرتفعة عن الإستثمار، وهذا طبعاً بالتوازي مع التقليل في إستخدام كل من المواد الأولية، رأس المال، العمل، التكنولوجيا وغير ذلك.

2.3 الأداء الإجتماعي

يتمثل هذا الأداء في مدى تحقيق الأهداف الإجتماعية المتعلقة بتقديم خدمات للمجتمع الذي تنشط فيه الشركة وتؤدي مسؤوليتها إتجاهه، إذ يرى البعض أن الفعالية في الشركة تكمن في قدرتها على زيادة درجة الرضا عند الفئات المطلوب من الشركة أن تدعمها، سواءً كانت في البيئة الداخلية أو الخارجية، فتحقيق حد أدنى من إشباع طموحات وكذلك تطلعات الجماعات الإستراتيجية التي تتعامل وترتبط معها الشركة أمراً لا غنى عنه في سبيل تحقيق أداء الشركة ككل (زرنوح، 2017، صفحة 36).

4. حسب المعيار الوظيفي

يتم تصنيف أداء الشركات حسب هذا المعيار إلى أداء الوظائف التي تمارسها الشركة والتي تتمثل في ما يلي:

1.4 أداء وظيفة الإنتاج

يتحقق أداء وظيفة الإنتاج داخل الشركة من خلال تمكن هذه الأخيرة من تحقيق معدلات إنتاجية مرتفعة، وهذا طبعاً مع مراعاة عنصر الجودة في حدود الإمكانيات المتاحة، فحجم ونوعية الإنتاج سواءً كان سلعي أو خدماتي يعتبران من أهم المؤشرات الدالة على مستوى أداء الشركة (زرنوح، 2017، صفحة 35).

2.4 أداء وظيفة التسويق

يتمثل أداء هذه الوظيفة في مدى تعريف الزبائن بالمنتج أو الخدمة التي تقدمها الشركة، وكذلك تحليل إحتياجاتهم ورغباتهم وتطوير إستراتيجيات للوصول إليهم وتحفيزهم على الشراء، وتتجلى مظاهر أداء وظيفة التسويق في زيادة المبيعات وكذلك الحصة السوقية للشركة.

3.4 أداء الوظيفة المالية

يتمثل أداء هذه الوظيفة في كيفية تحقيق وإدارة الأهداف المالية والمحاسبية للشركة ونشاطها بكفاءة وفعالية لضمان البقاء والنمو على المدى الطويل.

4.4 أداء وظيفة الموارد البشرية

يعتبر العنصر البشري ذو أهمية كبيرة بالنسبة للشركة، فتحسن مردوديتها مرهون بتحسين قدرة وكفاءة الأفراد داخلها، وكذلك المجهود الذي يتم بذله من طرفهم، كل حسب طبيعة ومستوى الدور الذي يؤديه داخل الشركة (زرنوح، 2017، صفحة 35).

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على أداء الشركات

هنالك العديد من العوامل التي تؤثر على الأداء الكلي للشركات، حيث تتنوع هذه العوامل بين الداخلية التي يمكن للشركة تسييرها والتحكم فيها، والخارجية التي هي خارج نطاق سيطرة الشركة.

أولاً: العوامل الداخلية

تتمثل العوامل الداخلية في العوامل الذاتية التي تتبع من داخل الشركة نفسها ويكون لها تأثير على أدائها وتتمثل في ما يلي:

1. إستراتيجيات الشركة

تلعب الإستراتيجيات التي تصيغها الشركة دوراً محورياً في تحديد مستوى أدائها ومدى نجاحها في السوق، إذ تعكس الإستراتيجيات رؤية الشركة وأهدافها، حيث يتم تحديد نجاح أي مشروع من خلال فعالية إستراتيجياته، وكذلك تساهم هذه الأخيرة في إدارة الأصول بشكل إيجابي، بالإضافة إلى تسريع كفاءة الأنشطة (Thuy, Nhung, Oanh, & Hoa, 2023, p. 5).

2. حجم الشركة

هناك فرضية تم إثباتها في بعض الدراسات، والتي تقول أن الشركة يرتفع أداؤها مع زيادة حجمها، إذ يؤثر حجم الشركة على الربحية في بعض الصناعات وليس جميعها (Moktar, NikK Mohd Kamil, & Muda, 2006, p. 93)، هذا بالإضافة إلى إعتماد الشركات الكبيرة على الأفراد الذين يتمتعون بخبرة وكفاءة عاليتين للقيام بعمليات المتابعة والتقييم، الأمر الذي يساعد على تحسين الأداء، بالمقابل أظهرت دراسات أخرى وجود تأثير سلبي لحجم الشركة على أدائها، نظراً لأن الزيادة في الحجم تفرض على الشركة تنظيماً معقداً مما يصعب عليها عمليات المتابعة والتقييم (بفباقي، عليش، و عباية، 2022، صفحة 53).

3. مستوى التعليم والمعرفة

وهذا ينطبق على الموظفين والمديرين على حد سواء، فالتعليم والمعرفة بالنسبة للمديرين يمكنهم من إتخاذ القرارات الصحيحة، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين النتائج، أما بالنسبة للموظفين، فإن كانت لديهم

قدرات معرفية ومستوى تعليمي منخفضين، فإن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى تراجع أداء الشركة ككل (Thuy, Nhung, Oanh, & Hoa, 2023, pp. 5-6).

4. التكنولوجيا

هي تلك التقنيات والوسائل التي تستخدمها الشركة بما يتوافق مع طبيعة أنشطتها، والتي تساعد على تحقيق الأهداف المسطرة، فكلما وظفت الشركة تكنولوجيا حديثة كلما كان تأثير ذلك إيجابياً على جودة أدائها (بقباقي، عليش، و عبابة، 2022، صفحة 53)، وبناءً على ذلك فإن إستثمار الشركة لزيادة قدراتها الإبتكارية في التصنيع له علاقة إيجابية للغاية على أدائها (Thuy, Nhung, Oanh, & Hoa, 2023, p. 6).

5. معدل النمو

معدل نمو الشركة من بين محددات الأداء الجيد والذي يقاس بالمرودودية، حيث تعتبر المرودودية المرآة التي تعكس تفاعل السياسات المختلفة للشركة (بقباقي، عليش، و عبابة، 2022، صفحة 53).

5. هيكل رأس المال

يتمثل هيكل رأس المال للشركة في نسبة الديون إلى حقوق الملكية، وقد قام Bajaj et al بمحاولة تحليل العلاقة بين الملكية وقرارات التمويل من جهة، وبين أداء الشركة من جهة أخرى، ووجدوا أن أداء الشركة يرتبط بشكل إيجابي مع الملكية في الشركة، والتي تدل على جودة القرارات المتخذة في هذا الجانب (Moktar, NikK Mohd Kamil, & Muda, 2006, p. 94).

ثانياً: العوامل الخارجية

ويقصد بها المتغيرات التي تحيط بالشركة من الخارج، والتي يكون لها تأثيرات مباشرة أو غير مباشرة على أداء الشركة، وتتمثل أهم هذه المتغيرات في ما يلي (Thuy, Nhung, Oanh, & Hoa, 2023, pp. 4-5):

1. البيئة القانونية

يعتبر النظام القانوني العامل الأول الذي يؤثر على الشركة ونشاطها، بحيث تسيطر لوائح النظم القانونية على وضعية الأفراد والمنظمات.

2. البيئة الإقتصادية

هنالك العديد من عوامل البيئة الإقتصادية التي تؤثر على أداء الشركات، على غرار حدة المنافسة، أسعار الفائدة، التضخم وغير ذلك، إذ يرى باحثون أن على الشركات التي تنتمي لبيئة معينة أن تتأقلم مع متغيرات بيئتها الخارجية من خلال التغيير في عناصر بيئتها الداخلية.

3. خصائص قطاع الأعمال

بما أن الشركات تنشط في قطاع أعمال معين، فإن أدائها يتأثر بخصائص ذلك القطاع، من حيث السمات الفنية والإقتصادية، فإن لخصائص القطاع تأثيراً كبيراً على درجة المخاطر، هيكل الأصول، التقلبات الموسمية، بالإضافة إلى هيكل رأس مال الشركات، الأمر الذي يؤثر على إيرادات البيع وحجم رأس المال وتكلفة رأس المال وطرق الدفع وغير ذلك، ولعل أبرز هذه التأثيرات على وجه الخصوص تلك التي تتمثل في كفاءة إستخدام رأس المال، وكفاءة الأعمال بشكل عام، وتجدر الإشارة إلى أنه كلما كانت السمات الفنية والإقتصادية أكثر تعقيداً، كلما كان تأثير ذلك أسوأ على أداء الشركات.

المطلب الثالث: قياس أداء الشركات

يعتبر قياس أداء الشركات من المواضيع الهامة في السنوات الأخيرة، سواءً بالنسبة لإدارة الشركات نفسها، أو الجهات المُقرضة، أو المستثمرين، ومع ذلك فإن قياس الأداء لا يزال يشكل تحدي في حد ذاته، لعدم وجود المعرفة الكاملة والمطلقة بالمقاييس المستخدمة في القياس، والتي يجب أن تعبر بشكل دقيق عن أداء الشركات مهما اختلفت أهدافها ووسائلها الخاصة.

أولاً: مفهوم قياس الأداء

منذ ثمانينيات القرن الماضي، عندما ظهرت الأدبيات التي تناولت قياس أداء الشركات لأول مرة، كانت عمليات الشركات الصغيرة بسيطة، وكانت مقاييس الأداء الأكثر أهمية تركز على التدفق النقدي،

بعدها خرجت الأبحاث عن السياق التقليدي لقياس الأداء وأخذت في التطور بشكل أكبر، فبعض الباحثين حوّلوا إنتباههم إلى وحدة الأعمال بأكملها، وسعوا إلى التحقيق في المعايير ومقاييس الأداء، فبعد التغيرات الملحوظة في عالم الشركات في العقود القليلة الماضية، صاحب ذلك تغير توجهات قياس الأداء مما أدى إلى تعريفات مختلفة له، إذ لا يوجد إتفاق يذكر بشأن مكوناته أو خصائصه الرئيسية (Taouab & Issor, 2019, pp. 96-97).

لقد حدد litman وباحثين آخرين تعريفين لقياس الأداء، تمثل الأول في أن قياس الأداء عبارة عن خاصية كمية أو نوعية للأداء، فالقياسات تعني وصفاً موجزاً للملاحظات، والتي تأتي في شكل أرقام أو كلمات، أما التعريف الثاني فيتمثل في كون قياس الأداء يعني عملية تقييم التقدم المحرز نحو بلوغ أهداف الشركة التي تم تحديدها مسبقاً، بما في ذلك المعلومات المتعلقة بكفاءة تحويل الموارد إلى سلع وخدمات (مخرجات)، وجودة تلك المخرجات (مدى جودة تسليمها للزبائن، بالإضافة إلى مدى إهتمام الزبائن بها)، والنتائج (نتائج نشاط البرنامج مقارنة بالعرض المقصود)، وفعالية عمليات الشركات من حيث مساهمتها الخاصة في أهداف البرنامج (Weldeghiorgis, 2004, p. 15).

كما تم تعريف قياس الأداء على أنه المؤشر العددي أو الكمي الذي يبين مدى تحقق الأهداف، ومع ذلك فإن قياس الأداء يتطلب إستخداماً مكثفاً للبيانات النوعية والكمية، والإختيار بينها يعتمد على الغاية من وراء القياس، أو في كثير من الحالات على مدى توفر البيانات (Felizardo, Félix, & Thomaz, 2017, p. 6).

يمكن أن يوفر قياس الأداء معلومات مهمة لا تقدر بثمن، مما يسمح للإدارة بمراقبة الأداء والإبلاغ عن التقدم المحرز، وتحسين التحفيز، بالإضافة إلى تحديد المشكلات، فقياس الأداء أمر بالغ الأهمية في إدارة الأداء، فمن خلاله يمكن إنشاء مفاهيم عديدة من واقع معقد، ويمكن قياس هذا الأخير من خلال قياس متطلبات الإدارة الناجحة (Al-Matari, 2014, p. 24).

بشكل تقليدي يتم تحديد وتقييم نجاح شركة ما من خلال إستخدام المقاييس المالية، وهذا بالرغم من كون المقاييس المالية يمكن أن تكون في عدة أشكال مختلفة، إلا أن هنالك ثلاثة من أكثر المقاييس شيوعاً، تتمثل في صافي هامش الربح، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، في المقابل يقوم عدد متزايد من الشركات بقياس مجالات الأداء الغير مالية، والتي يمكنها التأثير على الربحية، مثل رضا الموظفين،

وولاء الزبائن (Felizardo, Félix, & Thomaz, 2017, pp. 6-7)، والجدول التالي يوضح الفرق بين المقاييس التقليدية للأداء والغير تقليدية:

الجدول رقم (9): مقارنة المقاييس التقليدية للأداء والمقاييس الغير تقليدية

المقاييس الغير تقليدية للأداء	المقاييس التقليدية للأداء
- يقوم على إستراتيجية الشركة.	- يقوم على نظام المحاسبة التقليدي .
- المقاييس الغير مالية في المقام الأول.	- يركز على المقاييس المالية.
- موجهة لجميع الموظفين.	- مخصص لكبار المديرين.
- المقاييس في الوقت المحدد (كل ساعة، يومياً).	- توقيت المقاييس متأخر (أسبوعياً، شهرياً).
- بسيطة وسهلة الإستخدام.	- صعبة، مربكة، مضللة.
- تؤدي إلى رضا الموظفين.	- تؤدي إلى إرباك الموظفين.
- غير مُهملَة.	- مُهملَة.
- ليس لها تنسيق ثابت (تعتمد على الإحتياجات).	- لديها تنسيق ثابت.
- تختلف بين المواقع.	- لا تتنوع بين المواقع.
- تتغير مع مرور الوقت مع تغير الحاجة.	- لا تتغير مع مرور الوقت.
- تهدف إلى تحسين الأداء.	- تقوم بشكل أساسي من أجل مراقبة الأداء.
- قابلة للتطبيق.	- غير قابلة للتطبيق في بعض المواطن.
- تدعم التحسن المستمر.	- تعيق التحسن المستمر.

المصدر: (Ghalayini & Noble, 1996, p. 68)

لقد حدد Man أن مقاييس الأداء تنقسم إلى أربع فئات، مالية، وغير مالية، ملموسة، وغير ملموسة، ولصعوبة تحديد وإستخدام المقاييس المالية، أشار Tangen إلى أن العديد من الشركات لا تزال تعتمد على الأنظمة التقليدية لقياس الأداء المالي الكمي (Taouab & Issor, 2019, p. 98).

ثانياً: شروط القياس الجيد للأداء

نظراً لكون عملية قياس الأداء العام للشركات تعد عملية معقدة جداً، فقد قامت Paige clarlyle بتقديم 45 توصية من أجل القياس الجيد لأداء الشركات، والتي تم جمعها من الأدبيات إبتداءً من العقدين الأخيرين من القرن الماضي والتي يتم سردها كما يلي (Carlyle, 2013, pp. 15-19):

- ✓ ينبغي أن تُستمد مقاييس الأداء من الإستراتيجية.
- ✓ يجب أن تكون المقاييس سهلة الفهم.
- ✓ يجب أن تعتمد على الكميات التي يمكن أن يتأثر بها، أو يتحكم فيها المستخدم بمفرده، أو مع الآخرين.
- ✓ يجب أن تعكس مقاييس الأداء النشاط الذي تقوم به الشركة، أي أنه ينبغي إشراك كل من المورد والزبون في تحديد المقياس.
- ✓ يجب أن توفر مقاييس الأداء تغذية عكسية دقيقة، وفي الوقت المناسب.
- ✓ يجب أن توفر مقاييس الأداء تغذية عكسية سريعة.
- ✓ أن ترتبط مقاييس الأداء بأهداف محددة للشركة.
- ✓ يجب أن تكون مقاييس الأداء ذات صلة.
- ✓ يجب أن تكون مقاييس الأداء مُعرّفة بوضوح.
- ✓ يجب أن تكون مقاييس الأداء جزءاً من دورة إدارية مغلقة.
- ✓ يجب أن يكون لمقاييس الأداء رؤية مؤثرة.
- ✓ يجب أن تركز مقاييس الأداء على التحسين.
- ✓ يجب أن تكون مقاييس الأداء متسقة (حيث تحافظ على أهميتها مع مرور الوقت).
- ✓ يجب أن يكون لمقاييس الأداء غرض واضح.
- ✓ يجب أن تستند مقاييس الأداء إلى صيغة معرفة بوضوح، ومصدر بيانات.
- ✓ ينبغي أن تستخدم مقاييس الأداء النسب بدلاً من الأرقام المطلقة.
- ✓ ينبغي أن تستخدم مقاييس الأداء البيانات التي يتم جمعها تلقائياً من العملية كلما أمكن ذلك.
- ✓ يجب عرض مقاييس الأداء في شكل بسيط ومنتسق.
- ✓ يجب أن تستند مقاييس الأداء على الإتجاهات بدل اللقطات السريعة.
- ✓ يجب أن توفر مقاييس الأداء المعلومات.
- ✓ يجب أن تكون مقاييس الأداء دقيقة فيما يتعلق بما تم قياسه.
- ✓ يجب أن تكون مقاييس الأداء موضوعية، وغير مبنية على الرأي.
- ✓ يجب أن تأخذ مقاييس الأداء في الإعتبار الطبيعة الديناميكية للمنظمات، وأن عمليات التنفيذ النموذجية تستغرق ما بين 18 و24 شهراً.

- ✓ ينبغي تصميم وتنفيذ أنظمة قياس أداء بمساعدة مراقبة خارجية.
- ✓ مقاييس الأداء الفردية لا يمكنها أن تعكس تعقيد المنظمة بشكل كامل.
- ✓ الشركات التي لديها مديرون أكثر خبرة، تكون أكثر إحتما لية لتحسين الأداء عند تصميم وتنفيذ نظام لقياس الأداء.
- ✓ يجب أن تقيس أنظمة قياس الأداء الجودة، المرونة، الوقت، التمويل، رضا الزبائن، رضا الموارد البشرية.
- ✓ يجب أن تتوافق مقاييس الأداء مع المراحل المختلفة للمنظمة.
- ✓ يجب أن يشمل تصميم قياس الأداء كبار المسيرين في الشركات، وليس فقط المراقبين الماليين.
- ✓ يجب مراجعة مقاييس الأداء بشكل دوري للتأكد من ملاءمتها للأعمال.
- ✓ يجب أن تعكس مقاييس الأداء متطلبات أصحاب المصلحة لتحقيق أقصى قدر ممكن من رضا المساهمين.
- ✓ يجب أن تعكس مقاييس الأداء الموقع الخارجي والتنافسي للشركة.
- ✓ ينبغي أن يركز قياس الأداء على المعايير التنافسية لأسواق المنظمات، وهذا من أجل تسهيل الإستراتيجيات والإجراءات لتحسين الوضع التنافسي للمنظمة.
- ✓ يجب أن توفر مقاييس الأداء مدخلاً لتطوير الإستراتيجية.
- ✓ يجب أن تسهل قياسات الأداء التفاوض على الموارد، لضمان توفير الموارد اللازمة للعمليات والأنشطة الحاسمة للأداء العام.
- ✓ يجب أن تعمل مقاييس الأداء على تعزيز الإدارة الإستباقية، من خلال التركيز على المقاييس الرائدة التي تعمل على تعزيز أسلوب الإدارة الأكثر إستباقية.
- ✓ يجب أن تستوعب مقاييس الأداء كل من المقاييس الكمية والنوعية.
- ✓ يجب أن تقيس مقاييس الأداء القدرة التنظيمية والتعلم حينما يكون الأمر مناسباً.
- ✓ يجب أن تعزز مقاييس الأداء فهم العلاقة السببية بين مختلف المقاييس.
- ✓ ينبغي أن تكون مقاييس الأداء ديناميكية ومتغيرة، إستجابة للتغيرات في البيئة الداخلية والخارجية للشركة،
- ✓ يجب قياس الأداء بطرق يفهما أولئك الذين يتم تقييم أدائهم.
- ✓ يجب أن تقوم المقاييس بتقييم العمل الجماعي وليس الفردي.

- ✓ ينبغي إستخدام مقاييس الأداء المالية والغير مالية.
- ✓ بالإضافة إلى المستثمرين، ينبغي أخذ أصحاب المصلحة الآخرين في الحسبان، على غرار الزبائن والموظفين والموردين.
- ✓ يجب الموازنة بين تصميم مقاييس أداء تكون دقيقة وغير معقدة في نفس الوقت، ليسهل فهمها وتنفيذها.

ثالثاً: المقاييس المستخدمة لقياس الأداء

تعد مقاييس الأداء أداة أكثر حيوية لقياس وتحليل كفاءة وفعالية العمليات المختلفة في الشركات، ففي ظل التغير المستمر في البيئة الداخلية والخارجية للشركات، أصبحت الحاجة إلى أنظمة قياس أداء أكثر شمولية وتعبيراً أمراً ضرورياً، وفي ما يلي بعض أهم المقاييس المستخدمة بكثرة من قبل الباحثين عند قياسهم لأداء الشركات (SIEPEL & DEJARDIN, 2020, pp. 6-8):

1. التوظيف

يعد عدد الأشخاص الذين تم توظيفهم من قبل الشركة معياراً أساسياً لفهم حجم هذه الأخيرة، إذ تعد مقاييس نمو العمالة شائعة نسبياً، إما بمفردها، أو كمقياس لمقاييس أخرى، مثل الشركات ذات النمو المرتفع، ومن الصور النمطية الشائعة، تلك التي تدل على أن نمو العمالة هو مقياس مفضل للإقتصاديين وصناع السياسات، الذين يدرسون نمو العمالة كوسيلة لإكتشاف وخلق فرص العمل، وبشكل عام يعتبر نمو التوظيف دافعاً لنمو المبيعات والأرباح الإضافية، ومع ذلك فعالباً ما يتأخر نمو التوظيف في الشركات ذات النمو العالي، ليكون أحد آخر الخطوات لعملية النمو.

2. المبيعات

وفقاً للصورة النمطية المقدمة حول نمو التوظيف، والذي يعتبر مفضلاً لدى الإقتصاديين وصناع السياسات، فإن نمو المبيعات (وكذلك المقاييس المشتقة منه) تعد أكثر شيوعاً في أدبيات الإدارة، حيث يمثل هذا الجانب النمو في المبيعات، ويقاس أداء الشركات بشكل أفضل بدلاً من حجمها، وتشير الأدبيات المتعلقة بنمو الشركات إلى أن نمو المبيعات يتبع نمو التوظيف لدى معظم الشركات، ولكن بالنسبة للشركات ذات النمو العالي، يمكن أن يسبق نمو المبيعات نمو التوظيف.

3. الأرباح/الربحية

تعتبر الأرباح والمقاييس المشتقة منها، أحد أهم المقاييس المستخدمة لقياس أداء الشركات، وهذا لما تمثله الأرباح من أهمية في تحديد النمو المستقبلي لهذه الأخيرة، سواءً كانت المقاييس مباشرة، والممثلة في البيانات المالية، أو عبارة عن نسب مالية، والتي تستخدم عادة في الأدبيات المالية.

4. الإنتاجية

يعد قياس الإنتاجية مؤشراً هاماً على كفاءة أو عدم كفاءة الشركة في استخدام عوامل الإنتاج، حيث يمكن أن تشير الإنتاجية إلى إنتاجية العمل، فعلى سبيل المثال، يمكن أن تمثل القيمة المضافة لكل عامل أو لكل ساعة عمل، أو أن تمثل في كثير من الأحيان إنتاجية رأس المال، مثل القيمة المضافة لكل وحدة من رأس المال، والتي ترتبط قيمتها ارتباطاً وثيقاً بأنواع التكنولوجيا المستخدمة، كذلك تعتبر إنتاجية العوامل الكلية مقياساً آخر مهم للإنتاجية، بالإضافة إلى إمكانية استخدام مبيعات الشركة كبديل بعد تصحيحها بمعامل التضخم عندما لا تكون بيانات الإنتاج متاحة، ولكن جودة هذا البديل تعتمد بشكل كبير على جودة هذا المعامل.

المبحث الثاني: الأداء المالي للشركات

يعتبر الأداء المالي المفهوم الضيق للأداء الكلي للشركات، إذ يركز بشكل أساسي على الجوانب المالية، وهذا من خلال إعماده على مجموعة من الأدوات والمعايير المالية لإعطاء صورة واضحة حول الصحة المالية للشركة، فعلى الرغم من أن الأداء المالي لا يعكس جميع جوانب الأداء الشامل للشركة، إلا أنه يبقى حجر الزاوية الذي يبني عليه المستثمرون والمتداولون وأصحاب المصلحة الآخرون تقييمهم للشركة ومستقبلها.

المطلب الأول: الوظيفة المالية في الشركات

تعتبر الوظيفة المالية المحور الذي تركز عليه باقي الوظائف في الشركة، وهذا لأن نجاح هذه الأخيرة في البقاء وبلوغ أهدافها مرهون بقدرتها على إستقطاب الموارد المالية وحسن إستغلالها.

أولاً: مفهوم الوظيفة المالية

لقد تم تعريف الوظيفة المالية في الشركات من قبل الكثير من المؤلفين وسوف نستعرض البعض من هذه التعاريف كالآتي:

الجدول رقم (10): بعض تعاريف الوظيفة المالية

المؤلف	التعريف
Hoagland	هي كفاءات حصول الشركات على الأموال، وكفاءات إستخدامها.
Archer Ambrosio &	هي تطبيق لوظيفتي التخطيط والرقابة على الوظيفة المالية.
Bradley	هي مجال إدارة الأعمال الذي يُعنى بالإستخدام الحكيم لرأس المال، بالإضافة إلى الإختيار الدقيق لمصادر رؤوس الأموال، من أجل تمكين الشركة من تحقيق أهدافها.
Grozdanovska et al	هي إستخدام مختلف التقديرات المالية التي لها تأثير على الوضع المالي في عمل المنظمة، بحيث تمكن الوظيفة المالية المنظمة من التخطيط، الدخول في المشاريع، تكوين صورة مستقبلية حول رأس المال والممتلكات والأشياء الضرورية لتعظيم عوائد

الإستثمار .	
هي النشاط المسؤول عن تخطيط وجمع ومراقبة وإدارة الأموال المستخدمة في الأنشطة المختلفة للشركة.	Harry Guthumann & Dougal
هي مجال إتخاذ القرارات المالية، من خلال التنسيق بين الدوافع الفردية وأهداف الشركة.	Weston & Brigham
هي مراجعة ومراقبة القرارات المعنية بتخصيص أو إعادة تخصيص الأموال لإستخدامات جديدة أو مستمرة.	Solomon & Zra
هي نشاط الشركة التشغيلي المعني بالحصول على مختلف الأموال اللازمة، وإستخدامها بكفاءة في العمليات الفعالة.	Joseph & Massie
تهتم الوظيفة المالية بالقرارات الإدارية التي تُؤمّن تمويل الإئتمانات قصيرة وطويلة الأجل للشركة.	Phillippatus

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على (Saini, Saini, & Monika, 2022, p. 8) ,

(Rai, 2015, p. 5) , (Grozdanovska, Bojkovska, & Jankulovski, 2017, p. 120)

ثانيا: مهام الوظيفة المالية

أثناء محاولة الشركة تحقيق التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، فإن المهام الأساسية للوظيفة المالية تتلخص في مجموعة من القرارات نستعرضها كما يلي:

1. قرار الإستثمار

يعد قرار الإستثمار أهم القرارات التي يتم إتخاذها على مستوى الوظيفة المالية للشركة إذا ما تعلق الأمر بخلق القيمة، إذ يتمثل رأس المال المستثمر في تخصيص رأس المال لمقترحات الإستثمار التي يرجى تحقيق فوائد منها في المستقبل، وبإعتبار أن الفوائد المستقبلية ليست مؤكدة، فإن هذه المقترحات تنطوي على مخاطر، وبالتالي يجب تقييم هذه الأخيرة من خلال منظور العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة به، لأن هذا هو الأساس الذي يتم وفقه تقييم الشركة في السوق (Van Horne, 2002, p. 6)، بتعبير آخر يجب تقييم الإستثمار المحتمل من قبل الشركة من خلال تكلفة رأس المال والفوائد المتوقعة منه من جهة، ومقدار

المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار من جهة أخرى، وبالتالي فإن المكونين الرئيسيين للقرار الإستثماري هما ميزانية رأس المال والسيولة (Saini, Saini, & Monika, 2022, p. 11).

ويتضمن كذلك قرار الإستثمار إعادة تخصيص مقدار المال المستثمر عندما لا يصبح رأس مال الأصل مبرراً إقتصادياً، ومنه إعادة تخصيص رأس المال هذا بنفس طريقة إستثمار رأس المال الجديد، بالإضافة إلى إختيار الإستثمارات الجديدة، يجب على الشركة إدارة الأصول الحالية بكفاءة، من خلال تشكيل توليفة مناسبة بين الأصول الثابتة والمتداولة، كذلك تجدر الإشارة إلى أن عمليات الاندماج والإستحواذ تعتبر من القرارات الإستثمارية الخارجية التي يتم تقييم فرصها بنفس الطريقة التي يتم تقييم المقترح الإستثماري الذي يتم إنشاؤه داخلياً (Van Horne, 2002, p. 6).

2. قرار التمويل

يعد قرار التمويل من الوظائف المهمة التي يجب على الوظيفة المالية في الشركة أن تقوم بها، وهذا من خلال إتخاذ قرارات حكيمة بشأن مصدر وكيفية الحصول على الأموال، مع الحفاظ على هيكل رأس مال الشركة، حيث تميل هذه الأخيرة إلى تحقيق أقصى إستفادة في حالة زيادة القيمة السوقية لسهمها إلى الحد الأقصى، إذ لا يعتبر ذلك مؤشراً على نمو الشركة فقط وإنما زيادة في ثروة المساهمين (Saini, Saini, & Monika, 2022, p. 125)، و يسمى التغير الحاصل في عوائد المساهمين جراء التغير في الأرباح بالرافعة المالية، كما يجب أن يتم الموازنة بين العائد والمخاطر المرتبطة به، فعند تعظيم عوائد المساهمين عند حد معين من المخاطر، سيتم حينها تعظيم القيمة السوقية لكل سهم، وسيتم حينها وصف الهيكل المالي للشركة بالأمتل، ومن الناحية العملية فإن الشركات تأخذ في الإعتبار عوامل أخرى مثل المرونة والسيطرة وتعهدات القروض، بالإضافة إلى الجوانب القانونية وما إلى ذلك عند بناء هيكل رأس المال (Rai, 2015, p. 8).

3. قرار توزيع أو إحتجاز الأرباح

يجب على الشركة من خلال الوظيفة المالية تقرير ما إذا كان يجب توزيع الأرباح المحققة أو الإحتفاظ بها، أو توزيع جزء منها مع الإحتفاظ بالرصيد المتبقي، إذ ينبغي تحديد سياسة توزيع الأرباح بشكل أمثل لتأثير ذلك على ثروة المساهمين (Rai, 2015, p. 9).

4. قرار السيولة

يعتبر الحفاظ على السيولة أمر بالغ الأهمية بالنسبة للشركات لتجنب مظاهر العسر المالي، إذ ترتبط ربحية الشركة والمخاطر والسيولة بالإستثمار في الأصول المتداولة، ومن أجل الموازنة بين الربحية والسيولة فإنه من المهم إستثمار أموال كافية في الأصول المتداولة، لكن يجب إجراء حسابات صحيحة قبل الشروع في هذا الإستثمار، من خلال التخلص منها من وقت إلى آخر بمجرد أن تصبح غير مربحة (Saini, Saini, & Monika, 2022, p. 126)، بتعبير آخر يؤثر الإستثمار في الأصول المتداولة على كل من ربحية الشركة وسيولتها، الأمر الذي يتوجب على الشركة من خلال الوظيفة المالية بإدارة الأصول المتداولة بكفاءة من خلال إدارة الصراع بين السيولة والربحية لتجنب مخاطر الإفلاس الناتج عن العسر المالي (Rai, 2015, p. 8).

ثالثاً: أهداف الوظيفة المالية

مهما تعددت أهداف وغايات الوظيفة المالية للشركات، لكن يبقى تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم الربح الهدفين الأساسيين للوظيفة المالية.

1. تعظيم ثروة المساهمين

في أي شركة يجب أن يكون الهدف الأسمى هو تعظيم ثروة المساهمين، والذي يعتمد بدوره على قرارات الشركة المتعلقة بالتمويل، الإستثمار، بالإضافة إلى توزيع الأرباح (Van Horne, 2002, p. 3)، ويعرف تعظيم ثروة المساهمين كذلك بتعظيم القيمة، أو تعظيم صافي القيمة الحالية، إذ يعتبر هذا الهدف معيار موصى به بشدة من أجل تقييم الشركة ككل في السوق المالية، وهذا بدوره يساعد الشركة على تحقيق الريادة، الحفاظ على الزبائن، زيادة حصتها السوقية، بالإضافة إلى العديد من المزايا الأخرى (Saini, 2022, p. 57).

تمثل الأسعار السوقية لأسهم الشركات الحكم المرجح لجميع المشاركين في السوق في ما يتعلق بقيم الشركات، والذي يأخذ في الحسبان الأرباح الحالية والمستقبلية للأسهم، ومخاطر وتوقيت هذه الأرباح، بالإضافة إلى سياسة توزيع الأرباح والعديد من العوامل الأخرى والتي من شأنها التأثير على أسعار الأسهم في السوق (Rai, 2015, p. 11).

2. تعظيم الأرباح

باعتبار أن تعظيم الربح هو الهدف الرئيسي لأي مشروع تجاري، فهو كذلك أيضاً بالنسبة للوظيفة المالية، فتعظيم الربح حسب هذه الأخيرة يتمثل في النهج أو العملية التي يتم من خلالها زيادة أرباح الشركة، فجميع القرارات سواء التمويل أو الإستثمار أو توزيع الأرباح وغير ذلك من القرارات تركز على زيادة الأرباح إلى أقصى حد ممكن، فتعظيم الأرباح هو الهدف الأساسي والنهج التقليدي للوظيفة المالية في الشركة، فعلى ضوء الأرباح يتم تقييم أي قرار يتعلق بعمل الشركة، فجميع القرارات المتعلقة بالمشاريع الجديدة، عمليات الاندماج والإستحواذ، توزيع الأرباح، زيادة رأس المال، وما إلى ذلك يتم تقييمها على أساس الأرباح والربحية التي يمكن أن تتحقق من ورائها (Saini, Saini, & Monika, 2022, p. 54).

يؤدي الإرتفاع في الطلب على سلع وخدمات معينة إلى إرتفاع أسعار هذه الأخيرة، مما يؤدي إلى حدوث زيادة في أرباح الشركات، الأمر الذي يجذب منتجين آخرين للسوق، مما يتسبب في زيادة المنافسة في هذا الأخير، ثم يصل السعر إلى نقطة التوازن عندما يتوافق العرض مع الطلب، الأمر الذي يوجه تلقائياً الموارد إلى أنشطة تجارية مختلفة، فتعظيم الربح يعني أن الشركة إما تستخدم الحد الأدنى من المدخلات لإنتاج مخرجات معينة، أو تنتج حد أقصى بالإعتماد على كمية معينة من المدخلات، حيث من المفترض أن يؤدي تعظيم الربح إلى التخصيص الفعال للموارد في ظل التنافسية في السوق، وبالتالي يعتبر الربح المقياس الأنسب لأداء الشركة (Rai, 2015, p. 10).

3. تعظيم ثروة المساهمين مقابل تعظيم الربح

رغم إعتبار تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم الربح يستهدفان تحسين المركز المالي للشركة، إلا أن الهدفان يختلفان في العديد من الأمور يتمثل أهمها في ما يلي:

الجدول رقم (11): مقارنة بين تعظيم الثروة وتعظيم الربح

تعظيم الربح	تعظيم الثروة
- يعتبر الربح إختبار للكفاءة الإقتصادية، الأمر الذي يدل على تفوق المخرجات على المدخلات.	- الثروة تمثل إختبار تعظيم القيمة، أي هي الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

- تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الأساس لقياس المنافع.	- الربح أساس قياس المنافع.
- تعترف بالقيمة الزمنية للنقود أو المنافع المستقبلية، من خلال أخذها كل من الأبعاد الكمية والنوعية للمنافع في الاعتبار من خلال معدل الرسملة.	- يتجاهل القيمة الزمنية للنقود الخاصة بالمنافع المستقبلية من خلال تجاهل الأبعاد الكمية والنوعية للمنافع.
- يعتمد تعظيم الثروة على تعظيم صافي القيمة الحالية.	- يعتمد تعظيم الربح على تعظيم ربحية السهم.
- تأخذ في الاعتبار عدم اليقين وكذلك المخاطر المرتبطة بالمنافع المستقبلية من خلال معدل الخصم.	- يتجاهل عدم اليقين والمخاطر المرتبطة بالمنافع المستقبلية.
- تُعتبر الثروة مفهوم مالي، وهذا يعتبر سليم من الناحية العملية والنظرية.	- يبدو الربح نظرياً مفهوم إقتصادي لكنه ضعيف من الناحية العملية.
- الثروة واضحة ودقيقة.	- الربح مفهوم غامض.
- الثروة مفهوم يمكن ملاحظته، يتم من خلاله تعظيم قيمة الشركة.	- الربح يد خفية يتم من خلالها تعظيم الرفاهية الإقتصادية الإجمالية.
- تعظيم الثروة يمثل هدف طويل المدى.	- تعظيم الربح يمثل هدف قصير المدى.
- يُظهر تعظيم الثروة الصورة العادلة والحقيقية للشركة.	- لا يُظهر تعظيم الربح الصورة العادلة والحقيقية للشركة.

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على (Saini, Saini, & Monika, 2022, pp. 59-60)

يعتبر تعظيم الثروة وتعظيم الربح هدفان متناقضان، ومسألة تفضيل أحدهما على الآخر يعتمد على السياق وكذلك الأهداف الخاصة بالشركة وأصحاب المصلحة، ومع ذلك هناك العديد من الباحثين يرون أن هدف تعظيم الثروة أكثر شمولية وإستدامة من هدف تعظيم الربح الذي يركز على الأداء المالي الفوري، وربما على حساب إستقرار الشركة المستقبلي ومصالح أصحاب المصلحة الآخرين.

المطلب الثاني: مفهوم وأهمية الأداء المالي

أولاً: مفهوم الأداء المالي

يعرف IAI الأداء المالي على أنه الحالة المالية التي تكون عليها الشركة خلال فترة زمنية معينة، وتشمل جمع واستخدام الأموال مقاسة بعدة مؤشرات مثل السيولة، الربحية، الملاءة، كفاية رأس المال، الرفع المالي، فالأداء المالي هو مدى قدرة الشركة على إدارة مواردها والسيطرة عليها (Fatihudin, Jusni, & Mochklas, 2018, p. 554).

وفقاً لـ Shahnia & Endri ، فإن الأداء المالي للشركات هو عبارة عن مجموعة من الأنشطة المالية، يتم الإبلاغ عنها في البيانات المالية وقائمة الدخل خلال فترة زمنية معينة (Herdiyana, Sumarno, & Endri, 2021, p. 31).

يمكن تعريف الأداء كذلك على أنه تعظيم ثروة المساهمين، ومنه فإن الشركات تركز على خلق القيمة لزيادة هذه الثروة (Tânia Cristina, Caroline Suzbach, Alini, & Tarcísio Pedro, 2014, p. 74).

لقد تم أيضاً اعتبار الأداء المالي المقياس الرئيسي لربحية الشركات، وبالتالي تعد الربحية هي النسبة المستخدمة لقياس الأداء المالي (Mamo, Feyisa, & Yitayaw, 2021, p. 245).

كذلك تم تعريف الأداء المالي على أنه تقديم حكم له قيمة على الكيفية التي تدار بها موارد الشركة المادية والمالية، وهذا لخدمة أصحاب المصالح المختلفة، أي يعتبر الأداء المالي قياساً للنتائج المنتظرة أو التي تم تحقيقها سلفاً في ضوء معايير محددة مسبقاً، فالأداء المالي للشركة يتجسد في كفاءة الوظيفة المالية وقدرتها على تحقيق التوازن المالي من جهة، وتوفير السيولة من جهة أخرى (شرفي و بوشلاغم، 2020، صفحة 187).

ثانياً: أهمية الأداء المالي

للأداء المالي أهمية كبيرة نذكرها في النقاط التالية:

- ✓ الأداء المالي الجيد للشركات يعزز من ثقة المستثمرين القدامى ويجذب مستثمرين جدد يبحثون عن فرص إستثمارية مربحة ومستدامة.
 - ✓ المساهمة في بناء الثقة بين الشركة ومساهميها، وكذلك أصحاب المصلحة الآخرين من خلال التشجيع على عرض المعلومات المالية الخاصة بالشركة بطريقة نزيهة وشفافة.
 - ✓ المساعدة على التخطيط للمستقبل، فالأداء الجيد للشركة يجعلها في أفضل رواق للتطلع نحو المستقبل من خلال وضع خطط طموحة تتناسب مع وضعها المالي الجيد.
 - ✓ يعكس الأداء المالي القيمة السوقية للشركة، لذلك تهتم الشركات بأدائها المالي طمعاً في زيادة قيمة أسهمها.
 - ✓ المساعدة في تقييم فعالية وكفاءة الإدارة .
 - ✓ يساعد تحليل الأداء المالي في تحديد المخاطر المالية وتجنبها.
 - ✓ تحقيق أهداف التنمية المستدامة.
- وبشكل عام فإن أهمية الأداء المالي للشركات تنحصر في تسليطه الضوء على العناصر التالية (الخطيب، 2010، الصفحات 47-48):

- ✓ التقييم المستمر لربحية الشركات.
- ✓ التقييم المستمر للسيولة في الشركات.
- ✓ التقييم المستمر لتطور النشاط في الشركات.
- ✓ التقييم المستمر للمديونية في الشركات.
- ✓ التقييم المستمر لتطور توزيعات الأرباح داخل الشركات.
- ✓ التقييم المستمر لتطور حجم الشركات.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس الأداء المالي

توجد عدة مؤشرات لقياس الأداء المالي للشركات، والتي تعتمد عليها هذه الأخيرة في تحليل قوائمها المالية المختلفة والوقوف على مدى سلامة وضعها المالي وغيرها من الأمور، إذ تتنوع بين المؤشرات الكلاسيكية والمؤشرات الحديثة.

أولاً: المؤشرات التقليدية

تتمثل المؤشرات التقليدية للأداء المالي في مجموعة من النسب التي تقيس مختلف جوانب الأداء المالي للشركة وفي ما يلي عرض لأهمها:

الجدول رقم (12): أهم المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي

النسبة	الهدف منها	الصيغ
مؤشرات السيولة	يتمثل الهدف منها في قياس مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.	/
1. السيولة الجارية	الهدف منها قياس مدى قدرة الشركة على تسديد إلتزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها الجارية.	$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$
2. السيولة السريعة	تقيس قدرة الشركة على سداد إلتزاماتها قصيرة الأجل بإستخدام الأصول السائلة فقط.	$\frac{\text{الأصول المتداولة - المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$
3. تغطية الأنشطة التشغيلية للأنشطة الأخرى	تقيس قدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية من خلال الأنشطة التشغيلية الموجهة للأنشطة التمويلية والإستثمارية.	$\frac{\text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{التدفقات النقدية الموجهة الى الأنشطة الإستثمارية والتمويلية}}$
4. النقد	تقيس مدى وفاء النقديت بالإلتزامات قصيرة الأجل.	$\frac{\text{النقد و النقداالمكافئ}}{\text{الخصوم المتداولة}}$
5. رأس المال العامل	تقيس نسبة المبيعات، أي مساهمة كل وحدة نقدية من صافي المبيعات في توفير السيولة.	$\frac{\text{الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة}}{\text{صافي المبيعات}}$

الفصل الثالث: الأداء المالي خلال عمليات الاندماج والإستحواذ

الأصول المتداولة – الخصوم المتداولة	تقيس صافي رأس المال	6. صافي رأس المال العامل
الأصول المتداولة – المخزون السلعي معدل تكاليف العمليات اليومي	تقيس المدة التي بإمكان الشركة أن تستمر في عملياتها بإستخدام السيولة الموجودة لديها فقط، مع إستبعاد الأصول الأقل سيولة.	7. تغطية النقديات للإحتياجات اليومية
النقديات المتحققة من العمليات إجمالي الديون	تقيس المدة التي بإمكان الشركة أن تستمر في عملياتها بإستخدام السيولة الكاملة الموجودة لديها فقط.	8. التدفق النقدي للديون
/	تقيس كفاءة الشركة وفعاليتها في توليد الأرباح من خلال تشغيل أصولها.	مؤشرات الربحية
صافي الدخل إجمالي الأصول	تقيس مدى قدرة الشركة على توليد أرباح بإستخدام أصولها.	1. العائد/الأصول
إجمالي الربح صافي المبيعات	تقيس مدى قدرة الشركة على توليد أرباح من نشاطها الرئيسي.	2. الربح الإجمالي
صافي الربح صافي المبيعات	تقيس ربحية الشركة مع أخذ مختلف المصاريف في الحسبان.	3. صافي الربح إلى المبيعات
صافي الدخل الإيرادات	تقيس الأرباح الصافية المتولدة الناتجة عن كل وحدة نقدية من المبيعات الصافية، وتعكس هذه النسبة الكفاءة الشاملة للشركة.	4. هامش صافي الربح
صافي الدخل حقوق الملكية	تقيس هذه النسبة نصيب حملة الأسهم من العوائد المحققة.	5. العائد/حقوق الملكية
الربح التشغيلي الإيرادات	تقيس هامش الربح إلى الإيرادات، وتعكس هذه النسبة كفاءة الشركة في إدارة عملياتها.	6. هامش الربح التشغيلي

مؤشرات الملاءة	تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طويلة الأجل	/
1. الديون إلى حقوق الملكية	تقيس نسبة تمويل الشركة باستخدام الديون بالمقارنة مع حقوق المساهمين.	$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$
2. الديون إلى الأصول	تقيس نسبة تمويل الشركة باستخدام الديون بالمقارنة مع إجمالي الأصول.	$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$
3. حقوق الملكية إلى الأصول	تقيس نسبة أصول الشركة الممولة من حقوق الملكية.	$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{إجمالي الأصول}}$

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على (Saini, Saini, & Monika, 2022, pp. 112-113)،

(خنفري و بورنيسة، 2017، الصفحات 60-62)

ثانياً: المؤشرات الحديثة

بفعل التغيرات الإقتصادية السريعة وتطور الأسواق المالية، ظهرت مؤشرات حديثة ومتقدمة لقياس الأداء المالي للشركات، بحيث تأخذ هذه الأخيرة في الإعتبار مجموعة واسعة من العوامل التي تعطي صورة أشمل وأكثر عمقاً حول الأداء المالي، وفيما يلي عرض لأهم هذه المؤشرات:

1. القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)

تُعرّف على أنها صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضرائب مطروحاً منه تكلفة رأس المال، فهو عبارة عن الربح الإقتصادي المتبقي لحملة الأسهم بعد خصم جميع التكاليف الإقتصادية (Konečný, 2011, p. 71)، تعتبر القيمة الإقتصادية المضافة مؤشر لقياس خلق القيمة للمساهمين، تم تطوير هذا المقياس من قبل مجموعة إستشارية تدعى Stern Stewart & Co، فهو يعبر عن قدرة الشركة على توليد أرباحاً تتجاوز تكلفة رأس المال المستثمر، إذ يفترض أنصار هذا المؤشر أن أي زيادة في قيمة هذا المؤشر تؤدي إلى الزيادة في قيمة الشركة، وهذا مادام حجم الأرباح أكبر من تكلفة رأس المال اللازم لتوليد هاته الأرباح، الأمر الذي يجب أن ينعكس في سعر السهم (Tortella & Brusco, 2003, pp. 265-268)، ويتم حساب EVA حسب الصيغة التالية:

EVA = صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب - (رأس المال المستثمر × تكلفة رأس المال المرجحة)

إذا كانت EVA موجبة القيمة، فهذا يعني أن الشركة قد قامت بخلق قيمة لمُلاكها، أما إذا كانت سالبة القيمة فهذا يعني أن ثروة المُلّاك قد إنخفضت، بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة، فمن المهم للمستثمرين معرفة ما إذا كانت الشركة تخلق القيمة أم تدمرها (Sabol & Sverer, 2016, p. 22).

2. القيمة السوقية المضافة (MVA)

يقيس هذا المؤشر مدى قدرة الشركة على خلق قيمة للمساهمين، إذ يُعد مفهوماً أساسياً في إستثمار الأسهم من خلال وصفه مقياساً لقيمة الشركة في سوق الأوراق المالية، وتحسب من خلال الصيغة التالية (Sugiantara, Alexander, & Wokas, 2023, pp. 63-64):

القيمة السوقية المضافة (MVA) = القيمة السوقية للشركة - رأس المال المستثمر

إذا كانت قيمة هذا المؤشر موجبة، فهذا يعني أن الشركة قد أضافت قيمة لمساهميها، حيث أن القيمة السوقية للشركة ككل تتجاوز قيمة رأس المال المستثمر، وهذا يعني أن الشركة حققت أرباحاً تفوق تكلفة رأس المال، أما إذا كانت قيمة هذا المؤشر سالبة فهذا يشير إلى أن الشركة قد فقدت القيمة، وأن رأس المال المستثمر قد تجاوز القيمة السوقية الكلية للشركة، والشركة الآن لا تحقق عوائد كافية لتغطية تكلفة رأس المال.

لا تعتبر مؤشرات قياس الأداء المالي الحديثة بديلاً عن المؤشرات التقليدية، لكن يعتمد الإختيار بين استخدام المؤشرات التقليدية والحديثة على طبيعة التحليل المالي المطلوب، وكذلك أهداف المستثمرين والإدارة.

المبحث الثالث: تحليل الأداء المالي في سياق عمليات الاندماج والإستحواذ

تُقَدَّم الشركات على عمليات الاندماج والإستحواذ لتحسين مركزها المالي وتعزيز مكانتها في السوق، بالإضافة إلى الكثير من المزايا الأخرى، لكن بالرجوع إلى البحوث السابقة في هذا المجال نجد أن لهاته العمليات مقاييس مختلفة ونتائج متباينة على أهداف الشركات القصيرة والطويلة الأجل.

المطلب الأول: مقاييس أداء عمليات الاندماج والإستحواذ

لطالما كانت الدراسات المتعلقة بأداء عمليات الاندماج والإستحواذ جزءاً من الإدارة الإستراتيجية، مالية المؤسسة، بالإضافة إلى أدبيات السلوك التنظيمي لعقود من الزمان، فعلى الرغم من وجود العديد من البحوث التي أجريت إلا أنه لا يوجد إتفاق عبر التخصصات حول كيفية موحدة لقياس أداء عمليات الاندماج والإستحواذ، إذ تختلف المناهج والأبعاد من التقييمات النوعية لدرجات التأزر المحقق، وفعالية التكامل، وتقليص الفجوة الإستراتيجية، إلى الأرقام المالية والمحاسبية، ومن أفق زمني قصير، إلى أفق زمني طويل، وما إلى ذلك من مناهج وأبعاد مختلفة (Zollo & Meier, 2008, p. 55)، وفي ما يلي عرض لمختلف مقاييس أداء عمليات الاندماج والإستحواذ المستخدمة في الدراسات:

- ✓ أداء عملية التكامل.
- ✓ الأداء العام لعمليات الاندماج والإستحواذ.
- ✓ الإحتفاظ بالموظفين.
- ✓ الإحتفاظ بالزبائن.
- ✓ الأداء المحاسبي.
- ✓ الأداء المالي طويل الأجل.
- ✓ الأداء المالي قصير الأجل.
- ✓ أداء الإبتكار.
- ✓ نقل المعرفة.
- ✓ تحويل النظام.
- ✓ التباين في الحصة السوقية.

نلاحظ من خلال هذه المقاييس أن الباحثين ينظرون لأداء عمليات الاندماج والإستحواذ من عدة زوايا، لكن حسب (Zollo & Meier, 2008, p. 55) فإن المقاييس الأكثر إستخداماً من قبل الباحثين للدلالة على أداء عمليات الاندماج والإستحواذ تتمثل في مقاييس الأداء المالي قصير الأجل، ثم مقاييس الأداء المحاسبي، ثم في المرتبة الثالثة تأتي مقاييس الأداء المالي طويل الأجل، و يؤيد الباحث ذلك أيضاً، حيث يرى أن مقاييس الأداء المالي لعمليات الاندماج والإستحواذ سواءً قصير الأجل أو طويل الأجل، بالإضافة إلى الأداء المحاسبي، تكفي لقياس مدى نجاح صفقات الاندماج والإستحواذ وتقييمها، حيث أن كل الجوانب التي تؤثر على الشركات في مرحلة التكامل أو بعدها سواءً التكامل الثقافي، التنظيمي، المالي، المعرفي، وغير ذلك، سينعكس في الأداء المالي لهاته الشركات، فلا يمكن لصفقات الاندماج والإستحواذ أن تنجح ما لم ينعكس ذلك النجاح على الأداء المالي للشركات الناتجة عن هذه الصفقات، سواءً على المدى القصير، أو على المدى الطويل.

إن قرار الاندماج والإستحواذ يُعد من القرارات الإستراتيجية الكبرى التي يتم إتخاذها من قبل الشركات، إذ يتطلب ذلك تنسيقاً مشتركاً بين عدة إدارات بما في ذلك الإدارة المالية، أو كما تم تسميتها سابقاً في هذه الدراسة بالوظيفة المالية، فعلى الرغم من أن عملية إتخاذ القرار تتطلب تدخلات وموافقة عدة أطراف من المستويات العليا في إدارة الشركة، إلا أن الوظيفة المالية تلعب دوراً حيوياً في هذا القرار، وهذا من خلال ما يلي:

- ✓ التقييم المالي الشامل للشركة المستهدفة، وهذا من خلال تحليل كل من التدفقات النقدية، تقدير القيمة السوقية للشركة، دراسة القوائم المالية وما إلى ذلك.
- ✓ تدبير الأموال اللازمة لتمويل الصفقة وتحديد كيفية إتمامها، سواءً من خلال إقتراض الأموال، إصدار أسهم جديدة، أو إستخدام ما هو متاح من سيولة.
- ✓ تقدير الفوائد المالية المحتملة من وراء الصفقات، وهذا من خلال تحليل الفوائد المالية المتوقعة، مع الأخذ في الحسبان التكاليف المحتملة.
- ✓ تقدير وإدارة المخاطر المرتبطة بهذه الصفقات.

بما أن الأهداف الرئيسية للوظيفة المالية في أي شركة هي تعظيم ثروة المساهمين، بالإضافة إلى تعظيم ربحية الشركة، فإن التصور الأول من طرف الوظيفة المالية حول صفقات الاندماج والإستحواذ هو مساهمة هذه العمليات في تحقيق هذين الهدفين، فمقياس نجاح أو فشل هاته الصفقات مرتبط من جهة بخلق

قيمة للمساهمين أو تدميرها، ومرتبطة من جهة أخرى بتحسين ربحية الشركة أو تدهورها بعد عمليات الإندماج والإستحواذ.

المطلب الثاني: عمليات الإندماج والإستحواذ وثروة المساهمين

إن تأثيرات عمليات الإندماج والإستحواذ على أسعار أسهم الشركات الدامجة والمستحوذة في معظم الحالات تصبح مسألة خلق القيمة للمستثمرين المشتريين هي الشغل الشاغل الرئيسي لهم، وهذا لأن عدد هؤلاء المستثمرين المدرجة أسهم شركاتهم في البورصة عادة ما يكون أكبر من أعداد المستثمرين المستهدفة شركاتهم في صفقات الإندماج والإستحواذ، وبالتالي تكون بيانات الأسهم متاحة بشكل أكبر للمشتريين مقارنة بالمستهدفين، إذ يتم قياس خلق القيمة وزيادة ثروة المساهمين بإستخدام العوائد الغير إعتيادية التراكمية، أو متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية (Giannopoulos, Lianou, & Elmarzouky, 2023, p. 4).

أولاً: ردود الفعل الشائعة للسوق اتجاه عمليات الإندماج والإستحواذ

تعتبر الأدلة حول خلق قيمة للمساهمين خلال الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ واضحة تماماً بالنسبة لحاملي أسهم الشركات المستهدفة، لكنها في المقابل أقل تأكيداً بالنسبة لحاملي أسهم الشركات الدامجة والمستحوذة (Mateev, 2017, p. 193)، فمن خلال مراجعة الأدبيات المختلفة التي تحرت ردود فعل سوق الأوراق المالية حول الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ بالنسبة لأسهم الشركات الدامجة والمستحوذة، نجد أن هناك تباين في النتائج، فهناك دراسات خلصت إلى أن للسوق رد فعل إيجابي عند الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ، كما أن هناك دراسات خلصت إلى وجود رد فعل سلبي للسوق اتجاه الإعلان عن هذه الصفقات، وفي دراسات أخرى خلصت إلى رد فعل مختلط للسوق أو محايد.

ثانياً: العوامل الشائعة المؤثرة في ردود فعل السوق اتجاه عمليات الإندماج والإستحواذ

تعتبر عمليات الإندماج والإستحواذ من أبرز الإستراتيجيات المتبناة لتعزيز مكانة الشركات في السوق وتحقيق النمو، ومع ذلك فإن ردود فعل السوق اتجاه هذه العمليات قد تكون متباينة ومعقدة، حيث تتأثر بالعديد من العوامل المتداخلة فيما بينها، إذ تتأرجح هذه الردود بين الحماس والتفاؤل والشك والتحفظ، فهي تعكس توقعات المستثمرين حول الفوائد المحتملة والمخاطر المرتبطة بهذه الإستراتيجيات، كما يمكن أن تتضمن العوامل المؤثرة على ردود فعل السوق اتجاه تفاصيل الصفقات نفسها، على غرار السعر المعروض،

طريقة التمويل، بالإضافة إلى التوقعات بشأن التآزر المنشود بين الأطراف، كما تلعب ثقة المستثمرين في الإدارة وقراراتها الإستراتيجية، وقدرتها على تنفيذها بنجاح دوراً حاسماً، هذا بجانب تأثير الظروف الإقتصادية العامة والتوقعات السابقة في السوق، وهذا على سبيل المثال لا على سبيل الحصر، وفي ما يلي ذكر لأهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على ردود فعل السوق نتيجة الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ:

1. حجم الشركة الدامجة والمستحوذة

لقد تم توثيق تأثير الحجم على القيمة السوقية لأسهم الشركات الدامجة والمستحوذة، حيث عادة ما يحصل مساهمي الشركات كبيرة الحجم مقدمة العروض على عوائد غير إعتيادية أقل مقارنة مع تلك المحققة عند مساهمي الشركات صغيرة الحجم خلال عمليات الاندماج والإستحواذ (Farinós Viñas, Herrero, & Latorre Guillem, 2017, p. 7)، ويتم إرجاع ذلك إلى أن الشركات الكبيرة تميل إلى الدفع الزائد، لأن الغطرسة تمثل مشكلة أكبر في الشركات الأكبر حجماً، كما أنه وُجد أن الإرتباط السلبي بين أحجام الشركات الدامجة والمستحوذة والعوائد الغير إعتيادية يكون مدفوعاً بالخسائر الناجمة عن الصفقات التي تستهدف شركات كبيرة الحجم، فبالرغم من أن عملية الدفع خلال الصفقات الكبيرة يتم عبر أقساط صغيرة، إلا أن ذلك مازال أكثر تدميراً للقيمة بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة بسبب التعقيد في عملية التكامل (Kim C. Y., 2017, p. 140).

عندما تتفق شركتان على المضي قدماً معاً كما في حالة الاندماج بين المتكافئين، فعلى الرغم من أنه من النادر تطبيق ذلك على أرض الواقع حيث تندمج شركتان من نفس الحجم تقريباً، إلا أنه في العادة ما تقوم شركات بشراء شركات أخرى، وكجزء من العقد تسمح هذه الأخيرة للشركات المستحوذة بالإعلان عن هذه الصفقات على أنها عمليات إندماج، وهذا لأن عمليات الشراء غالباً ما تحمل دلالات سلبية، ويحاول بذلك كبار المديرين تجنب تبعاتها على أسعار الأسهم (Moskovicz, 2018, p. 304).

2. طريقة الدفع

يقدم مديري الشركات مقدمة العروض الأسهم كوسيلة للتبادل عندما يكون في إعتقادهم أن أسهم شركاتهم مبالغ في قيمتها، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى رد فعل سلبي من طرف السوق اتجاه عمليات من هذا النوع (Farinós Viñas, Herrero, & Latorre Guillem, 2017, p. 7)، في حين يمكن القول أن طريقة الدفع النقدي ترسل للمشتري إشارة قوية مفادها أن القيمة الحقيقية للشركة المستهدفة تساوي

السعر المدفوع أو تفوق، وهذا من شأنه أن يزرع الثقة لدى المستثمرين، مما يؤدي إلى كسب عوائد غير إعتيادية إيجابية (Kim C. Y., 2017, p. 136)، أما في حالة الدفع المختلط فإن ذلك يمكن أن يكون وسيلة لتقاسم المخاطر بين جميع الأطراف، وهذا من شأنه أن يخلق توازناً مقبولاً بين التأثيرات السلبية والإيجابية لهذه الصفقات على العوائد الغير إعتيادية المحققة.

3. الصفقات المحلية مقابل الصفقات العابرة للحدود

لقد وُجد أن الصفقات عبر الحدود تتفوق على الصفقات المحلية بالنسبة للشركات المقتنية والمستهدفة، وبما أن الصفقات عبر الحدود ترتبط بعوامل خاصة بها، مثل الإختلافات الثقافية، بالإضافة إلى إختلاف المعايير المحاسبية واللوائح المالية، فقد كانت هناك دائماً نتائج متناقضة فيما يتعلق بالإرتباط بين العوائد الغير إعتيادية وبين الصفقات داخل وخارج الحدود (Kim C. Y., 2017, p. 135)، إذ من المرجح أن تستفيد الشركات المشاركة في عمليات الاندماج والإستحواذ عبر الحدود من أوجه تآزر غير متاحة بالمقارنة مع الشركات المشاركة في الصفقات المحلية، مثل التوسع في أسواق جديدة، فمع إعتبار ثبات باقي العوامل الأخرى فقد يكون تأثير هذه الصفقات على ثروة المساهمين أعلى من الصفقات المحلية (Farinós Viñas, Herrero, & Latorre Guillem, 2017, p. 9)، وعلى وجه التحديد فإن العوائد الغير طبيعية لمساهمي الشركات المستهدفة تكون أكبر في حالة تم إستهدافها من قبل شركات أجنبية ذات رأس مال قوي نسبياً، أو تنتمي لبلدان ذات أنظمة حوكمة متفوقة (Kim C. Y., 2017, p. 136).

4. التنوع في الصناعة

من المتوقع أن يؤدي التنوع خلال عمليات الاندماج والإستحواذ إلى توليد التآزر بأنواعه، إلا أن البحوث أثبتت غير ذلك، حيث تم توثيق تدمير القيمة بفعل صفقات الاندماج والإستحواذ غير ذات الصلة والتي تشمل شركات تنتمي إلى صناعات مختلفة، حيث تواجه الشركات مقدمة العروض إحتتمالات أكبر لسوء تقدير الشركات المستهدفة، وبالتالي المبالغة في الدفع، وهذا نظراً إلى أن قاعدة معارفهم حول الصناعة التي تنتمي إليها الشركات المستهدفة أقل (Farinós Viñas, Herrero, & Latorre Guillem, 2017, p. 8).

5. تأثير الإدراج في البورصة

تشير الأبحاث السابقة إلى أن إدراج الشركات المستهدفة من شأنه أن يؤثر أيضاً على العوائد الغير طبيعية التي يحققها مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة عند الإعلان عن هذه الصفقات (Mateev, 2017, p. 297)، فالأدلة تظهر أن مساهمي الشركات المستهدفة لشركات غير مدرجة يحصلون على عوائد غير إعتيادية أكبر بالنسبة لمساهمي الشركات المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة، حيث نجد أن هذه الأدلة تتعلق بسوق الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، و17 دولة في أوروبا الغربية (Farinós Viñas, Herrero, & Latorre Guillem, 2017, p. 7)، هناك العديد من النظريات التي تدعم هذه الملاحظات، فنجد نظرية السيولة تنص على أن سوق الشركات الغير مدرجة أقل سيولة من سوق الشركات المتداولة علناً، مما يعني سهولة أكبر عند عمليات بيعها وشرائها، فنقص السيولة في هذه السوق بالنسبة للشركات غير المدرجة يجعلها أقل جاذبية للإستثمارات، وبالتالي فهي بذلك تمثل قيمة أقل مقارنة بالشركات المدرجة المماثلة، وهو ما يجعل المنافسة أقل في سوق الشركات الغير مدرجة نتيجة الإفتقار للجاذبية، الأمر الذي يمنح مقدمي العروض المزيد من القدرة على المساومة في المفاوضات للدفع أقل، لذلك ينبغي أن تكون هذه العمليات أكثر ربحية بالنسبة للعمليات التي تشمل أهداف مدرجة (Mateev, 2017, p. 198).

إن العلاوات المرتفعة للإستحواذ على شركات مدرجة بالإضافة إلى الإستفادة من الخصم المغربي عند الإستحواذ على الشركات الغير مدرجة يثيران الجدل حول سبب إستهداف الشركات المدرجة، لأنه كما يبدو الأمر فإن الأكثر كفاءة بالنسبة لمساهمي الشركات هو شراء الشركات الغير مدرجة، لكن التخفيض في السعر المدفوع للشركات الغير مدرجة يرافقه تحمل مخاطر أعلى كنتيجة لعدم توفر معلومات دقيقة حول هذه الشركات، لكن في المقابل قد يعتبر مقدم العرض أن عدم تناسق المعلومات المفرط سبباً في الإمتناع عن إتمام الصفقة بدلاً من المطالبة بخصم أكبر (Feito Ruiz, Fernández, & Menéndez Requejo, 2014, p. 2816).

المطلب الثالث: عمليات الاندماج والإستحواذ ومؤشرات الأداء المالي

إن تأثير عمليات الاندماج والإستحواذ بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة على مؤشرات الأداء المالي متعدد الأبعاد، إذ تتأرجح النتائج بين محاولة تحسين الربحية والعوائد المختلفة من جهة، ومحاولة التقليل من المخاطر المالية والتحديات التشغيلية وتكاليف التنفيذ من جهة أخرى.

أولاً: عمليات الاندماج والإستحواذ والربحية

لا يتم النظر إلى عمليات الاندماج والإستحواذ على أنها إستراتيجيات لتوسيع الأعمال فحسب، وإنما ينظر إليها أيضاً كوسيلة لتعزيز الأداء المالي ومواصلة زيادة ربحية الشركات التي إختارت المضي قدماً في هذه الإستراتيجيات، إذ يمكن أن يؤثر الاندماج والإستحواذ على قيمة الشركة بشكل كبير وبغيرها على المدى القصير، كما أن ربحية هذه الشركات بعد عملية التكامل لا يمكن أن تتحسن كنتيجة لذلك دائماً وفي جميع الظروف، حيث يمكن أن يكون هناك تدهور في الربحية، كما بالإمكان أن يحدث تدمير لقيمة الشركات، ومنه يمكن القول أن الاندماج والإستحواذ يمكن أن يحسن الأداء المالي كما يمكن أن يقلله، ويمكن أن يدمر تماماً قيمة الأموال التي تم إستثمارها في مشروع الاندماج والإستحواذ (Rafaqat, Rafaqat, Rafaqat, & Rafaqat, 2021, p. 127).

ثانياً: عمليات الاندماج والإستحواذ والسيولة

تؤثر عمليات الاندماج والإستحواذ على صدمات السيولة في الشركات، حيث يؤدي التنوع خلال هذه الإستراتيجيات إلى تحسين السيولة، إذ تفضل الشركات التي تعاني من نقص على مستوى السيولة التكامل مع شركات أخرى لديها فائض في الأصول ذات الطبيعة السائلة، في حين يوجد هناك آراء تتعارض مع ذلك تماماً (Ahmed & Ahmed, 2014).

خلاصة الفصل

يعتبر الأداء المالي للشركات من العوامل الحيوية المحددة لقدرتها على النمو والنجاح في بيئة الأعمال شديدة المنافسة والمتغيرة باستمرار، فالأداء المالي للشركات يعد المرآة العاكسة لقدرتها على تحقيق قيمة مضافة للمساهمين، بالإضافة إلى تحقيق أرباح مستدامة، إذ يلعب هذا الأخير دوراً محورياً في صنع القرارات الإستراتيجية، سواءً كان ذلك في تحسين الكفاءة التشغيلية، الإستثمار في مشاريع جديدة، أو في سياق توسيع الأعمال القائمة، فالأداء المالي يؤثر على ثقة المساهمين والمستثمرين على حد سواء.

إن الفهم العميق للأداء المالي أمراً ضرورياً ليس فقط للإدارة العليا، ولكن أيضاً للمستثمرين والدائنين والمحللين الماليين، وهذا الفهم لا يتحقق إلا من خلال القياس الفعال والمستمر للأداء المالي باستخدام مختلف المقاييس التقليدية والحديثة في سبيل التوصل إلى صورة دقيقة وواضحة حول المركز المالي الحالي، وكذلك الحصول على تصور عن الوضع المستقبلي.

على إعتبار أن عمليات الاندماج والإستحواذ إستراتيجية هامة في حياة الشركات، فإن قياس ومراقبة الأداء المالي للشركات خلال هذه العمليات أمر لا بد منه، وهذا بهدف ضمان تحقيق التكامل الأمثل بين الأصول المختلفة وكذلك العمليات، بالإضافة إلى تحقيق التآزر المنشود، فالنجاح المالي خلال هذه العمليات يعد مؤشراً هاماً على مدى فعالية هذه الإستراتيجيات في تحقيق القيم المضافة للمساهمين والشركة.

إن الفهم الدقيق للأداء المالي خلال عمليات الاندماج والإستحواذ يعد أمراً حاسماً ليس فقط لإتخاذ قرارات إستثمارية مستنيرة، بل أيضاً لضمان التنفيذ الفعال والتحقيق الفعلي للفوائد المرجوة من وراء هذه العمليات، أو على الأقل الحفاظ على الأداء السابق.

الفصل الرابع

دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في
البورصة

تمهيد:

يتمثل الفصل الرابع في الجانب التطبيقي من الدراسة، فبعد التعرض بشكل تفصيلي في الجانب النظري إلى كل من الأسس النظرية لعمليات الاندماج والإستحواذ، أسواق الأوراق المالية وكفاءتها، بالإضافة إلى الأداء المالي للشركات خلال عمليات الاندماج والإستحواذ، تم في هذا الفصل إجراء دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2020، وهذا من أجل فحص أثر عمليات الاندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات المستحوذة والدامجة المدرجة في البورصة، في ظل إستهدافها لشركات مدرجة في البورصة، أو عند إستهدافها لشركات غير مدرجة.

وبهدف دراسة وتحليل هذا الإبهام واللبس بطريقة أكاديمية ممنهجة تم تقسيم هذا الفصل كما يلي:

- ❖ المبحث الأول: البيانات والمنهجية المستخدمة.
- ❖ المبحث الثاني: دراسة الحدث.
- ❖ المبحث الثالث: الأداء المالي من حيث النسب المالية.

المبحث الأول: البيانات والمنهجية

تناولنا في هذا المبحث التعريف بشكل الدراسة، وكذا التعرض لأداتين متكاملتين، الأولى تتمثل في دراسة الحدث، والثانية تتمثل في تحليل مالي باستخدام المؤشرات المالية.

المطلب الأول: التعريف بشكل الدراسة

قمنا في هذا المطلب بوصف مجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى معايير إختيارها، وكذا تحديد فترة الدراسة والمصادر التي تم إعتماها في جمع مختلف البيانات.

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

1. مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في صفقات الإندماج والإستحواذ التي تكون خلالها الشركات الدامجة والمستحوذة مدرجة في إحدى البورصات العالمية، الأمر الذي يدعم قابلية تعميم نتائج الدراسة على حالات مماثلة لشركات مدرجة في بورصات بنفس الخصائص.

2. عينة الدراسة

نظراً لكبير حجم مجتمع الدراسة يتعذر إستعمال أسلوب الحصر الشامل لهذا المجتمع، وبالتالي يجدر بنا إختيار عينة مناسبة منه بإمكانها تمثيله، أما بالنسبة لحجم العينة، فقد تم تحديده بالإعتماد على مدى توفر المعلومات عن صفقات الإندماج والإستحواذ، والقدرة على تحصيل مختلف البيانات المتعلقة بالشركات، إنطلاقاً من ذلك فقد تم إختيار عينة من صفقات الإندماج والإستحواذ بشكل مبدئي، بلغ عددها 1200 صفقة، وهذا كما يوضحه الملحق رقم (1).

و لتحقيق أهداف الدراسة بشكل أكثر دقة، تم تقسيم هذه العينة إلى عينتين فرعيتين مكونتين من 50 صفقة لكل عينة، وتم الحصول على هذا العدد بعد أن تم إختيار الصفقات وفقاً للمعايير والشروط التالية:

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

- ✓ أن تكون الشركات الدامجة والمستحوذة مدرجة بالبورصة (لأنه هناك شركات تقوم بشطب أسهمها من البورصة بعد تنفيذ عمليات الإندماج والإستحواذ).
- ✓ أن تتوفر البيانات والتقارير المالية السنوية للشركات الدامجة والمستحوذة خلال سنوات الدراسة، ثلاث سنوات قبل سنة تنفيذ صفقة الإندماج أو الإستحواذ، وثلاث سنوات بعدها.
- ✓ إستبعاد الشركات الدامجة والمستحوذة التي قامت بعمليات توزيع للأرباح خلال فترة الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ.
- ✓ إستبعاد الشركات المالية نظراً للطبيعة الخاصة التي تميز هذا النوع من الأعمال، حيث نجدها تتسم بتنظيم صارم بالإضافة الى تعاملها مع المخاطر العالية وتشابكها في النظام المالي.
- ✓ إستبعاد الشركات التي لا توجد معلومات كاملة حول أسعار أسهمها.
- ✓ ضرورة تساوي حجم العينتين.
- ✓ ضرورة أن تكون الصفقات المُعلن عنها قد تمّت فعلاً ولم يتم إلغاؤها.

إن الجدول الموالي يوضح العينة الأولى للدراسة، والتي تضم صفقات الإندماج والإستحواذ التي طرفها المستهدف شركات مدرجة في البورصة:

الجدول رقم (13): قائمة الشركات المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة

الرقم	إسم الشركة المستحوذة أو الدامجة	الرمز	إسم الشركة المستهدفة	الرمز	تاريخ الإعلان	سنة التنفيذ
1	Signet Jewelers Limited	SIG	Zale Corporation	ZLC	19/2/2014	2014
2	The Mosaic Company	MOS	ADM Fertilizer Distribution Business	ADM	15/4/2014	2014
3	Everi Holdings	EVRI	Multimedia Games	MGAM	9/8/2014	2014
4	WEX	WEX	ExxonMobil	XOM	11/8/2013	2014
5	Plains All American Pipeline	PAA	PAA Natural Gas Storage	PNG	22/10/2013	2013
6	Eastman Chemical Company	EMN	Aviation Turbine Oil Business from BP	BP	28/1/2014	2014
7	Williams Partners	WPZ	Williams' Canadian Assets	WMB	26/2/2014	2014
8	Emergent BioSolutions	EBS	Cangene Corporation	CNJ	12/11/2013	2014
9	Brookdale Senior Living	BKD	Emeritus Corporation	ESC	20/2/2014	2014
10	LSI Industries Inc.	LYTS	3M's Digital Signage Business	MMM	5/6/2014	2014
11	Mattel	MAT	MEGA Brands	MB	2014/2/28	2014
12	Callon Petroleum	CPE	Carrizo Oil & Gas	CRZO	15/7/2019	2019
13	Glaukos	GKOS	AvedroInc	AVDR1	8/7/2019	2019
14	Occidental Petroleum	OXY	Anadarko Petroleum	APC	5/5/2019	2019
15	Endo International	ENDPQ	BioSpecifics Technologies	BSTC	19/10/2020	2020
16	Mid-America Apartment	MAA	Colonial Properties Trust	CLP	6/3/2013	2013

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

Communities						
2020	17/12/2020	UIHC	United Insurance Holdings	HCI	HCI Group	17
2013	12/08/2013	PSE	Pioneer Southwest Energy Partne	PXD	Pioneer Natural Resources	18
2012	28/4/2011	CEG	Constellation Energy	EXC	Exelon Corporation	19
2013	17/9/2013	CVO	Cenveo Custom Envelope Group	EBF	Ennis	20
2016	4/4/2016	VA	Virgin America Inc	ALK	Alaska Air Group	21
2016	1/8/2016	RIGP	Transocean Partners LLC	RIG	Transocean	22
2016	2/9/2016	EDE	Empire District Electric Co	AQN	Algonquin Power & Utilities	23
2016	10/10/2016	GWSV	Glacier Water Services	PRMW	Primo Water Corp	24
2016	19/9/2016	DTSI	DtsInc	ADEA	Adeia Inc	25
2016	29/4/2016	PKY1	Parkway Properties Inc	CUZ	Novelion Therapeutics	26
2016	2/1/2016	STR1	Questar Corp	D	Dominion Energy	27
2017	26/6/2017	HNH	Handy & Harman Ltd	SPLP	Steel Partners Holdings	28
2015	13/7/2015	MWE	Markwest Energy Partners	MPLX	MplxLp	29
2015	9/3/2015	PSEM	Pericom Semiconductor	DIOD	Diodes Inc	30
2015	27/7/2015	SVLC	Silvercrest Mines Inc	AG	First Majestic Silver Corp	31
2015	5/11/2015	TSRE	Trade Street Residential	IRT	Independence Realty Trust	32
2014	13/7/2014	KOG	Kodiak Oil & Gas Corp	WLL2	Whiting Petroleum Corp	33
2020	23/10/2020	CCR	Consol Coal Resources	CEIX	Consol Energy	34
2019	30/9/2019	DKS	Dick's Sporting Goods	SPWH	Sportsman's Warehouse	35
2019	1/10/2019	ADT	ADT	T	Telus	36
2019	5/11/2019	RRTS	Roadrunner Transportation	ULH	Universal Logistics Hldgs	37
2019	13/11/2019	CHK	Chesapeake Energy	CRK	Comstock Resources	38
2019	23/10/2019	LMT	Lockheed Martin	TRC	Tejon Ranch	39
2019	11/11/2019	CUI	CUI Global	BELFA	Bel Fuse	40
2019	21/4/2019	VIAB	Viacom Inc	PARA	Paramount Global	41
2019	6/12/2019	MDSO	Medidata Solutions Inc	DASTY	DassaultSystemes Se	42
2019	28/8/2019	ROX	Castle Brands Inc	PRNDY	PernodRicard S A	43
2015	29/4/2014	ATK	Alliant Techsystems Inc.	ORB	Orbital Sciences	44
2014	15/4/2014	MSI	Enterprise Business from Motorola Solutions	ZBRA	Zebra Technologies	45
2014	3/10/2014	ACO	AMCOL International	MTX	Minerals Technologies	46
2014	25/11/2013	HPOL	Harris Interactive Inc.	NLSN	Nielsen Holdings N.V.	47
2014	19/12/2013	BRE	BRE Properties	ESS	Essex Property Trust	48
2013	13/11/2013	HES	Hess	ANW	Aegean Marine Petroleum	49
2014	24/4/2014	BPO	Brookfield Office	BPY	Brookfield Property	50

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على الملحق رقم (1)

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

أما الجدول الموالي فيمثل عينة الدراسة الثانية، والتي تشمل صفقات الإندماج والإستحواذ التي طرفها المستهدف شركات غير مدرجة في البورصة:

الجدول رقم (14): قائمة الشركات المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة

الرقم	إسم الشركة المستحوذة أو الدامجة	الرمز	إسم الشركة المستهدفة	تاريخ الإعلان	سنة التنفيذ
1	AtriCure	ATRC	SentreHEART	12/8/2019	2019
2	Heartland Express	HTLD	Millis Transfer	26/8/2019	2019
3	Boot Barn Holdings	BOOT	G.&L. Clothing	26/8/2019	2019
4	Hain Celestial Group	HAIN	EBRO FOODS S.A	28/8/2019	2019
5	Cronos Group	CRON	Redwood Holding Group	2/8/2019	2019
6	Black Knight	BKIN	Compass Analytics, LLC	12/9/2019	2019
7	Eastside Distilling	EAST	Intersect Beverage	16/9/2019	2019
8	Landstar	LDSR	DataExpress	26/6/2019	2019
9	Commercial Vehicle G	CVGI	First Source Electronics	18/9/2019	2019
10	Ashford	AINC	Remington Holdings	3/6/2019	2019
11	CommVault Systems	CVLT	Hedvig	4/9/2019	2019
12	LiqTech International	LIQT	BS Plastic A/S	20/8/2019	2019
13	CVS Caremark	CVS	Coram Infusion Business	27/11/2013	2013
14	Cal-Maine Foods, Inc	CALM	Delta Egg Farm, LLC	18/2/2014	2014
15	Biglari Holdings Inc	BH	MAXIM	28/2/2014	2014
16	LifeVantage	LFVN	Fast Sports Nutrition	15/4/2014	2014
17	Hillshire Brands	HSH	Van's Natural Foods	21/4/2014	2014
18	Systemax	SYX	SCC Services B.V	2/5/2014	2014
19	Baytex Energy Corp	BTE	Aurora Oil & Gas	6/2/2014	2014
20	Pyramid Oil Company	PDO	Yuma Energy, Inc.	6/2/2014	2014
21	Teekay Offshore Partners	TOO	ALP Maritime Services B.V.	21/2/2014	2014
22	TearLab Corporation	TEAR	AOA's OcuHub Technology Platform	18/2/2014	2014
23	ThermoGenesis Corp	KOOL	TotipotentRX Corporation	16/7/2013	2014
24	Cumberland Pharmaceuticals	CPIX	Vaprisol from Astellas Pharma US, Inc	3/3/2014	2014
25	Columbia Sportswear Company	COLM	prAna Living LLC	29/4/2014	2014
26	Compass Minerals	CMP	Wolf Trax, Inc.	20/3/2014	2014
27	Forestar	FOR	Credo Petroleum	4/6/2012	2014
28	Equity Residential	EQR	Archstone Enterprise LP	26/11/2012	2013
29	Starwood Property Trust	STWD	LNR Property LLC	24/1/2013	2014
30	Weyerhaeuser Company	WY	Longview Timber LLC	16/6/2013	2013
31	Gaming and Leisure Properties, Inc.	GLPI	The Meadows Racetrack and Casino	14/5/2014	2016

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

2014	6/5/2014	DealTicker.com	LIVE	LiveDeal Inc.	32
2014	6/8/2014	Central Refrigerated Transportation, Inc.	SWFT	Swift Transportation Company	33
2013	11/11/2013	Gordon Trucking, Inc.	HTLD	Heartland Express, Inc.	34
2014	24/2/2014	Rich Logistics	RRTS	Roadrunner Transportation Systems	35
2012	16/5/2012	Peninsula Gaming, LLC	BYD	Boyd Gaming Corporation	36
2014	3/2/2014	TekMate	ALSK	Alaska Communications	37
2014	28/10/2013	Chellomedia	AMCX	AMC Networks	38
2014	7/4/2014	Brown Printing Company	QUAD	Quad/Graphics, Inc.	39
2014	17/4/2014	Media Interactive SA	OMC	Omnicom Media Group	40
2012	13/1/2012	Adaptix	ACTG	Acacia Research Corporation	41
2020	21/9/2020	Allegro Ophthalmics	BHC	Bausch Health Cos	42
2020	22/9/2020	ECHO DCL	SGBX	SG Blocks	43
2020	17/12/2020	Deloitte's Life Sciences	MODN	Model N	44
2020	3/12/2020	Financière AFG S.A.S	ASX	ASE Technology Holding	45
2020	2/12/2020	Groen Gas Gelderland B.V	ELLO	Ellomay Capital	46
2020	1/12/2020	A&E Medical Corporation	ZBH	Zimmer Biomet Holdings	47
2020	11/12/2020	Ebro	THS	TreeHouse Foods	48
2020	23/10/2020	Virtual Driver Interactive	CETX	Cemtrex	49
2020	2/11/2020	Voxbone	BAND	Bandwidth	50

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على الملحق رقم (1)

ثانياً: فترة الدراسة

لقد تم إختيار فترة الدراسة من سنة 2012 إلى غاية سنة 2020، وهذا ليتم تسليط الضوء أكثر على الموجة السابعة والأخيرة من عمليات الإندماج والإستحوذ وكذلك التوصل لأدلة حديثة، وبما أن الجزء الثاني المستعمل في الدراسة والمعني بقياس الأداء المالي يقوم على أساس مقارنة المؤشرات المالية لثلاث سنوات قبل إتمام الصفقة مع الثلاث سنوات اللاحقة، كان يجب تحديد سنة 2020 كحد أقصى، وبالتالي إستبعاد الصفقات التي تمت بعد هذه السنة حتى يتسنى لنا قياس المؤشرات المالية للسنوات 2021، 2022، 2023.

ثالثاً: مصادر جمع البيانات

في بادئ الأمر، ونظراً للتكاليف الباهضة، وبالعملة الصعبة، التي تطلبها المواقع الإلكترونية التي تحتوي على قواعد بيانات ضخمة متخصصة في تقديم معلومات عن صفقات الاندماج والإستحواذ، وكذلك المعلومات الخاصة بالشركات التي كانت طرفاً في تلك الصفقات، فقد تم جمع المعلومات الأولية عن الإعلانات الخاصة بصفقات الاندماج والإستحواذ التي تمت بين الشركات خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى سنة 2020 من ثلاث مواقع إلكترونية هي كالتالي:

(stockanalysis.com) ✓

(www.benzinga.com) ✓

(www.theonlineinvestor.com) ✓

بعد جمع المعلومات الأولية، ولغرض إستبعاد الشركات التي أقدمت على أكثر من عملية إندماج وإستحواذ خلال سنوات الدراسة، فقد تم جمع المعلومات الخاصة بعدد صفقات الاندماج والإستحواذ وتواريخ إعلانها بالنسبة لكل شركة على حدى بشكل يدوي بإستخدام العديد من المواقع الإلكترونية يتمثل أهمها في ما يلي:

(www.crunchbase.com) ✓

(pitchbook.com) ✓

بعد الإنتهاء من تحديد قائمتين مبدئيتين من الشركات الدامجة والمستحوذة حسب كل عينة، تم جمع وفحص قوائم الأسعار التاريخية لأسهم هذه الشركات، بالإضافة للأسعار التاريخية لمؤشر S&P500 من المواقع الإلكترونية التالية:

(finance.yahoo.com) ✓

(www.investing.com) ✓

أما القوائم المالية المختلفة، فقد تم جمعها من التقارير السنوية الموجودة في المواقع الإلكترونية الخاصة بالشركات، بالإضافة إلى الموقع الإلكتروني التالي:

(www.sec.gov) ✓

تجدر الإشارة إلى أن هناك شركات داخل العينتين، قد أقدمت بعد عملية الإندماج والإستحواذ على تغيير أسمائها أو رموز أسهمها في البورصة أو كلاهما، حيث تم الإبقاء على الأسماء والرموز القديمة في القوائم المعروضة في هذه الدراسة، وهذا لكي لا يتم الخلط بينها، كما يجب التنويه إلى أنه قد تم إختيار الشركة Heartland Express ضمن شركات العينة الفرعية الثانية مرتين، وهذا لمشاركتها في صفقتي إندماج وإستحواذ مختلفتين، الأولى جرت خلال سنة 2013، أما الثانية فقد تمت خلال سنة 2019، وبما أن طول الفترة بين تنفيذ الصفقتين كبيرة نسبياً فإن ذلك لن يؤثر بالتأكيد على النتائج.

نظراً لضرورة تحديد تواريخ الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ بدقة كبيرة، كون نتائج دراسة الحدث مبنية حول هاته التواريخ، فإنه قد تم الإستعانة بالكثير من المواقع الإلكترونية لتحديد تواريخ الإعلانات التي كانت محل شك من طرف الباحث، حيث تم ترجيح التواريخ الأكثر ذكراً في التقارير الإخبارية التي سلطت الضوء على تلك الصفقات.

بعد تحضير القائمتين النهائيتين للشركات المعنية في ملفي Excel، بحيث إشتمل كل ملف على الأسعار التاريخية للأسهم، وكذلك المعلومات المالية المستخرجة من التقارير السنوية لكل شركة، أصبحت البيانات جاهزة للترحيل إلى برنامجي Eviews و Spss، هذا مع إستمرار الإستعانة ببرنامج Excel لإجراء المزيد من الإختبارات بالإضافة إلى عمل المنحنيات وبعض الجداول المستخدمة في التحليل، كما تم الإستعانة به كذلك في إعادة إجراء العمليات التي تمت من خلال برنامج Eviews للتأكد من عدم حدوث أخطاء، وبالتالي الحصول على نتائج أكثر دقة وموثوقية.

المطلب الثاني: منهجية دراسة الحدث

أولاً: مفهوم دراسة الحدث

تعتبر منهجية دراسة الحدث أداة بحثية مهمة في مجال الأبحاث المالية، حيث تستخدم لقياس تأثير أحداث معينة، على كل من قيمة الشركات والأصول المالية، وهذا بالإعتماد على تحليل سلوك أسعار الأسهم وكذلك العوائد المحققة حول فترة الإعلان (Peterson, 1989, p. 36).

إن الأحداث التي تؤثر على القيمة السوقية للشركة قد تكون ضمن نطاق سيطرة الشركة مثل الإعلان عن توزيعات الأرباح، تجزئة الأسهم، الإعلان عن عمليات الاندماج والإستحواذ وما إلى ذلك، أو قد تكون الأحداث خارجة عن نطاق سيطرة المؤسسة مثل صدور القوانين التشريعية، الإعلان عن الأحكام التنظيمية وغيرها من الأحداث.

ظهرت أولى الأبحاث التي إستخدمت منهجية دراسة الأحداث خلال ثلاثينيات القرن الماضي، وكان ذلك من خلال دراسة قدمها Dolley سنة 1933، تم فيها دراسة تأثير سعر تجزئة الأسهم، لكن تعتبر دراسة كل من Ball & Brown ودراسة Fama وفريقه سنة 1969 بمثابة الإنطلاقة الرئيسية لمنهجية دراسة الأحداث (Corrado, 2011, p. 207).

يتم إستخدام منهجية دراسة الحدث لغرض فحص ردود فعل سوق الأوراق المالية اتجاه الأحداث المهمة، حيث تقوم هذه الدراسة على إفتراض أن سوق الأوراق المالية تتمتع بالكفاءة اللازمة لتؤثر المعلومات الجديدة على الأرباح المستقبلية المتوقعة للشركات (Gupta A. , 2016, p. 1)، وبالأخص تعتمد بشكل أساسي على الصيغة النصف قوية لفرضية كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن هذا التحليل بإستطاعة الباحث تقييم حدث معين مثل عمليات الاندماج والإستحواذ (Cox & Portes, 1998, p. 282)، لأن الإعلان عن هذه الأخبار سينعكس أثره بسرعة على أسعار الأسهم.

ثانياً: آلية منهجية دراسة الحدث

تستند منهجية دراسة الأحداث إلى الفكرة الرئيسية المتمثلة في أن الأحداث المختلفة يمكن أن تؤثر بشكل ملحوظ على عوائد الأسهم، ولقياس هذا التأثير يتم إتباع خطوات منهجية منظمة تتمثل في ما يلي:

1. تعريف وتحديد الحدث

خلال هذه المرحلة يتم تحديد الحدث المعني بالدراسة، سواءً إندماج وإستحواذ، أو توزيعات الأرباح وغير ذلك من الأحداث، ويتم الإشارة إليه بـ t_0 ، حيث تتكفل وسائل الإعلام والمعنيين بنقل هذا الخبر إلى الجمهور في هذا اليوم، وبإفترض أن سوق الأوراق المالية سوق كفؤة فإن هذه المعلومات تكون متاحة للجميع وفي نفس الوقت، بحيث تتعكس بسرعة هذه الأخبار في أسعار الأسهم.

2. نافذة الحدث

بعد تعيين يوم الحدث بدقة، يتم تحديد نافذة الحدث، والتي تشير إلى الفترة الزمنية التي يتم خلالها تحليل تأثير الحدث على قيمة الأسهم، إذ تتكون من مجموعة من أيام التداول حول التاريخ الذي تم فيه الإعلان عن الحدث، حيث تشتمل على فترة ما قبل الحدث، وهي فترة تسبق الحدث تستخدم لإلتقاط أي تأثيرات إستباقية للحدث، ويوم الحدث، بالإضافة إلى الفترة اللاحقة للحدث، وهي فترة تستخدم لإلتقاط أي تأثيرات لاحقة أو متأخرة للحدث.

إن الهدف من تحديد نافذة الحدث يكمن في محاولة عزل الحدث، والتقليل من تأثير أي تحركات أخرى في السوق من شأنها التأثير على دقة القياس، كما أنه لا يوجد قدر محدد لطول نافذة الحدث، إذ يتم تحديده بناءً على طبيعة الحدث وكذلك السرعة المتوقعة التي تستغرقها أسعار الأسهم لعكس جميع المعلومات المتاحة عن الحدث، حيث نجد خيارات لنوافذ قصيرة، تشمل بضعة أيام قبل وبعد الحدث، وخيارات أخرى لنوافذ طويلة تصل إلى أسابيع وأشهر حول يوم الحدث.

3. نافذة التقدير

هي الفترة الزمنية التي تسبق نافذة الحدث، وتستخدم لتقدير العوائد العادية المحققة، إذ تكون مدة نافذة التقدير طويلة نسبياً بحيث تتراوح من عدة أشهر إلى سنة، ويتمثل الهدف منها تقدير العلاقة بين العوائد العادية للأسهم المعنية بالحدث والعوائد المحققة في السوق من أجل حساب العوائد المتوقعة، ويمكن في بعض الحالات النادرة أو دراسات خاصة أن تشمل فترة التقدير جزءاً من فترة الحدث، كما يمكن أن تكون بعد هذه الفترة خاصة إذا كان الهدف دراسة تأثير طويل المدى.

4. العوائد الغير إعتيادية (AR) والعوائد الغير إعتيادية التراكمية (CAR)

تتمثل العوائد الغير إعتيادية في العوائد الفعلية منقوص منها العوائد المتوقع تحصيلها، ويشار إليها بالمعادلة الرياضية الآتية:

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

حيث:

✓ AR_{it} : العائد الغير إعتيادي للسهم i خلال اليوم t

✓ R_{it} : العائد الفعلي للسهم i خلال اليوم t

✓ ER_{it} : العائد المتوقع تحصيله للسهم i خلال اليوم t

بالنسبة للعوائد الفعلية قبل توزيع الأرباح وكذلك عوائد السوق فيتم حسابها كما يلي:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

حيث:

✓ R_{it} : العائد الفعلي للسهم i خلال اليوم t

✓ P_{it} : سعر الإغلاق للسهم i في اليوم t

✓ P_{it-1} : سعر الإغلاق للسهم i في اليوم $t-1$

✓ R_{mt} : العائد الفعلي للسوق خلال اليوم t

✓ P_{it} : سعر الإغلاق للسوق في اليوم t

✓ P_{it-1} : سعر الإغلاق للسوق في اليوم $t-1$

خلال نموذج السوق، يتم تقدير العوائد المتوقع تحصيلها بالإعتماد على المعادلة التالية (Gupta & Roman, 2022, p. 152):

$$ER_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

✓ ER_{it} : العائد المتوقع للسهم i خلال اليوم t

✓ α_i : معامل الحد الثابت

✓ β_i : معامل الميل

✓ R_{mt} : عائد السوق خلال اليوم t

✓ ε_{it} : حد الخطأ

حسب (MacKinlay, 1997, pp. 19-20) يتم تطبيق نموذج إحداد المربعات الصغرى (OLS) لتقدير المعلمات α و β ، حيث R_{mt} هو معدل العوائد المعياري لمؤشر السوق في اليوم t ، ε هو مقدار الخطأ مع توقع يساوي صفر وتباين محدود، بإفتراض أن ε متجانس وغير مرتبط بعائد السوق، وكذلك العائد الثابت، وليس مرتبطاً بشكل تلقائي، و يتم تقدير معلمات نموذج السوق كما يلي:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\mu}_i)(R_{mt} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}$$

$$\hat{\alpha}_i = \mu_i - \hat{\beta}_i * \hat{\mu}_m$$

$$\hat{\delta}_{\varepsilon i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i * R_{mt})^2$$

حيث:

$$\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} * \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{it}$$

$$\hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} * \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{mt}$$

✓ L_1 : طول فترة التقدير

✓ T_0 : أدنى نقطة في الفاصل الزمني لفترة التقدير.

✓ T_1 : أعلى نقطة في الفاصل الزمني لفترة التقدير.

يتم قياس العوائد الغير إعتيادية التراكمية كمحصلة العوائد الغير إعتيادية اليومية خلال فترة الحدث كما يلي:

$$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

حيث:

✓ $CAR_{i(t_1, t_2)}$: العائد الغير إعتيادي التراكمي للسهم i خلال الفترة (t_1, t_2)

✓ AR_{it} العائد الغير إعتيادي للسهم i خلال اليوم t

4. متوسط العوائد الغير إعتيادية (AAR) ومعدل العوائد الغير إعتيادية التراكمية (CAAR)

يتم قياس متوسط العوائد الغير إعتيادية لمجموع الشركات خلال فترة الحدث كما يلي:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

حيث: AAR_i متوسط العوائد الغير إعتيادية.

أما متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية فيتم قياسه كما يلي (Gupta & Roman, 2022, p. 153):

$$CAAR_{t_1, t_2} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} 1^{AR_{it}}$$

ثالثاً: إختبارات الدلالة الإحصائية

لإختبار الدلالة الإحصائية لكل من العوائد الغير إعتيادية AR والتراكمية CAR ، وكذلك متوسط

العوائد الغير إعتيادية AAR ، ومتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية $CAAR$ ، فإنه يتم حساب

الإحصاء t كما يلي (Martinez-Blasco, Serrano, Prior, & Cuadros, 2023, pp. 17-18):

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

$$t_{AR_{it}} = \frac{AR_{it}}{\delta_{AR_{it}}}$$

حيث تمثل $\delta_{AR_{it}}$ الانحراف المعياري للعوائد الغير إعتيادية الفردية خلال نافذة التقدير، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$\delta_{AR_{it}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (AR_{it} - \overline{AR_{it}})^2}{T-1}}$$

$$t_{CAR} = \frac{CAR_{t1,t2}}{\delta_{CAR}}$$

$$\delta_{CAR} = \sqrt{L * \delta_{AR}^2}$$

L: عدد الأيام خلال فترة الحدث

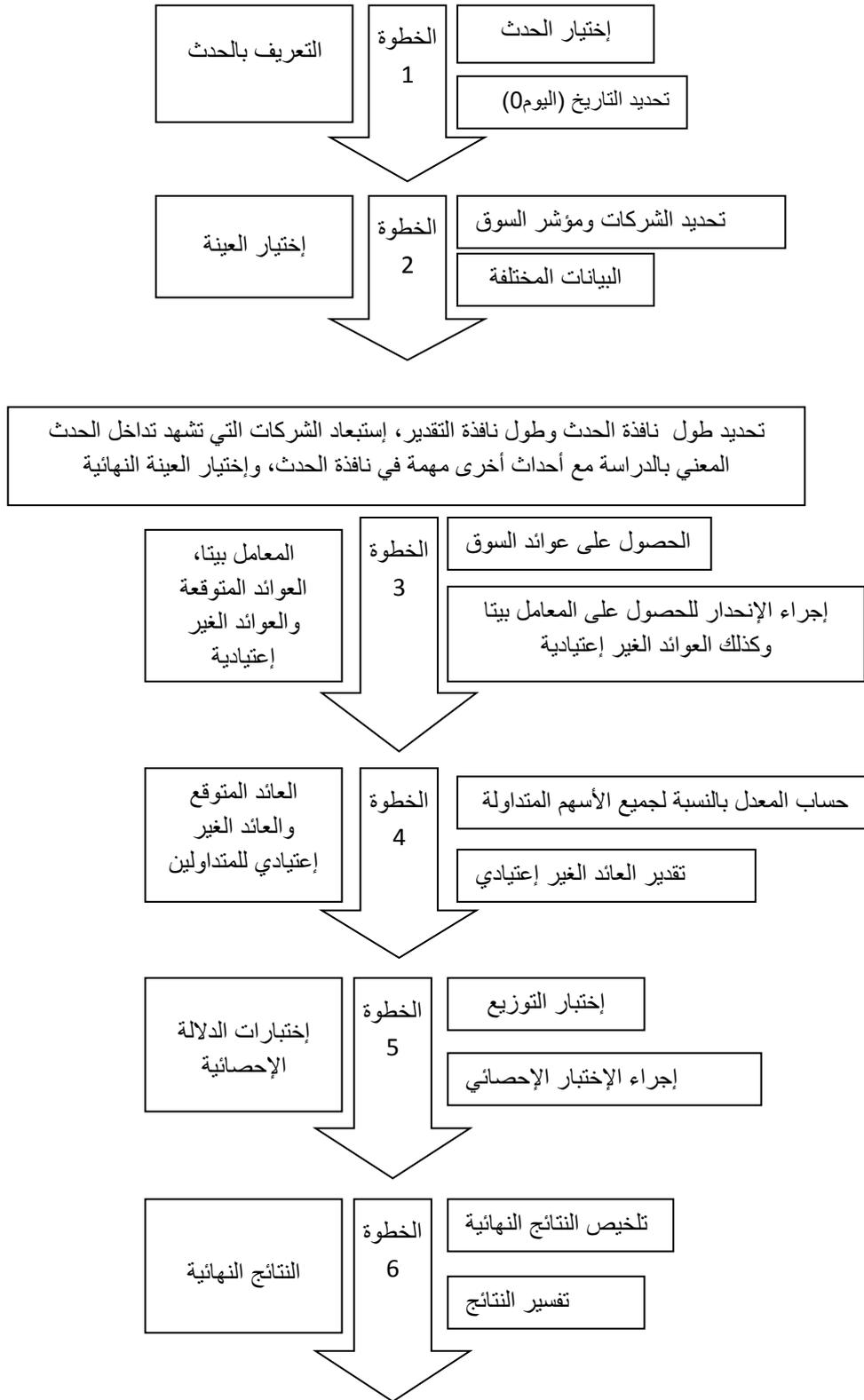
$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{\delta_{AAR}}$$

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_{t1,t2}}{\sqrt{L} \delta_{AAR}}$$

ومنه:

- ✓ إذا كانت قيمة الإحصاءة t بالقيمة المطلقة تساوي أو أكبر من 1.645 على الجهتين، فإن هناك دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 90%.
- ✓ إذا كانت قيمة الإحصاءة t بالقيمة المطلقة تساوي أو أكبر من 1.96 على الجهتين، فإن هناك دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 95%.
- ✓ إذا كانت قيمة الإحصاءة t بالقيمة المطلقة تساوي أو أكبر من 2.576 على الجهتين، فإن هناك دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 99%.

الشكل رقم (24): خطوات منهجية دراسة الحدث



المصدر: (Martinez-Blasco, Serrano, Prior, & Cuadros, 2023, p. 6)

المطلب الثالث: إختبار المتوسطين لعينتين مرتبطتين

أولاً: تعريف إختبار العينات المرتبطة

إن إختبار العينات المرتبطة أو المزدوجة هو نوع من الإختبارات الإحصائية، بحيث يستخدم لمقارنة المتوسطين لعينتين مرتبطتين، فالبيانات تكون مرتبطة لأن كل قيمة في العينة الأولى مقترنة بقيمة في العينة الثانية، فالمعلمة المستخدمة لإجراء الإستدلال تتمثل في الفرق بين متوسطي البيانات (Wilkerson, 2008, p. 2)، يكون هذا النوع من الإختبارات ذو فائدة كبيرة عندما تكون لدينا ملاحظات مزدوجة على نفس المجموعة من المفردات في نفس العينة، لكن لحالتين مختلفتين، أو في نقطتين زمنيتين مختلفتين.

ثانياً: إختبار t لعينتين مرتبطتين

إن إختبار t للعينات المرتبطة يعادل عددياً ومنطقياً إختبار t لعينة واحدة، حيث يتم إجراؤه على الفروق المرتبطة (Derrick, broad, & Toher, 2017, p. 1)، وبالتالي فهو يستخدم لمقارنة متوسطين لمجموعة من المفردات قبل وبعد تدخل معين، مثل قياس الأداء قبل وبعد برنامج محدد، ولهذا الإختبار إفتراضات لضمان دقة النتائج تتمثل في ما يلي:

- ✓ يجب أن تكون العينتين مرتبطتين، أي أن كل زوج من البيانات سواءً القبلية أو البعدية تنتمي إلى نفس العنصر أو الفرد أو وحدة التحليل.
- ✓ الفروق بين القيم تتبع التوزيع الطبيعي.
- ✓ يفترض أن الفروق بين القيم مستقلة عن بعضها البعض.

إذا لم تكن فروق القيم موزعة توزيعاً طبيعياً، فما زال بالإمكان تطبيق الإختبار t لعينتين مرتبطتين إذا تحقق أحد الشرطين التاليين (Zumbo & Jennings, 2002):

- ✓ عدد مفردات العينة أكبر أو يساوي 30 مفردة.
- ✓ إذا كان حجم التأثير والمتمثل في متوسط الفرق مقسوماً على إنحرافه المعياري أكبر تقريباً من القيمة 0.4.

فإن تعذر استخدام الإختبار t لعينتين مرتبطتين، فحينها يمكن استخدام إختبار Wilxon Signed Rank.

لحساب t لعينتين مرتبطتين يتم استخدام المعادلات التالية (Wilkerson, 2008, p. 3):

الفروق لكل زوج

$$d_i = y_i - x_i$$

متوسط الفروق حيث n عدد الأزواج

$$\bar{d} = \frac{\sum d}{n}$$

الإنحراف المعياري للفروق

$$sd = \sqrt{\frac{\sum (d_i - \bar{d})^2}{n - 1}}$$

إختبار الإحصاءة t

$$t = \frac{\bar{d}}{sd} * \sqrt{n}$$

ثالثاً: إختبار Wilxon Signed Rank لعينتين مرتبطتين

هو إختبار غير معلمي، يعتبر بديلاً لإختبار t لعينتين مرتبطتين عندما لا يتحقق شرط التوزيع الطبيعي للقيم وكذلك صغر حجم العينة عن 30 مفردة، يعتمد هذا الإختبار على ترتيب الفروق بدلاً من القيم الفعلية، الأمر الذي يجعله مناسباً للقيم التي لا تتوزع توزيعاً طبيعياً.

المبحث الثاني: دراسة الحدث

تناولنا في هذا المبحث الإطار القياسي المتبع في التحليل بالنسبة لدراسة الحدث، بالإضافة إلى استعراض النتائج التجريبية المختلفة لهذه الدراسة والتعليق عليها، ثم مناقشتها .

المطلب الأول: الإطار القياسي المتبع في التحليل

أولاً: نافذة الحدث

تم إعتبار أن يوم الحدث هو t_0 ، وهو اليوم الذي تم فيه الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ بالنسبة للشركات في كل عينة، كما تم إختيار نافذة حدث قصيرة لفحص العوائد اليومية مدتها 11 يوماً فقط، تتألف من 5 أيام قبل الحدث، و 5 أيام بعد الحدث، بالإضافة إلى يوم الحدث، وهذا لحرص الحدث وعزله عن باقي الأحداث الأخرى، والتي يمكن أن تكون لها آثار على عوائد الأسهم، وبالتالي إحتمال الحصول على نتائج دقيقة كبير جداً.

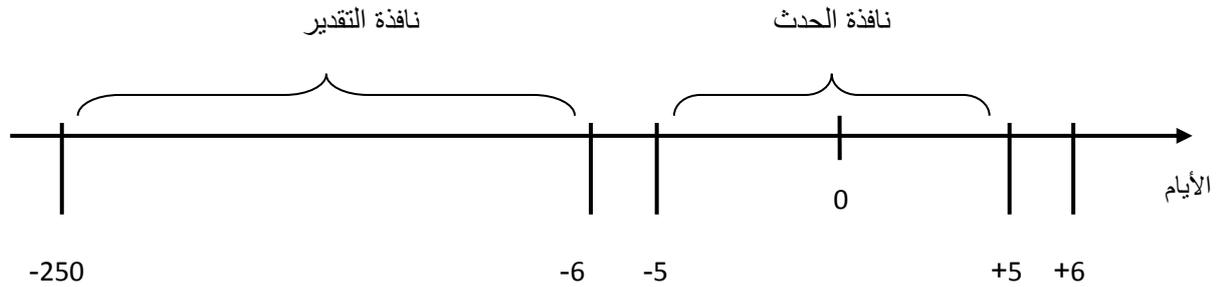
ثانياً: نافذة التقدير

يقوم نموذج السوق بالتنبؤ بالعوائد المتوقعة من خلال تحليل الإنحدار البسيط كما تم الإشارة إليه سابقاً، حيث تتم عملية تقدير عوائد الأسهم بالإعتماد على عوائد السوق خلال نافذة التقدير، وهذا بغرض تكوين علاقة نموذجية بين سعر السهم وسعر السوق ممثلة في المعاملين α و β .

تعد عملية إختيار طول نافذة التقدير المناسب في دراسات الحدث خطوة حاسمة، حيث يؤثر ذلك بشكل مباشر على دقة التقديرات، وكذلك التحليل النهائي، لذا ينبغي على الباحثين مراعاة كل من تأثيرات الأحداث السابقة وإستقرار عوائد الأسهم، توفر البيانات، بالإضافة إلى طبيعة السوق عند تحديد طول نافذة التقدير الأمثل، وهذا ما يعزز موثوقية النتائج المستخلصة من دراسة الحدث.

في هذه الدراسة، تم إختيار نافذة تقدير طولها 250 يوم، ومن خلال إنقاص 5 أيام الأولى من نافذة الحدث نتحصل على 245 يوم من التداول، وهي مدة مثلى تتيح تقديراً دقيقاً وثابتاً لعوائد الأسهم، والشكل التالي يوضح الخط الزمني لدراسة الحدث المنتهج في هذه الدراسة:

الشكل رقم (25): طول فترة التقدير وفترة الحدث



المصدر: من إعداد الباحث

ثالثاً: مؤشر السوق

حسب نموذج السوق، فإن الهدف الرئيسي من وراء إختيار وتحديد مؤشر السوق في دراسة الحدث يكمن في توفير مقياس للعوائد الفعلية المحققة في السوق خلال فترة زمنية معينة، حيث تم إختيار مؤشر S&P500 لتمثيل السوق في هذه الدراسة للأسباب التالية:

- ✓ يتكون مؤشر S&P500 من أسهم عالية السيولة، الأمر الذي يضمن أن تحركات المؤشر تعكس بدقة التوجهات السوقية دون التأثير بالتحيزات التي تطرأ نتيجة إنعدام السيولة عند تداول الأسهم الفردية.
- ✓ تعتبر البيانات التاريخية لمؤشر S&P500 متوفرة بشكل واسع، وهذا يعتبر أمراً حيوياً لتسهيل إجراء تحليلات دقيقة ومفصلة حول الأداء السوقي السابق في أي فترة زمنية.
- ✓ يستخدم هذا المؤشر بشكل واسع من قبل المحللين والمستثمرين والمتداولين حول العالم، إذ له شعبية واسعة وقبول عام يضيفان مصداقية أكبر على أية دراسة حديثة تستخدمه كمرآة للسوق.
- ✓ يشتمل هذا المؤشر على أسهم كبرى الشركات المتداولة علناً في الولايات المتحدة الأمريكية، ويغطي مجموعة واسعة من الصناعات، إذ يعد هذا التمثيل الواسع مرجعاً ممتازاً لسوق الأسهم الأمريكي بشكل عام.
- ✓ لقد أثبت هذا المؤشر فعاليته عند استخدامه في العديد من الدراسات الحديثة.

المطلب الثاني: عرض نتائج دراسة الحدث

في ظل فرضية السوق الكفوءة، فإنه من غير الممكن للمتداولين أو المستثمرين تحقيق عوائد غير إعتيادية من خلال إستعمالهم للمعلومات التاريخية أو الإحصائيات والبيانات المتاحة للعامة، أو حتى بعض المعلومات الخاصة الأخرى، لذلك فإن العوائد الغير إعتيادية اليومية ستتأرجح بين القيم الموجبة والسالبة حول يوم الحدث بمقادير طفيفة، أي بدون دلالة إحصائية، وهذا راجع لعدم وجود معلومات جديدة من شأنها أن تؤثر على هذه الأخيرة، أو وجود معلومات غير مؤثرة من الأساس، أما إذا حصل المتداولين والمستثمرين على معلومات مؤثرة قبل الحدث من مصادر خاصة، أو عند لحظة الإعلان عن تلك المعلومات، فستحدث عندئذ حركة بارزة في قيم العوائد الغير إعتيادية اليومية المحققة، حيث يمكن أن تكون هذه الأخيرة إيجابية أو سلبية.

أولاً: العوائد الغير إعتيادية الفردية (AR)

تم حساب العوائد الغير إعتيادية اليومية خلال فترة الحدث لكل الأسهم الخمسين الخاصة بكل عينة، بالإضافة إلى فحص الدلالة الإحصائية عند مستوى ثقة 95%، 99%، وهما المستويين اللذين يستدل بهما كثيراً في بحوث من هكذا نوع، حيث يتم إعتبار الدلالة الإحصائية عند مستوى ثقة 90% غير كافية، وإنطلاقاً من ذلك كانت النتائج كما توضحه الجداول التالية:

الجدول رقم (15): نسب العوائد الغير إعتيادية اليومية AR للشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة

t+5	t+4	t+3	t+2	t+1	t0	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	رمز السهم	الترتيب
AR(+5)	AR(+4)	AR(+3)	AR(+2)	AR(+1)	AR(0)	AR(-1)	AR(-2)	AR(-3)	AR(-4)	AR(-5)		
0.2	1.31	-0.81	0.34	-0.12	17.42***	-0.17	-0.9	-0.03	-0.82	-0.96	SIG	1
-0.03	0.03	0.1	0.17	-0.39	1.38	-0.2	-0.7	1.53	-0.6	-0.22	MOS	2
-1.79	-2.31	-1.5	0.6	4.76**	-0.45	-0.95	-0.75	-0.89	-1.01	0.6	EVRI	3
0.2	-0.43	1.23	0.39	4.49***	2.59	-1.82	-1.32	-1.68	-0.26	1.49	WEX	4
-2.12**	-0.31	-0.78	0.13	-1.27	0.72	-0.03	-0.89	-0.45	-0.05	1.07	PAA	5
0.1	1.16	3.65***	0.09	0.92	0.28	0.48	1.18	-0.71	-2.28	-0.64	EMN	6
-1.01	1.06	0.96	-1.92	-2.86**	1.6	1.64	0.98	-0.12	-2.17	-0.65	WPZ	7
1.35	-1.16	-0.23	2.02	5.10***	-2.41	-2.25	-2.12	1.34	-0.99	0.79	EBS	8
-1.93	5.55***	0.4	2.13	1.87	-0.15	0.7	1	0.03	-0.31	0.57	BKD	9
-4.62	6.52***	4.99**	-1.54	2.02	-0.06	-1.97	-2.05	-2.15	-1.08	-1.35	LYTS	10
-0.44	1.30	0.09	0.15	-0.26	0.27	0.22	1.61	1.41	0.65	0.3	MAT	11
4.96	2.79	-8.76***	-7.91***	7.16**	-17.13***	-2.56	-2.86	2.96	1.28	-0.29	CPE	12
2.22	-0.46	-2.48	-1.06	-15.79***	-4.68	-0.72	-2.95	-2.46	3.95	5.06	GKOS	13
1.33	-2.71**	-6.19***	1.18	3.5***	2.03	0.14	0.14	-1.45	-2.06	-1.92	OXY	14
-1.63	-0.43	5.01	-5.49	2.19	14.81***	-0.56	4.14	3.94	5.53	-13.03***	ENDPQ	15
-0.42	-1.84**	0.34	-0.51	1.77**	-3.14***	-1.07	-1.38	-1.94**	-1.59**	0.08	MAA	16
-0.03	1.21	-0.61	-2.04	-0.04	1.03	-1.79	1.5	1.31	-3.2	0.44	HCI	17
-1.35	1.18	2.04	-1.53	-0.68	-0.7	0.14	-0.42	0.03	-0.96	-0.45	PXD	18

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

-0.88	-0.74	1.39	-0.73	-0.11	1.43	0.43	0.46	0.46	-0.01	-0.18	EXC	19
0.58	1.36	1.25	-1.2	-1.4	1.82	-1.09	1.8	-2.56	-0.58	1.66	EBF	20
-0.57	0.59	-0.49	-1.34	1.99	-3.59**	-0.83	-0.26	-0.63	-0.05	0.94	ALK	21
2.81	0.34	3.6	3.43	-0.82	-6.69	2.08	0.35	-3.95	0.46	-2.01	RIG	22
0.05	-1.55	-0.3	-1.04	1.68	2.76	0.36	-0.75	-1.97	-0.14	-2.17	AQN	23
0.20	-1.51	-1.39	2.28	-0.43	-0.53	-1.08	-1.77	3.02	-1.21	-2.26	PRMW	24
0.92	-0.97	2.72	3.93***	5.25***	0.17	1.15	0.97	-1.51	0.17	-0.88	ADEA	25
1.63	-0.66	-0.08	1.15	1.86	-2.92**	1.11	0.66	0.83	1.22	1.92	CUZ	26
-0.15	2.14	1.47	1.42	0.79	0.68	-0.94	0.52	0.59	0.31	-0.31	D	27
-0.7	0.13	0.42	-0.35	0.14	0.43	-0.69	0.46	-0.62	1.73	-5.69***	SPLP	28
-1.65	-2.92	-3.43	-3.73	2.91	-16.64***	0.40	0.92	0.53	0.27	-1.95	MPLX	29
-2.02	2.03	-0.86	1.37	1.37	2.4	1.96	-0.5	1.32	-2	0.57	DIOD	30
-1.22	2.05	-3.83	-0.97	3.73	-14.87***	2.77	-6.69	-1.43	4.69	-13.32***	AG	31
-3.29**	0.2	0.75	-1.22	1.12	-0.94	0.1	0.53	1.93	2.88**	-0.26	IRT	32
-0.06	1.59	-1.57	4.16**	-0.77	6.63***	-2.11	-0.81	0.34	1.99	-1.06	WLL2	33
0.39	-6.55	-3.74	-7.99	7.48	8.13	2.71	2.8	2.16	0.82	-0.88	CEIX	34
0.95	0.14	-0.38	-1.75	5.49**	-0.52	1.13	2.46	3.01	2.16	3.6	SPWH	35
-0.65	-0.03	0.25	0.39	-0.3	0.62	0.71	-1.37**	-0.65	-1.02	-0.43	T	36
0.87	-0.72	1.62	1.83	2.09	2.39	3.15	-0.08	0.69	-0.01	1.63	ULH	37
1.55	5.85	-5.26	-2.58	-4.72	4.41	-2.45	-6.63	-0.07	6.5	-3.76	CRK	38
-0.97	-0.11	0	-0.15	-1.48	0.4	-0.19	0.10	0.32	0.11	-0.28	TRC	39
0.19	-6.9	0.93	-2.86	2.91	3.2	-4.98	0.38	4.01	5.47	6.45	BELFA	40
0.98	0.66	-1.31	0.22	-0.32	-2.55	-0.4	0.77	0.89	0.41	-0.54	PARA	41
-0.04	1.66	0.84	-1.36	1.87	-1.08	0.5	-0.51	1.87	-0.34	1.11	DASTY	42
-1.78	-0.5	2.13**	0.47	2.17**	0.26	0.9	0.85	0.41	-1.52	4.4***	PRNDY	43

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

-1.16	-0.49	-1.39	-1.51	-5.68***	14.53***	-2.52	-0.7	0.87	0.11	-1.63	ORB	44
1.57	3.59***	0.87	-0.8	3.06**	-11.28***	1.45	-0.82	-0.26	0.01	0.58	ZBRA	45
1.42	0.05	-0.64	-0.34	0.39	5.97***	0.57	-0.82	-0.64	3.20**	-0.95	MTX	46
-0.02	-0.8	0.52	0.73	1.2	2.07**	1.8	-1.37	-0.32	0.9	0.28	NLSN	47
-0.13	0.3	-0.07	1.11	-0.79	-3.28***	0.2	0.86	-0.65	-0.79	-1.21	ESS	48
-1.26	-7**	-0.95	1.43	5.65	2.87	-1.36	5.04	3.28	-2.93	0.63	ANW	49
0.29	0.54	-0.12	-1.07	0.14	-0.32	-0.47	0.52	0.13	0.93	0.57	BPY	50

** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.05$ ، *** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.01$

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات Excel و Eviews

من خلال الجدول رقم (15) نلاحظ أنه من بين الشركات الخمسين التي إندمجت أو إستحوذت على شركات مدرجة في البورصة، حصل سهم شركة Signet Jewelers Limited على العوائد الغير إعتيادية الأكثر إيجابية بنسبة قدرت بـ 17.42% في اليوم t0 بمستوى دلالة 1%، ويأتي في المرتبة الثانية سهم شركة Endo International بعوائد غير إعتيادية موجبة قدرت بـ 14.81% خلال اليوم t0 وبمستوى دلالة 1%، أما سهم شركة Orbital Sciences فقد جاء في المرتبة الثالثة بعوائد غير إعتيادية إيجابية قدرت بـ 14.53% عند اليوم t0 وبمستوى دلالة 1%، في المقابل فقد حقق سهم شركة Callon Petroleum العوائد الغير إعتيادية الأكثر سلبية والتي قدرت بـ -17.13% عند اليوم t0 وبمستوى دلالة 1%، أما سهم شركة MplxLp فقد حقق المرتبة الثانية من حيث العوائد الغير إعتيادية السلبية بنسبة -16.64%، عند اليوم t0 وبمستوى دلالة 1%، وفي المرتبة الثالثة جاء سهم شركة Glaukos بنسبة عوائد غير إعتيادية سلبية مقدارها -15.79% عند اليوم t+1 وبمستوى دلالة 1%.

نلاحظ من خلال هذا الجدول كذلك أن عدد أسهم الشركات التي كانت لها إستجابة ذات مدلول إحصائي اتجاه الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ مهما كان اتجاه هذا الأثر، فقد كان واحد وثلاثين سهماً من بين إجمالي الخمسين سهماً، أي بنسبة قدرت بـ 62%، فيما لم يكن للأسهم التسعة عشر المتبقية أي رد فعل يُذكر ذو مدلول إحصائي اتجاه هذا الإعلان.

في المقابل نجد أن هناك 7 شركات قد حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية ذات دلالة إحصائية مضطربة القيمة بين السالب والموجب، أما الشركات المتبقية الأخرى فقد حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية ذات دلالة إحصائية في اتجاه واحد، إما موجبة فقط، أو سالبة فقط، حتى وإن حققت نتائج دالة إحصائياً أكثر من مرة خلال فترة الحدث، وهذا بواقع 13 سهماً سجلت إستجابة موجبة، 11 سهماً سجلت إستجابة سالبة.

الجدول رقم (16): نسب العوائد الغير إعتيادية AR اليومية للشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة

t+5	t+4	t+3	t+2	t+1	t0	t-1	t-2	t-3	t-4	t-5	رمز السهم	ترتيب
AR(+5)	AR(+4)	AR(+3)	AR(+2)	AR(+1)	AR(0)	AR(-1)	AR(-2)	AR(-3)	AR(-4)	AR(-5)		
-0.86	-0.33	-3.57**	-0.67	-7.04***	-0.71	0.34	1.48	-0.61	-0.73	-0.72	ATRC	1
-0.11	0.99	1.46	-0.37	1.72	0.23	-1.29	-0.9	0.1	2.21	-0.63	HTLD	2
-6.32**	-3.12	2.31	0.55	0.95	3.87	2.41	2.36	0.41	2.69	-1.82	BOOT	3
0.16	1.55	1.24	0.21	2.9	0.7	-1.55	0.24	-0.95	3.13	-1.69	HAIN	4
-3.44	-6.37	3.96	0.98	0.17	8.89	-7.41	0.17	-2.38	-4.61	-1.69	CRON	5
-0.8	0.07	1.01	-0.15	-0.63	0.25	-0.81	-2.02	-1.62	0.35	-0.16	BKIN	6
-1.65	4.72	-2.93	-3.64	1.84	-3.99	1.37	2	0.84	0.36	-2.39	EAST	7
0.78	-1.14	-0.68	2.08	2.06	0.5	0.48	-1.23	-0.75	0.36	0.81	LDSR	8
-0.45	-2.23	0.12	-1.69	7.51***	1.3	0.6	0.66	1.9	-0.99	2.75	CVGI	9
-2.45	-0.7	2.25	-10.49***	0.25	-2.01	0.07	-1.31	3.18	-8.63***	0.14	AINC	10
0.43	2.33	1.95	1.34	2.56	-1.47	0.35	0.51	1.78	-0.38	1.2	CVLT	11
-0.63	16.4***	-7.88	-2.93	-4.79	3.78	-11.3***	-6.27	-6.42	-5.73	2.45	LIQT	12
-0.05	-0.89	0.38	-0.28	0.31	0.73	-1.11	0.21	0.4	0.25	0.57	CVS	13
-1.31	0.28	-0.29	0.77	-0.28	0.96	0.43	0.82	-0.5	0.6	0.31	CALM	14
0.98	1.66	0.2	1.24	-0.29	0.44	-0.42	1.34	0.14	0.38	1.63	BH	15
1.08	2.82	1.48	0.21	-0.29	7.27**	2.15	-1.51	-0.07	4.3	0.87	LFVN	16
0.16	-0.11	-0.2	0.31	-0.08	-0.97	1.08	1.31	-1.23	0.11	0.18	HSH	17
1.09	0.55	-0.38	-3.92**	-2.16	1.43	-5.61***	-5.85***	1.66	7.16***	3.21**	SYX	18

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

0.24	1.5	0.67	0.38	-5.6***	0.18	1.51	0.84	1.75	2.67**	-1.13	BTE	19
13.54***	0.75	0.13	-0.65	6.1**	2.23	-1.76	-0.04	-1.11	-0.8	1.56	PDO	20
0.93	1.57	1.31	-0.65	-0.93	1.16	-2.12	-0.19	0.44	0.62	-1.25	TOO	21
4.69	-2.32	1.55	-4.66	0.3	3.36	-0.58	6.8	4.11	-1.2	-0.33	TEAR	22
-5.13	-1.92	-7.32	0.3	3.57	-16.7***	-2.23	0.32	-0.31	-1.49	0.73	KOOL	23
-0.98	0.2	0.72	-1.23	0.53	1.59	-1.08	1.09	-1.9	-0.26	-2.02	CPIX	24
0	-1.39	0.46	0.09	4.48***	2.36	-1.04	-0.51	-2.11	0.44	0.57	COLM	25
0.82	-0.19	-0.48	2.4	-1.74	-0.76	-1.26	-2.08	0.76	-0.2	-2.17	CMP	26
1.65	1.52	1.37	-2.97	-2.33	-2.64	-0.62	0.93	-0.49	-1.33	-0.33	FOR	27
-0.21	-0.41	0.78	-0.6	1.86	0.1	-0.07	-1.12	-0.2	-0.53	-0.23	EQR	28
0.49	-0.98	-0.06	1.43	0.8	4.42***	-0.32	-0.41	0.15	0.48	-0.45	STWD	29
0.02	1.06	2.17	-1.6	-2.5**	0.31	-0.4	1.01	-2.14	-0.15	0.26	WY	30
-0.91	-0.16	-1.58	0.76	0.34	0.3	-1.37	-1.71	-0.09	-0.09	0.67	GLPI	31
-11.84	-4.06	-4.43	-8.86	-7.19	3.23	-7.91	4.98	2.75	3.69	-3.53	LIVE	32
-0.65	1.46	-0.61	0.27	-1.54	-1.67	-0.19	-1.27	2.07	0.81	-0.07	SWFT	33
-0.62	1.2	0.61	0.78	19.02***	0.28	-0.44	0.21	-0.68	0.2	0.49	HTLD	34
1.47	-0.22	1.91	0.15	1.67	1.18	0.82	0.59	-1.58	-4.15**	2.65	RRTS	35
-0.92	-2.48	0.98	-2.57	6.9***	0.9	0.75	-1.48	0.29	2.53	2.08	BYD	36
1.41	-3.11	1.49	-1.53	0.48	0.33	0.79	-1.27	-1.13	-1.85	1.45	ALSK	37
0.24	1.95	2.86	-1.78	-0.87	-0.86	0.52	-2.76	0.03	0.54	0.98	AMCX	38
1.04	-1.95	2.29	-3.34	1.62	-3.06	-0.92	0.35	-0.03	-0.39	0.4	QUAD	39
-2.07	1.44	-1.35	-2.71***	0.08	0.06	1.75	-0.42	0.26	-0.94	0.58	OMC	40
-2.09	0.43	-1.91	4.17	0.46	7.55***	-0.64	0.38	0.81	0.33	-0.8	ACTG	41
-2.15	-1.41	-3.55	1.59	-4.15	-2.18	0.65	4.28	4.59	1.69	1.75	BHC	42
-10.78	0.46	35.61***	-16.91	2.25	-1.42	-3.11	2.74	4.28	2.54	-2.84	SGBX	43

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

-0.67	0.31	0.64	-1.61	0.95	2.05	4.71	1.71	2.07	1.33	1.82	MODN	44
3.16	-0.04	-0.41	-0.98	2.53	1.93	-0.13	1.34	1.64	2.31	-1.72	ASX	45
-3.12	-0.53	-0.25	-0.88	2.72	-7.23	-1.03	1.38	0.54	-0.27	-2.21	ELLO	46
0.47	-2.13	1.07	-0.94	1.07	-3.06	-0.12	0.05	-0.73	1.78	0.28	ZBH	47
-0.49	-0.57	-0.69	-1.48	-0.01	-1.81	0.08	2.37	3.45	1.12	1.14	THS	48
-1.07	-2.27	3.82	5.98	-1.75	0.93	-1.05	-2.52	-1	0.1	6.67	CETX	49
-0.69	-2.29	-1.22	-1.36	2.88	3.76	1.5	0.41	-8.87***	1.82	-0.95	BAND	50

** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.05$ ، *** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.01$

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات Excel و Eviews

يتضح من خلال الجدول رقم (16) أنه من بين أسهم الشركات الخمسين التي إندمجت أو إستحوذت على شركات غير مدرجة في البورصة، فقد حصل سهم شركة SG Blocks على العوائد الغير إعتيادية الأكثر إيجابية بنسبة قدرت بـ 35.61%، وهذا في اليوم t+3 وبمستوى دلالة 1%، ويأتي في المرتبة الثانية سهم شركة Heartland Express بعوائد غير إعتيادية موجبة قدرت بـ 19.02% خلال اليوم t+1 وبمستوى دلالة 1%، أما سهم شركة LiqTech International فقد جاء في المرتبة الثالثة بعوائد غير إعتيادية إيجابية قدرت بـ 16.4% عند اليوم t+4 وبمستوى دلالة 1%، في المقابل فقد حقق سهم شركة ThermoGenesis Corp العوائد الغير إعتيادية الأكثر سلبية والتي قدرت بـ 16.7% عند اليوم t0 وبمستوى دلالة 1%، أما سهم شركة LiqTech International فقد حقق كذلك المرتبة الثانية من حيث العوائد الغير إعتيادية السلبية بنسبة قدرت بـ 11.3% عند اليوم t-1 وبمستوى دلالة 1%، وفي المرتبة الثالثة جاء سهم شركة Ashford بنسبة عوائد غير إعتيادية سلبية مقدارها 10.49% عند اليوم t+2 وبمستوى دلالة 1%.

من خلال نفس الجدول نلاحظ أن عدد أسهم الشركات التي كانت لها إستجابة ذات دلالة إحصائية اتجه الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ كان عشرين سهماً من بين إجمالي الخمسين سهماً، أي بنسبة قدرت بـ 40%، فيما لم يكن للأسهم الثلاثين المتبقية أي رد فعل يُذكر ذو مدلول إحصائي اتجه هذا الإعلان.

في المقابل نجد أن هناك 3 شركات من بين العشرين شركة قد حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية ذات دلالة إحصائية مضطربة القيمة بين السالب والموجب، أما الشركات الأخرى التي حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية ذات دلالة إحصائية فقد كانت في إتجاه واحد، إما موجبة فقط، أو سالبة فقط، حتى وإن حققت نتائج دالة إحصائياً أكثر من مرة خلال فترة الحدث، وهذا بواقع 9 أسهم سجلت إستجابة موجبة، و8 أسهم سجلت إستجابة سالبة.

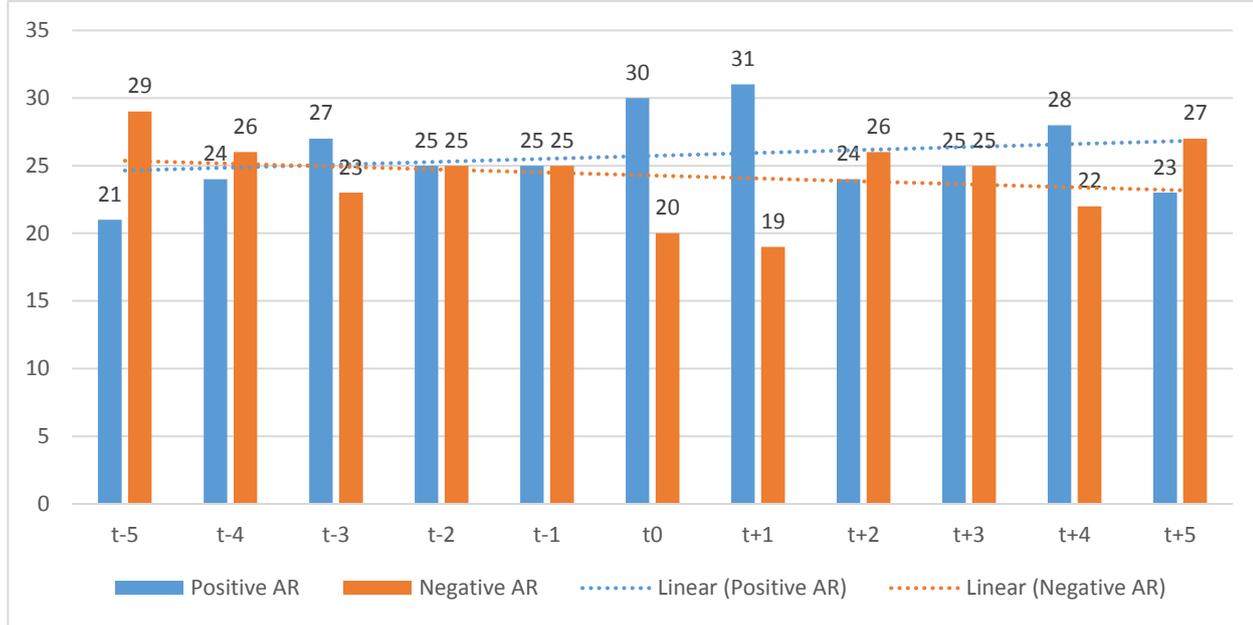
الجدول رقم (17): عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية AR ذات دلالة إحصائية في كلا العينتين خلال فترة الحدث

الشركة المستهدفة غير مدرجة		الشركة المستهدفة مدرجة		الفترة
1%	5%	1%	5%	
0	1	3	1	t-5
2	2	0	3	t-4
1	0	0	1	t-3
1	0	0	1	t-2
2	0	0	0	t-1
3	1	11	3	t0
6	2	6	7	t+1
2	1	2	1	t+2
1	1	3	2	t+3
1	0	3	3	t+4
1	1	0	2	t+5

المصدر: من إعداد الباحث

يتضح من خلال الجدول رقم (17) أن العوائد الغير إعتيادية ذات الدلالة الإحصائية الخاصة بأسهم الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة كانت بصورة أكبر في اليوم t0، أي في يوم الحدث مباشرة، وهو اليوم الذي تم فيه الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ لأول مرة لوسائل الإعلام والجمهور، بالإضافة إلى اليوم اللاحق ليوم الإعلان، بالمقابل فإن أكثر يوم من حيث عدد الإستجابات ذات الدلالة الإحصائية الخاصة بالعوائد الغير إعتيادية لأسهم الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة كان في اليوم t+1، أي في اليوم اللاحق للإعلان مباشرة.

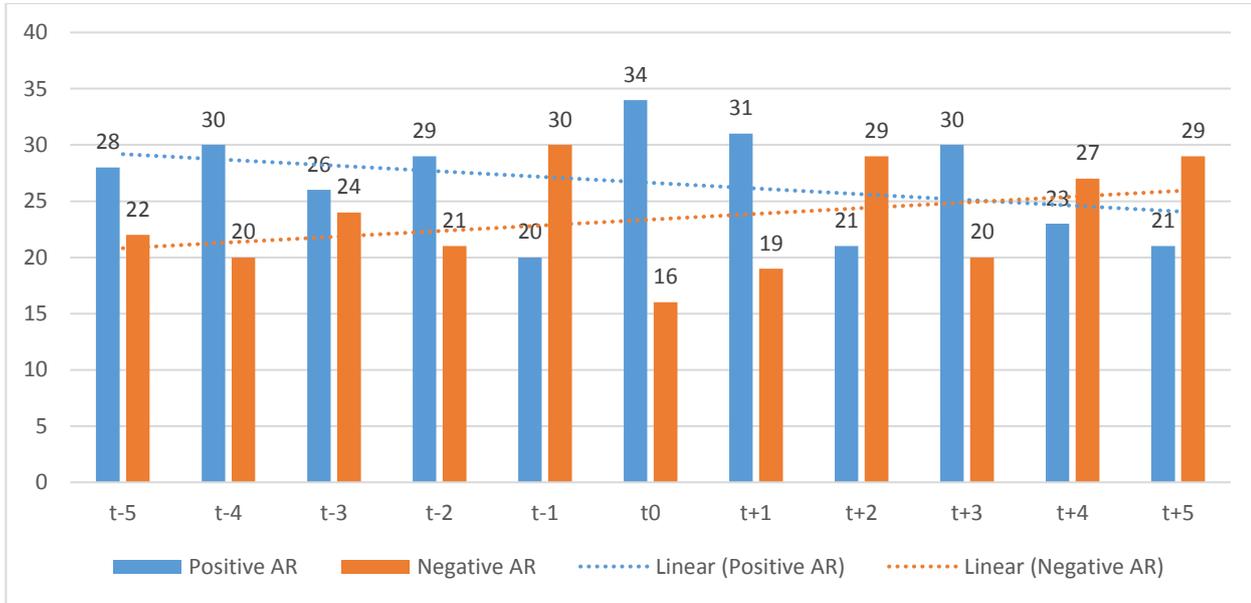
الشكل رقم (26): عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية AR إيجابية وسلبية (عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة)



المصدر: من إعداد الباحث

يوضح الشكل رقم (26) عدد أسهم الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة خلال صفقات الإندماج والإستحواذ والتي حققت عوائد غير إعتيادية إيجابية مقابل تلك التي حققت عوائد غير إعتيادية سلبية لكل يوم من فترة الحدث، حيث نلاحظ أن عدد الأسهم التي حققت عوائد إيجابية خلال هذه الفترة، كان له اتجاهاً صاعداً بشكل متقطع على فترات، من t-5 إلى t-3، ومن t-1 إلى t+1، ثم من t+2 إلى t+4، حيث كان يتراجع عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية موجبة عند بداية كل فترة من الفترات السابقة، أما في ما يخص عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية سالبة، فقد كان اتجاهه نازلاً خلال فترات، من t-5 إلى t-3، ومن t-1 إلى t+1، ثم من t+2 إلى t+4، وفي بداية كل فترة كان يزداد عدد هذه الأسهم.

الشكل رقم (27): عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية AR إيجابية وسلبية (عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة)



المصدر: من إعداد الباحث

يوضح الشكل رقم (27) عدد أسهم الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة، والتي حققت عوائد غير إعتيادية إيجابية مقابل تلك التي حققت عوائد غير إعتيادية سلبية لكل يوم من فترة الحدث، حيث نلاحظ أن عدد الأسهم التي حققت عوائد إيجابية خلال هذه الفترة، كان له اتجاه متذبذب، من t-5 إلى t-1، ثم شهد عدد هذه الأسهم منحى نازلاً على فترتين، الأولى من t0 إلى t+2، والفترة الثانية من t+3 إلى t+5، حيث كان يزداد عدد تلك الأسهم عند بداية كل فترة من الفترتين السابقتين، أما في ما يخص عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية سالبة، فقد كان اتجاهه متذبذب من t-5 إلى t-1، ثم شهد عدد هذه الأسهم منحى صاعد على فترتين، الأولى من t0 إلى t+2، والفترة الثانية من t+3 إلى t+5، حيث كان يتناقص عدد تلك الأسهم عند بداية كل فترة من الفترتين السابقتين.

ثانياً: العوائد غير إعتيادية التراكمية الفردية (CAR)

بعد حساب العوائد غير إعتيادية لأسهم الشركات لكل عينة، تم حساب العوائد غير إعتيادية التراكمية لهذه الأسهم خلال نافذة التقدير، حيث كانت النتائج كما يوضحه الجدول رقم (18) والجدول رقم (19).

الجدول رقم (18): نسب العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAR للشركات التي إستهدفت شركات مدرجة

CAR(-5,+5)	CAR(-5,+4)	CAR(-5,+3)	CAR(-5,+2)	CAR(-5,+1)	CAR(-5,0)	CAR(-5,-1)	CAR(-5,-2)	CAR(-5,-3)	CAR(-5,-4)	رمز السهم	الترتيب
15,49***	15,29***	13,97***	14,78***	14,44***	14,56***	-2,87	-2,70	-1,80	-1,78	SIG	1
1,08	1,11	1,08	0,98	0,81	1,20	-0,19	0,01	0,71	-0,82	MOS	2
-3,69	-1,903	0,41	1,91	1,31	-3,45	-3,00	-2,05	-1,30	-0,41	EVRI	3
4,88	4,69	5,12	3,89	3,50	-0,99	-3,58	-1,7	-0,45	1,23	WEX	4
-3,98	-1,85	-1,55	-0,76	-0,90	0,37	-0,35	-0,32	0,57	1,02	PAA	5
4,24	4,14	2,98	-0,67	-0,76	-1,68	-1,96	-2,45	-3,63	-2,91	EMN	6
-2,48	-1,47	-2,53	-3,49	-1,57	1,29	-0,32	-1,96	-2,94	-2,81	WPZ	7
1,42	0,08	1,24	1,47	-0,56	-5,65	-3,24	-0,98	1,14	-0,20	EBS	8
9,86**	11,79***	6,24	5,84	3,71	1,83	1,98	1,29	0,29	0,26	BKD	9
-1,33	3,34	-3,18	-8,17	-6,63	-8,66	-8,59	-6,63	-4,57	-2,42	LYTS	10
5,31	5,75	4,45	4,36	4,21	4,47	4,20	3,98	2,37	0,96	MAT	11
-20,36**	-25,32***	-28,12***	-19,36**	-11,45	-18,61***	-1,47	1,09	3,95	1,00	CPE	12
-19,36	-21,58**	-21,12**	-18,64**	-17,58**	-1,79	2,89	3,60	6,55	9,01**	GKOS	13
-6,00	-7,33	-4,62	1,57	0,39	-3,11	-5,15	-5,29**	-5,43**	-3,98**	OXY	14
14,46	16,10	16,53	11,52	17,01	14,82	0,01	0,57	-3,56	-7,50	ENDPQ	15
-9,70***	-9,27***	-7,43***	-7,77***	-7,26***	-9,03***	-5,90***	-4,83***	-3,44**	-1,51	MAA	16
-2,23	-2,20	-3,41	-2,79	-0,75	-0,71	-1,74	0,05	-1,45	-2,76	HCI	17
-2,71	-1,35	-2,53	-4,57	-3,04	-2,36	-1,66	-1,80	-1,38	-1,42	PXD	18
1,57	2,45	3,19	1,80	2,53	2,64	1,16	0,73	0,27	-0,19	EXC	19
1,62	1,05	-0,31	-1,55	-0,35	1,05	-0,77	0,32	-1,48	1,08	EBF	20

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

-4,24	-3,67	-4,27	-3,78	-2,44	-4,43	-0,84	0,00	0,26	0,89	ALK	21
-0,41	-3,22	-3,56	-7,16	-10,59	-9,77	-3,07	-5,16	-5,50	-1,55	RIG	22
-3,07	-3,12	-1,57	-1,27	-0,23	-1,91	-4,67	-5,02	-4,27	-2,30	AQN	23
-4,69	-4,89	-3,38	-1,99	-4,27	-3,84	-3,31	-2,23	-0,46	-3,47	PRMW	24
11,90**	10,99**	11,96***	9,24**	5,31	0,07	-0,10	-1,25	-2,22	-0,71	ADEA	25
6,71	5,08	5,74	5,81	4,67	2,81	5,73**	4,63	3,97	3,14	CUZ	26
6,53**	6,68**	4,54	3,07	1,65	0,86	0,18	1,11	0,59	0,00	D	27
-4,74	-4,04	-4,16	-4,59	-4,23	-4,37	-4,81**	-4,12**	-4,58***	-3,96***	SPLP	28
-25,28***	-23,64***	-20,72***	-17,29***	-13,55**	-16,47***	0,18	-0,22	-1,15	-1,68	MPLX	29
5,64	7,66	5,63	6,49	5,12	3,75	1,35	-0,62	-0,11	-1,43	DIOD	30
-29,09**	-27,8**	-29,91**	-26,08**	-25,11**	-28,84***	-13,97	-16,75**	-10,06	-8,63	AG	31
1,77	5,07	4,87	4,12	5,35	4,23	5,17	5,08	4,55	2,62	IRT	32
8,33	8,39	6,79	8,36	4,20	4,98	-1,65	0,46	1,27	0,93	WLL2	33
5,35	4,96	11,50	15,24	23,23	15,75	7,62	4,91	2,11	-0,06	CEIX	34
16,30	15,35	15,21	15,59**	17,34**	11,85	12,36**	11,23**	8,76	5,76	SPWH	35
-2,48	-1,83	-1,80	-2,05	-2,44	-2,14	-2,76	-3,47***	-2,10	-1,45	T	36
13,45	12,58	13,30	11,68	9,85	7,76	5,37	2,23	2,31	1,62	ULH	37
-7,15	-8,70	-14,55	-9,28	-6,70	-1,99	-6,40	-3,95	2,68	2,74	CRK	38
-2,24	-1,28	-1,17	-1,17	-1,02	0,47	0,06	0,25	0,14	-0,17	TRC	39
8,80	8,61	15,51	14,59	17,44	14,54	11,34	16,32	15,94	11,92	BELFA	40
-1,18	-2,17	-2,82	-1,51	-1,74	-1,42	1,14	1,53	0,77	-0,12	PARA	41
4,53	4,57	2,91	2,07	3,43	1,57	2,64	2,14	2,65	0,77	DASTY	42
7,80**	9,58***	10,07***	7,94***	7,47***	5,30**	5,05**	4,15**	3,30	2,89**	PRNDY	43
-1,31	-0,15	0,34	1,74	3,24	8,92***	-5,61	-3,09	-2,39	-1,52	ORB	44
-2,03	-3,61	-7,19	-8,07**	-7,27**	-10,32***	0,96	-0,49	0,32	0,59	ZBRA	45
8,21	6,79	6,74	7,38**	7,72**	7,33**	1,35	0,79	1,61	2,25	MTX	46
4,98	5,00	5,80	5,28	4,55	3,35	1,28	-0,51	0,86	1,18	NLSN	47

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

-4,44	-4,31	-4,61	-4,54	-5,65**	-4,86**	-1,58	-1,78	-2,65	-2,00	ESS	48
4,15	5,41	12,41	13,37	11,93	6,28	3,41	4,77	-0,28	-3,56	ANW	49
1,14	0,85	0,31	0,43	1,50	1,37	1,69	2,16	1,63	1,50	BPY	50

** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.05$ ، *** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.01$

المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ من خلال الجدول رقم (18) أن 19 شركة من بين الخمسين شركة المنتمية لهذه العينة قد حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية سالبة أو موجبة خلال نافذة الحدث، كما أن من بين هذه الشركات نجد أن 9 شركات قد حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية قبل يوم الحدث، إستمرت 5 شركات منها في تحقيق هذه العوائد بينما الشركات الأخرى قد قام السوق بتصحيح أسعار أسهمها قبل يوم الحدث.

يتضح من خلال الجدول كذلك أنه من بين الشركات الـ 19 التي حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية، نجد أن 9 شركات قد حققت عوائد موجبة، أما الشركات الـ 10 الأخرى فقد حققت عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة، وهذا عند إحتساب إشارة آخر قيمة للعوائد التراكمية المحققة في حالة الشركات التي شهدت أسهمها تحقيق عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية أكثر من مرة خلال نافذة الحدث.

الجدول رقم (19): نسب العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAR للشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة

رمز الشركة	رمز السهم	CAR(-5,-4)	CAR(-5,-3)	CAR(-5,-2)	CAR(-5,-1)	CAR(-5,0)	CAR(-5,+1)	CAR(-5,+2)	CAR(-5,+3)	CAR(-5,+4)	CAR(-5,+5)
1	ATRC	-1,46	-2,06	-0,58	-0,24	-0,96	-8,00	-8,67	-12,24**	-12,56**	-13,43**
2	HTLD	1,58	1,67	0,78	-0,51	-0,28	1,44	1,06	2,52	3,51	3,40
3	BOOT	0,87	1,29%	3,65	6,06	9,93	10,89	11,44	13,75	10,63	4,31
4	HAIN	1,44	0,49	0,73	-0,82	-0,12	2,78	2,99	4,23	5,78	5,93
5	CRON	-6,30	-8,68	-8,51	-15,92	-7,03	-6,86	-5,88	-1,92	-8,29	-11,73
6	BKIN	0,19	-1,43	-3,45	-4,26	-4,01	-4,64	-4,79	-3,78	-3,71	-4,51
7	EAST	-2,02	-1,18	0,82	2,19	-1,80	0,05	-3,60	-6,53	-1,80	-3,46
8	LDSR	1,17	0,41	-0,82	-0,33	0,17	2,23	4,32	3,64	2,50	3,28
9	CVGI	1,76	3,66	4,32	4,92	6,22	13,73**	12,04	12,16	9,93	9,48
10	AINC	-8,49	-5,31	-6,62	-6,55	-8,56	-8,31	-18,80**	-16,56	-17,25	-19,71
11	CVLT	0,82	2,60	3,11	3,46	1,99	4,56	5,89	7,85	10,18	10,60
12	LIQT	-3,28	-9,70	-15,96	-27,26***	-23,49**	-28,28***	-31,21***	-39,09***	-22,69	-23,32
13	CVS	0,82	1,22	1,42	0,32	1,05	1,36	1,08	1,46	0,57	0,52
14	CALM	0,92	0,41	1,23	1,66	2,61	2,33	3,10	2,81	3,08	1,78
15	BH	2,01	2,15	3,50	3,08	3,52	3,23	4,47	4,68	6,33**	7,32**
16	LFVN	5,17	5,10	3,59	5,74	13,00	12,71	12,92	14,41	17,22	18,31
17	HSH	0,29	-0,94	0,37	1,46	0,48	0,40	0,71	0,51	0,40	0,56
18	SYX	10,37***	12,02***	6,18	0,57	2,00	-0,16	-4,08	-4,46	-3,90	-2,81
19	BTE	1,54	3,29	4,13	5,65	5,82	0,23	0,61	1,28	2,78	3,02
20	PDO	0,75	-0,35	-0,39	-2,15	0,08	6,18	5,53	5,65	6,41	19,95**

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

0,90	-0,03	-1,61	-2,91	-2,27	-1,34	-2,50	-0,38	-0,19	-0,63	TOO	21
11,73	7,04	9,36	7,81	12,46	12,16	8,80	9,38	2,58	-1,53	TEAR	22
-30,19**	-25,06	-23,14	-15,82	-16,12	-19,69	-2,99	-0,76	-1,07	-0,76	KOOL	23
-3,35	-2,37	-2,57	-3,29	-2,06	-2,59	-4,18	-3,10	-4,18	-2,28	CPIX	24
3,35	3,35	4,74	4,28	4,19	-0,29	-2,65	-1,61	-1,10	1,01	COLM	25
-4,90	-5,72	-5,53	-5,05	-7,45	-5,71	-4,95	-3,69	-1,61	-2,37	CMP	26
-5,24	-6,89	-8,41	-9,78	-6,81	-4,49	-1,85	-1,22	-2,15	-1,66	FOR	27
-0,62	-0,42	0,00	-0,78	-0,18	-2,04	-2,14	-2,07	-0,95	-0,75	EQR	28
5,55**	5,06	6,04**	6,10**	4,67**	3,88	-0,55	-0,23	0,18	0,03	STWD	29
-1,96	-1,99	-3,05	-5,22	-3,62	-1,12	-1,43	-1,03	-2,04	0,11	WY	30
-3,85	-2,94	-2,78	-1,20	-1,96	-2,29	-2,60	-1,23	0,48	0,58	GLPI	31
-33,18	-21,34	-17,28	-12,85	-3,99	3,20	-0,03	7,88	2,91	0,16	LIVE	32
-1,40	-0,75	-2,21	-1,60	-1,87	-0,33	1,34	1,53	2,80	0,74	SWFT	33
21,05***	21,67***	20,47***	19,86***	19,08***	0,06	-0,23	0,22	0,01	0,69	HTLD	34
4,47	3,01	3,23	1,31	1,17	-0,51	-1,68	-2,50	-3,08	-1,50	RRTS	35
6,99	7,90	10,38	9,40	11,97	5,07	4,17	3,42	4,90	4,61	BYD	36
-2,93	-4,34	-1,23	-2,72	-1,20	-1,67	-2,00	-2,79	-1,52	-0,40	ALSK	37
0,86	0,62	-1,33	-4,19	-2,42	-1,54	-0,68	-1,20	1,56	1,52	AMCX	38
-3,98	-5,02	-3,07	-5,36	-2,03	-3,65	-0,59	0,33	-0,02	0,01	QUAD	39
-3,33	-1,26	-2,70	-1,35	1,36	1,28	1,23	-0,52	-0,10	-0,36	OMC	40
8,69	10,77	10,34	12,25	8,09	7,63	0,08	0,72	0,33	-0,47	ACTG	41
1,11	3,26	4,68	8,22	6,63	10,78**	12,96**	12,31	8,03	3,44	BHC	42
12,80	23,58	23,12	-12,48	4,43	2,18	3,60	6,71	3,97	-0,31	SGBX	43
13,33	13,99	13,68	13,04	14,65	13,70	11,65	6,94	5,22	3,15	MODN	44
9,63	6,47	6,50	6,91	7,90	5,37	3,44	3,57	2,23	0,59	ASX	45
-10,87	-7,75	-7,22	-6,98	-6,09	-8,81	-1,58	-0,55	-1,94	-2,48	ELLO	46
-2,83	-3,30	-1,17	-2,24	-1,30	-2,37	0,70	0,81	0,77	1,50	ZBH	47

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

3,11	3,60	4,17	4,86	6,34	6,35	8,16	8,08	5,71	2,26	THS	48
-5,01	-4,31	-2,03	-0,81	0,55	-2,33	-6,08	-7,59	-8,00	0,87	CETX	49
7,84	8,91	11,18	7,36	1,38	3,13	2,20	3,25	5,77	6,77	BAND	50

** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.05$ ، *** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.01$

المصدر: من إعداد الباحث

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

من خلال الإطلاع على الجدول رقم (19) نلاحظ أنه يوجد 11 شركة من بين الخمسين شركة المنتمية لهذه العينة قد حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية سالبة أو موجبة خلال نافذة الحدث، كما أنه من بين هذه الشركات نجد أن 3 شركات قد حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية قبل يوم الحدث، إستمرت شركتين في تحقيق هذه العوائد بينما الشركة المتبقية فقد قام السوق بتصحيح سعر سهمها قبل يوم الحدث.

و نلاحظ من خلال الجدول كذلك أنه من بين الشركات الـ 11 التي حققت أسهمها عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية، نجد أن 7 شركات قد حققت عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة، أما الشركات الـ 4 الأخرى فقد حققت عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة.

الجدول رقم (20): عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية تراكمية خلال نوافذ حدث مختلفة

عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة				عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة				النوافذ
نسبة CAR السلبية	نسبة CAR الإيجابية	سلبية	إيجابية	نسبة CAR السلبية	نسبة CAR الإيجابية	سلبية	إيجابية	
50%	50%	25	25	46%	54%	23	27	(-5,0)
42%	58%	21	29	44%	56%	22	28	(0,5)
44%	56%	22	28	48%	52%	24	26	(-5,5)

المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ من خلال الجدول رقم (20) أن عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة، كان عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة أكبر من عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة خلال النوافذ الثلاثة التي تم فحصها، أما في ما يخص عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة، فقد كان عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة أكبر من عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة بإستثناء النافذة (-5,0)، فقد تساوى خلالها عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة مع أولئك الذين حققوا عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة.

ثالثاً: متوسط العوائد الغير إعتيادية (AAR)

يعتبر حساب متوسط العوائد الغير إعتيادية لأسهم الشركات الدامجة والمستحوذة في العينتين خلال فترة الحدث ذو أهمية بالغة، وهذا لمعرفة تأثير الحدث المتمثل في الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ بشكل جماعي على أسعار أسهم هذه الشركات، والجدول التالي يلخص النتائج في كلا العينتين:

الجدول رقم (21): متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR خلال نافذة الحدث

عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة			عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة			النوافذ
Sig	T stat	AAR%	Sig	T stat	AAR%	
	0,352588131	0,17%		-1,679104307	-0,52%	t-5
	0,505808729	0,24%		1,159942692	0,36%	t-4
	0,145322805	0,07%		0,672860404	0,21%	t-3
	0,332227747	0,16%		-0,547484299	-0,17%	t-2
	-1,473934992	-0,71%		-0,415550468	-0,13%	t-1
	0,746491577	0,36%		0,613863748	0,19%	t0
	1,524622787	0,73%	***	3,181823339	0,98%	t+1
**	-2,302689096	-1,11%		-1,426903647	-0,44%	t+2
	1,536361353	0,74%		-0,624456143	-0,19%	t+3
	0,080794974	0,04%		0,273732905	0,08%	t+4
	-1,146751074	-0,55%		-0,470636144	-0,14%	t+5

** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.05$ ، *** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.01$

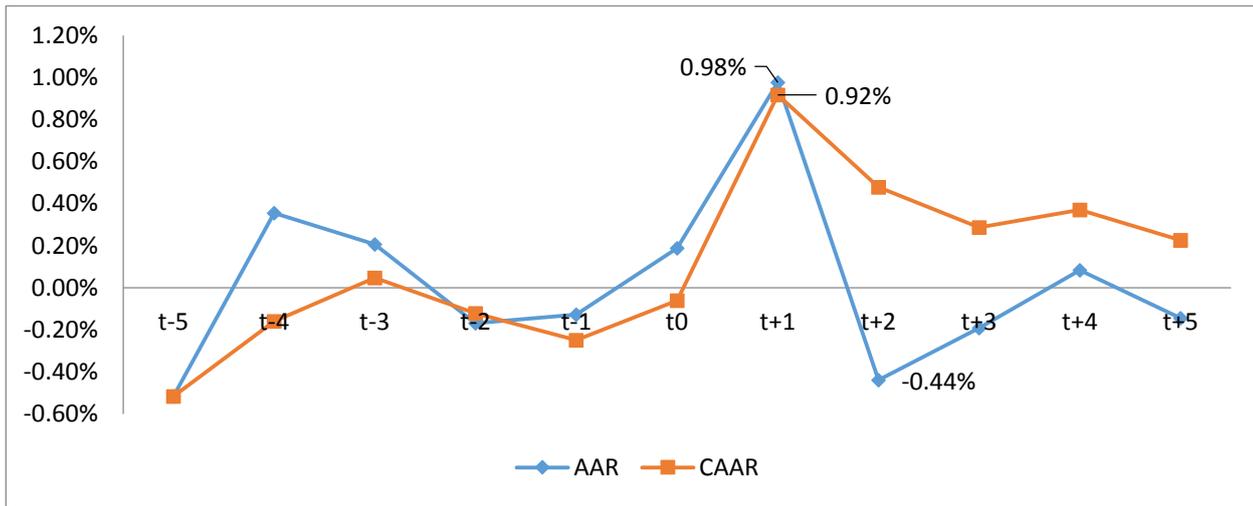
المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ من خلال الجدول رقم (21) أنه قد تم تسجيل متوسط عوائد غير إعتيادية موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% خلال اليوم t+1 في عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة، أما بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة، فقد تم تسجيل متوسط عوائد غير إعتيادية سالب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% خلال اليوم t+2.

رابعاً: متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية (CAAR)

من خلال مقارنة متوسط العوائد الغير إعتيادية مع متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية يمكن أن يمنحنا ذلك تفسيراً أكثر دقة لتأثير الإعلان عن عمليات الإندماج والإستحواذ على أداء الأسهم في كل عينة، والشكلين التاليين يوضحان ذلك:

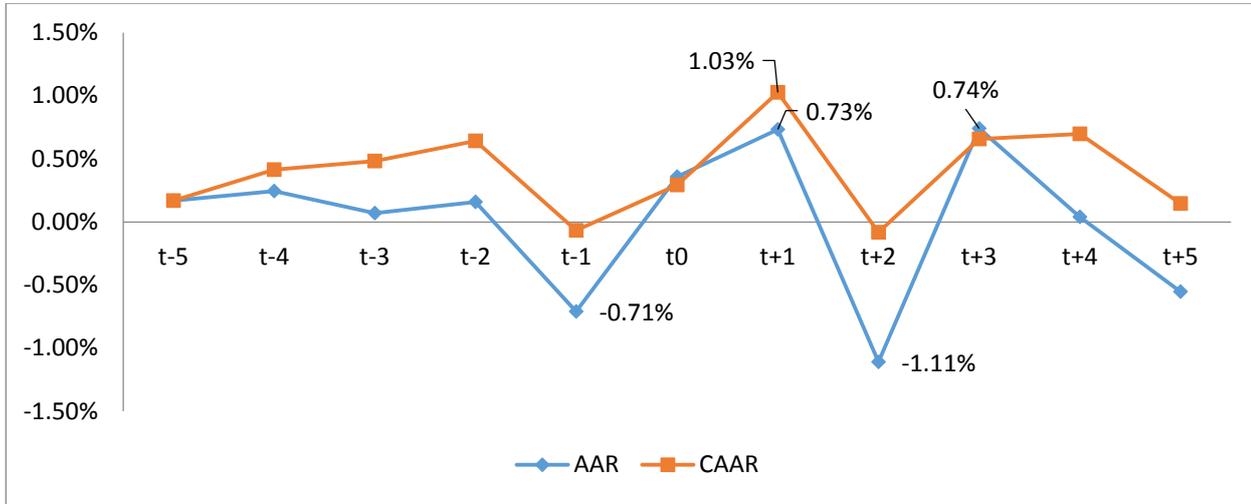
الشكل رقم (28): متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR ومتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR (عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة)



المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ من خلال الشكل رقم (28)، أن قيم متوسط العوائد الغير إعتيادية قبل يوم الحدث قد شهدت تذبذب بين القيم الموجبة والسالبة، في المقابل فإن قيم متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية لنفس هذه الفترة قد كانت كلها سالبة بإستثناء قيمة واحدة طفيفة موجبة تم تسجيلها خلال اليوم t-3، أما خلال الفترة التي تأتي بعد يوم الحدث، فقد تم تسجيل زيادة كبيرة في قيمة متوسط العوائد الغير إعتيادية وصلت إلى قيمة أعلى من القيمة المتوقعة بنسبة 0.98% في بداية هذه الفترة وبالضبط في اليوم t+1، ثم بعدها مباشرة شهدت هذه القيمة هبوطاً مفاجئاً في اليوم t+2 لتستقر عند قيمة أعلى من القيمة المتوقعة بنسبة -0.44%، بعد ذلك رجعت هذه القيمة للإقترب من الصفر، ففي المجمل فقد مثل اليوم t+1 طفرة على مستوى قيم متوسط العوائد الغير إعتيادية المسجلة على مستوى أسهم هذه العينة خلال فترة الحدث، أما فيما يخص قيم متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية، فقد حققت بعد يوم الحدث مباشرة وبالضبط عند اليوم t+1 قفزة وصلت إلى النسبة 0.92%، لكن بقيت هذه القيم موجبة بالرغم من الهبوط طيلة الأيام اللاحقة.

الشكل رقم (29): متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR ومتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR (عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة)



المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ من خلال الشكل رقم (29) ، أن قيم متوسط العوائد الغير إعتيادية لأسهم الشركات المنتمية لهذه العينة قد كانت طفيفة، موجبة ومستقرة خلال الفترة الممتدة من اليوم t-5 إلى اليوم t-2، ثم شهدت تذبذب بين القيم الموجبة والسالبة من اليوم t-1 إلى اليوم t+5، حيث تم تسجيل قيم متوسط عوائد غير إعتيادية أقل من القيم المتوقعة بنسب -0.71% و -1.11% خلال الأيام t-1 و t+2 على الترتيب، بينما تم تسجيل قيم عوائد غير إعتيادية أكبر من القيم المتوقعة بنسب 0.73% و 0.74% خلال الأيام t+1 و t+3 على الترتيب، أما فيما يخص قيم متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية خلال فترة الحدث فقد كانت كلها موجبة تقريباً بإستثناء القيم المسجلة عند اليومين t-1 و t+2، حيث كانت قيم هذا المتوسط سالبة وقريبة جداً من الصفر، كما نجد أن أعلى نسبة من قيم متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية المسجلة خلال فترة الحدث بالنسبة لشركات هذه العينة فقد تم تسجيلها عند اليوم t+1 بنسبة قدرت بـ 1.03%.

وبهدف تحليل أكثر تفصيلاً لقيم متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية التي تم تسجيلها خلال فترة الحدث بالنسبة لأسهم الشركات في كل عينة، فقد تم حساب هذا المتوسط خلال نوافذ حدث مختلفة داخل نافذة الحدث الرئيسية، والجدول التالي يوضح ذلك:

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

الجدول رقم (22): متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR خلال نوافذ حدث مختلفة

عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة			عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة			النوافذ
Sig	T stat	CAAR%	Sig	T stat	CAAR%	
	0,248420717	0,29%		-0,079801203	-0,06%	(-5,0)
	0,806246141	1,03%		1,128734624	0,92%	(-5,1)
	-0,05994933	-0,08%		0,551347938	0,48%	(-5,2)
	0,455599681	0,66%		0,311663773	0,29%	(-5,3)
	0,457769422	0,70%		0,382232162	0,37%	(-5,4)
	0,09070756	0,14%		0,22254193	0,23%	(-5,5)
	0,114449055	0,12%		0,663500436	0,46%	(-4,0)
	0,726901861	0,86%		1,904664198	1,43%	(-4,1)
	-0,197354317	-0,25%		1,224057513	0,99%	(-4,2)
	0,358577706	0,49%		0,924222372	0,80%	(-4,3)
	0,365001962	0,53%		0,962609511	0,89%	(-4,4)
	-0,016363266	-0,02%		0,764383349	0,74%	(-4,5)
	1,605920368	1,09%	***	2,683956079	1,17%	(0,1)
	-0,01822968	-0,02%		1,367617757	0,73%	(0,2)
	0,752393311	0,72%		0,872163648	0,54%	(0,3)
	0,709093646	0,76%		0,902503959	0,62%	(0,4)
	0,17915181	0,21%		0,631733226	0,48%	(0,5)
	0,798611433	0,54%		1,951522787	1,04%	(-1,1)
	-0,524707651	-0,57%		0,628669919	0,43%	(-2,2)
	0,192157963	0,24%		0,549618148	0,45%	(-3,3)

** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.05$ ، *** ذات دلالة إحصائية عند $\alpha=0.01$

المصدر: من إعداد الباحث

المطلب الثالث: مناقشة نتائج دراسة الحدث

من خلال تطبيق منهجية دراسة الحدث على معطيات الدراسة التي إشتملت عليها العينتين، تم الحصول على نتائج بخصوص كل من العوائد الغير إعتيادية الفردية، وكذلك العوائد الغير إعتيادية التراكمية، بالإضافة إلى كل من متوسط العوائد الغير إعتيادية لمجموع أسهم كل عينة، ومتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية.

أولاً: العوائد الغير إعتيادية الفردية AR والعوائد الغير إعتيادية التراكمية CAR

من خلال نتائج العوائد الغير إعتيادية الفردية الخاصة بأسهم الشركات لكل عينة، يمكننا القول أن رد فعل السوق اتجاه الإعلان عن عمليات الإندماج والإستحواذ الخاصة بالشركات التي إندمجت وإستحوذت على شركات مدرجة في البورصة، كان تأثيره على أسعار أسهم الشركات الدامجة والمستحوذة أكبر من تأثير الإعلان عن نفس العمليات ولكن بالنسبة للشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة، وهذا كما أظهرته النسب المؤوية للأسهم المتأثرة بهذا الحدث في كل عينة. لكن هذا الأثر لم يكن في اتجاه واحد في كلتا العينتين، وإنما كان خليطاً بين الإيجابي والسلبى، مع زيادة طفيفة في عدد أسهم الشركات التي تأثرت أسهمها بشكل إيجابي، وهذا الأمر ينطبق على الأسهم في العينتين، ومن هذا المنطلق، ولتوضح الرؤية أكثر بشأن طبيعة أثر الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ على أسعار الأسهم في العينتين بشكل فردي كان لا بد من تحليل العوائد الغير إعتيادية التراكمية لكل سهم.

بعد تحليل العوائد الغير إعتيادية التراكمية لكل سهم من أسهم الشركات التابعة لكل عينة، وُجد أن هناك نتائج مختلطة بين العوائد الإيجابية والعوائد السلبية ذات الدلالة الإحصائية، وهذا يدل على أن الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ بالنسبة للشركات ضمن كل عينة كان له تأثيرات مختلفة، وهذا يمكن أن يكون راجع إلى الخصائص أو الظروف الخاصة بكل شركة، كذلك أسعار الأسهم لا يمكن لها أن تتأثر بنفس الطريقة، وهذا راجع لعوامل أخرى يمكن أن تؤثر على الكيفية التي تتفاعل بها هذه أسعار، مثل القطاع الذي تنشط فيه كل شركة، حجم الشركة، بالإضافة إلى وضعها في السوق.

أما فيما يخص أسهم الشركات التي حققت عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة وذات دلالة إحصائية خلال نافذة الحدث، فإن ذلك يدل على أن الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ مثل خبراً جيداً بالنسبة للمستثمرين والمتداولين، الأمر الذي أدى إلى حدوث إرتفاع مفاجئ في أسعار تلك الأسهم نتيجة الأخبار الجيدة الواردة للسوق، مما مكن حملة هذه الأسهم من تحقيق عوائد غير إعتيادية لو تم بيعها في اليوم الذي حدث فيه إرتفاع في أسعار تلك الأسهم، والعكس صحيح، فبالنسبة لأسهم الشركات التي حققت عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة خلال نافذة الحدث، فإن ذلك يدل على أن الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ كان خبراً سيئاً بالنسبة للمستثمرين والمتداولين، فبمجرد ورود أخبار عن هذه الصفقات أدى ذلك إلى حدوث هبوط مفاجئ في أسعار أسهم الشركات الدامجة والمستحوذة في السوق، الأمر الذي كبد حملة هاته الأسهم خسائر في اليوم الذي حدث فيه هبوط في أسعار هذه الأخيرة، أما الشركات التي لم تشهد أسعار أسهمها أي عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية، فإن الإعلان عن هذه الصفقات لم يكن له تأثيراً ملاحظاً، أو تم إعتباره حدثاً محايداً تماماً.

لقد تم ملاحظة كذلك من خلال نتائج العوائد الغير إعتيادية التراكمية لأسهم الشركات في العينتين بشكل فردي، أن هنالك أسهم قد حققت عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات دلالة إحصائية قبل يوم الحدث، وهذا إما يكون راجع لإنتشار إشاعات حول إبرام هذه الصفقات للجمهور دون معرفة التفاصيل، أو تسريب المعلومات الصحيحة مع تفاصيل الصفقات للعامة.

ثانياً: متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR ومتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR

بالنظر إلى نتائج متوسط العوائد الغير إعتيادية AAR المحققة خلال كل يوم من أيام نافذة الحدث في كل عينة، نجد أن الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة قد حققت متوسط عوائد غير إعتيادية موجب ذو دلالة إحصائية عند $\alpha=0.01$ خلال اليوم $t+1$ ، ويدل ذلك أن السوق كان له إستجابة فورية حول إعلان الشركات لعمليات الإندماج والإستحواذ، وأن نظرة المستثمرين اتجاء هذه العمليات كانت إيجابية، الأمر الذي يعكس ثقة المستثمرين في أن هذه العمليات ستزيد من قيمة هذه الشركات من خلال تحقيق أرباح أعلى، وأن هذه الأخيرة ستكون أكثر كفاءة، أو أن هناك فرصاً للنمو والتوسع في المستقبل بشكل أكبر.

أما فيما يخص الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة، فقد حقق مساهميتها متوسط عوائد غير إعتيادية سالب ذو دلالة إحصائية عند مستوى $\alpha=0.05$ خلال اليوم $t+2$ ، وهذا يدل على أن رد فعل السوق

اتجاه عمليات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات غير مدرجة كان متأخراً نوعاً ما، والذي يكون بسبب تحليل أعمق من طرف السوق للمعلومات الواردة، كما أن هذه الإستجابة سلبية وأن العوائد الجماعية المحققة في هذا اليوم كانت أقل من المتوقع، فالمستثمرين متشائمين بشأن تحقيق هذه الشركات لأرباح أعلى في المستقبل، وهذا على الأقل على المدى القصير.

وبالنظر إلى متوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية CAAR المسجلة خلال نوافذ مختلفة، فقد سجلت الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة متوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية ذو دلالة إحصائية فقط خلال النافذة (0,1) من بين كل النوافذ الممكنة التي تم فحصها، وهذا يعني أن الإستجابة القوية والفورية للسوق لاتجاه عمليات الإندماج والإستحواذ المستهدفة للشركات المدرجة مؤقتة ولم تستمر على المدى الأطول، حيث أن المعلومات الجديدة بشأن الحدث قد تم إستيعابها بالكامل في أسعار الأسهم، وأن رد الفعل الأولي للسوق قد تلاشى مع مرور الوقت، أما الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة فلم تشهد تسجيل أي قيمة لمتوسط العوائد الغير إعتيادية التراكمية ذات دلالة إحصائية في أي من النوافذ الممكنة بالرغم من تسجيل متوسط عوائد غير إعتيادية سالب ذو دلالة إحصائية عند اليوم $t+2$ ، وهذا يدل على أن تأثير عمليات الإندماج والإستحواذ على عوائد أسهم الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة لم يكن قوياً أو مستديماً.

المبحث الثالث: أداء عمليات الإندماج والإستحواذ من حيث النسب المالية

بعد دراسة الحدث ومعرفة تأثير الإعلان عن عمليات الإندماج والإستحواذ على عوائد الأسهم بالنسبة للشركات على مستوى العينتين، تم في هذا المبحث فحص ربح صفقات الإندماج والإستحواذ لكل عينة بإستخدام المؤشرات المالية.

المطلب الأول: النسب المالية المستخدمة وكيفية تحليلها

يمكن أن تؤثر عمليات الإندماج والإستحواذ على المركز المالي للشركات ككل، ومنه لا يمكن أن تتم دراسة كل البيانات المالية والغير مالية للشركات لتحليل تأثير هذه العمليات، لكن هنالك بعض من المؤشرات المختارة والتي يمكن تحليلها بطرق مختلفة لقياس أثر صفقات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي لهذه الشركات.

أولاً: النسب المالية المستخدمة في الدراسة

من خلال القيام بمراجعة الأدبيات التي قامت بفحص تأثير عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات الغير مالية، تم على إثر ذلك إختيار بعض المؤشرات التي تكررت كثيراً في الدراسات حول هذا الموضوع، وهي العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على الإستثمار، بالإضافة إلى كل من هامش صافي الربح وربحية السهم.

1. العائد على الأصول (ROA)

تشير هذه النسبة إلى مدى ربحية الشركة مقارنة مع إجمالي أصولها، فهي تعبر عن مدى نجاح الإدارة في توظيف إجمالي الأصول الخاضعة لسيطرة الشركة في تحقيق الربح، ويتم حسابها من خلال قسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول (Cunha Marinho & Moreira Pinto Junior, 2017, p. 294)، ويتم إعتبار هذه النسبة مقياساً هاماً لقياس الأداء من خلال فحص العلاقة بين ربحية الشركة وحجمها، فبغرض معرفة قدرة الشركة على إنتاج الدخل لمدة زمنية محددة فالعائد على الأصول يعتبر مؤشراً هاماً يعكس كلا من الإيرادات الإجمالية وكفاءة الشركة، ويستخدم هذا المؤشر خلال عمليات الإندماج والإستحواذ لقياس كفاءة الشركة الدامجة والمستحوذة في إستخدام الأصول الكلية بعد إتمام هذه الصفقات، حيث يعتبر متغيراً هاماً لقياس الأداء المالي لشركة معينة، وفحص إذا ما شهدت هذه الأخيرة أي تحسن في

وضعها المالي في مرحلة ما بعد الاندماج أو الإستحواذ (Jallow, Masazing, & Basit, 2017, pp. 78-79).

تختلف الحاجة إلى الإستثمار في الأصول المتداولة والغير متداولة بشكل كبير بين الشركات ذات الرأس المال الكبير والتي تمتلك قاعدة أصول ثابتة ضخمة، بحيث يتم حساب نسبة العائد على رقم كبير من الأصول، ومن ناحية أخرى فإن الشركات التي لا تعتمد على رأس مال كبير في الأصول الثابتة ستكون نسبة هذا المؤشر كبيرة، وسيتم تفضيلها على الشركات الأخرى إذا تمت المقارنة معها (Cunha Marinho & Moreira Pinto Junior, 2017, p. 294)، لكن في حالات الاندماج والإستحواذ على الشركات يجب عليها إدارة الحجم الكبير من الأصول في توليد ما يتناسب معه من عوائد، ويعتبر عدم تحقيق ذلك فشلاً في تحقيق التآزر المنشود من وراء عمليات الاندماج والإستحواذ، وهذا على الأقل على المدى القصير.

2. العائد على حقوق الملكية (ROE)

يشير هذا المؤشر إلى مدى ربحية الشركة من خلال مقارنة صافي دخلها مع متوسط حقوق المساهمين، فهذه النسبة تمثل مقدار ما تم كسبه من قبل المساهمين مقابل إستثمار أموالهم في الشركة، حيث كلما كانت قيمة هذا المؤشر مرتفعة كلما دل ذلك على زيادة كفاءة الإدارة في إستخدام قاعدة رأس المال في الحصول على عوائد أفضل للملاك، ويتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الدخل على متوسط حقوق المساهمين (Cunha Marinho & Moreira Pinto Junior, 2017, pp. 294-295).

يتم الإعتقاد أن قيمة المساهمين ستزداد عند تنفيذ عمليات الاندماج والإستحواذ، ومن ثم فإن زيادة هذه النسبة مرتبط بفعالية الإدارة في إستخدام قاعدة قيمتها بالطريقة الأمثل لتوليد عوائد أفضل للمساهمين، إذ تعتبر صفقات الاندماج والإستحواذ هي العوامل السابقة لتحسين الأداء المالي للشركات (Jallow, Masazing, & Basit, 2017, p. 79).

إن العائد على حقوق الملكية يساعد المساهمين العاديين على معرفة الكيفية التي تستخدم بها الشركة أموالهم، إلا أنه ينبغي الإعتراف أن هناك إختلافات في هذا المؤشر بين بعض الشركات، فعلى الرغم من إعتبار هذه النسبة مؤشراً للربحية، إلا أنه لديه نقطة ضعف معترف بها متمثلة في أن وجود مبلغ غير متناسب من الديون في هيكل رأس المال العام للشركة من شأنه أن يؤدي إلى تضليل هذا المؤشر (Cunha Marinho & Moreira Pinto Junior, 2017, p. 295)، فعندما تقترض الشركة أموالاً فإن ذلك يزيد

من إلتزاماتها المالية، لكن في المقابل لا يزيد من حقوق الملكية، حيث يمكن أن يؤدي الإقتراض بصورة أكبر إلى تخفيض قاعدة حقوق الملكية في الهيكل المالي للشركة، وهذه الأخيرة ربما ستستخدم الأرباح لسداد الديون بدلاً من إعادة إستثمارها في الشركة أو توزيعها على شكل مكافآت للمساهمين، بمعنى آخر فإن وجود قاعدة صغيرة من حقوق الملكية بسبب الإعتتماد الكبير على الديون من شأنه أن يُظهر مقدار الأرباح الذي كان له تأثير كبير عند حساب هذا المؤشر.

3. العائد على الإستثمار (ROI)

هو مؤشر يقيس مدى كفاءة الإستثمار، ويحسب من خلال قسمة صافي الدخل على تكلفة الإستثمار، وهو ما يجعل الكثيرين يطلقون عليه تسمية تكلفة الفائدة، يستخدم هذا المؤشر لأغراض مختلفة من بينها (Botchkarev & Andru, 2011, pp. 246-247):

- ✓ توفير الأساس السليم والمنطقي للإستثمارات المستقبلية وكذلك قرارات الإندماج والإستحواذ.
- ✓ تقييم الأنظمة الحالية.
- ✓ إدارة أداء الوحدات وتقييم المديرين بشكل فردي في الشركات المركزية.

ويرى الباحث أنه بالإمكان تقييم الفعالية المالية لصفقات الإندماج والإستحواذ بدقة أكبر من خلال دراسة تطور قيم هذا المؤشر مع باقي المؤشرات الأخرى لتحليل العائد المتحقق وتكوين صورة أشمل، فهذا المؤشر يمثل العائد الذي حققته الشركة مقابل كل وحدة نقدية تم إستثمارها، والتي تعتبر صفقات الإندماج والإستحواذ واحدة من هاته الإستثمارات، وبالتالي تحديد ما إذا كانت هذه الأخيرة مبررة ومجدية من الناحية المالية.

4. هامش صافي الربح (NPM)

يعبر هذا المؤشر على الربح الناتج عن جميع شروط المشروع، فالشركة ذات هامش ربح صافي مرتفع بإستمرار يظهر تمتع الشركة بمزايا تنافسية مقارنة مع منافسيها، كما أن ذلك يوفر طوق نجاة لها في حالة الإنكماش (Jallow, Masazing, & Basit, 2017, p. 79)، في المقابل فإن إنخفاض هذا المؤشر يشير إلى حيازة الشركة على هامش أمان أقل، وإحتمال أكبر لمواجهة المخاطر، ففي حالة حدوث إنخفاض في المبيعات فإن ذلك سيؤدي إلى محو الأرباح مما يكبد الشركة خسارة صافية، ويتم حساب قيمة هذا

المؤشر من خلال قسمة صافي الدخل على صافي المبيعات (Cunha Marinho & Moreira Pinto, Junior, 2017, pp. 293-294).

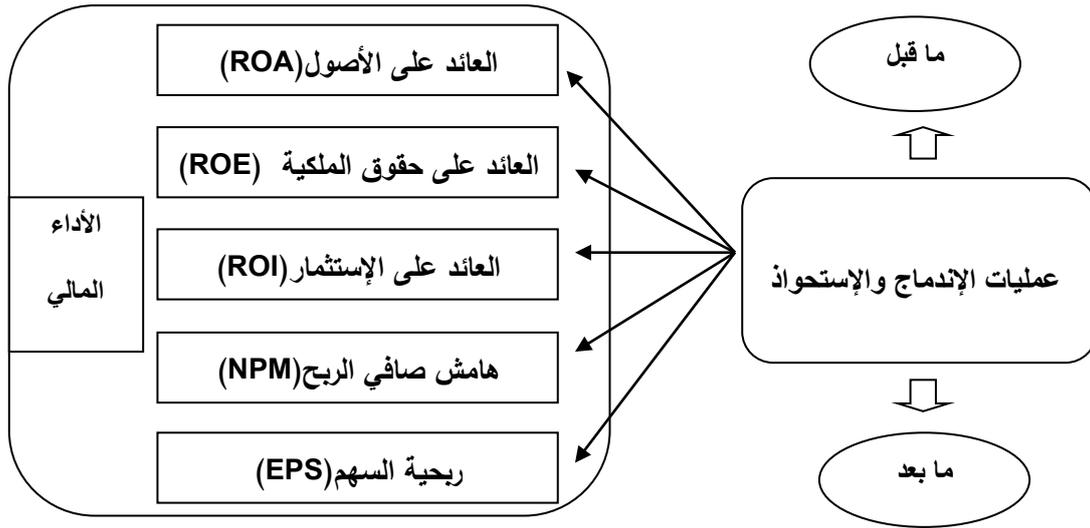
من المتوقع أن قيمة الشركات تزداد بعد عمليات الإندماج والإستحواذ، وهذا من وراء الإستفادة من مزايا هذه الصفقات، وباعتبار أن الشركات عندما تحقق هوامش ربح أعلى، فهذا يعكس مدى قوتها على تحمل الأسعار المنخفضة بينما يتعرض المنافسون إلى ضغوط بسبب ذلك، إنطلاقاً مما سبق فإن بعض الباحثين إستخدموا هذا المؤشر لقياس التقدم في الوضع المالي للشركات بعد عمليات الإندماج والإستحواذ (Jallow, Masazing, & Basit, 2017, p. 80).

5. ربحية السهم (EPS)

يتم إعتبار هذا المؤشر أقوى أداة يستخدمها المحللين الإستثماريين، فالشركات التي تحتفظ بأرباح الأسهم بدلاً من توزيعها، تحقق دائماً قيماً أعلى لهذا المؤشر عاماً تلو الآخر، الأمر الذي يمكنها من الحفاظ على هيكل رأس المال الخاص بها بشكل مثالي ودون اللجوء إلى زيادة جانب الديون بشكل طاغي، الأمر الذي يؤدي بها إلى تحقيق زيادة في الأصول تتبعها زيادة في أرباح السهم، فرغم أن المعالجة المحاسبية مثل عمليات الإندماج والإستحواذ يمكن أن تؤثر بشكل كبير على ربحية السهم، إلا أن تلك المعالجات قد لا يكون لها صلة بالقيمة الفعلية للشركة، فالمحللين يصبون كامل تركيزهم على الأرباح عند توقع الأداء المستقبلي للشركة، هذا الضغط يمكن أن يدفع المديرين إلى إتخاذ خطوات كبيرة لتحقيق توقعات الأرباح، وهذا ينطبق على إجراء عمليات الإندماج والإستحواذ، فالمحللين ينظرون إلى هذه العمليات كجزء من تقييمهم للأداء المستقبلي للشركة، بحيث يؤثر ذلك على توقعاتهم بشأن ربحية السهم (Jallow, Masazing, & Basit, 2017, p. 79)، نفهم من ذلك أن الزيادة في قيمة الأصول نتيجة للإندماج والإستحواذ يمكن أن تؤدي إلى زيادة في ربحية السهم دون أن تعكس بالضرورة تحسناً حقيقياً في أداء الشركة.

يوضح الشكل التالي المتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة لتمثيل الأداء المالي للشركات بعد عمليات الإندماج والإستحواذ:

الشكل رقم (30): المتغيرات المستخدمة في الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث

ثانيا: الخطط المستخدمة في تحليل البيانات

بعد إختيار المتغيرات الأساسية والمستخدمه في قياس تأثير عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات قبل وبعد تنفيذ هذه الصفقات، سيتم إجراء تحليل كمي بإستخدام البيانات الرقمية، حيث جُمعت كافة البيانات المتعلقة بكل عينة من العينات الفرعية للدراسة، بالإضافة إلى حساب المؤشرات المختلفة بإستخدام برنامج Excel لتسهيل الوصول إليها وصيها في برنامج Spss 26 بغرض معالجتها وإجراء التحليل الإحصائي المناسب.

وبهدف إستكشاف تأثير عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات الدامجة والمستحوذة حسب كل عينة، تم إجراء إختبار الفروق بين متوسطي عينتين مرتبطتين قبل وبعد تنفيذ صفقات الإندماج والإستحواذ.

المطلب الثاني: التحليل الإحصائي الوصفي للنتائج

بما أن عدد مفردات العينتين أكبر من 30 مفردة فإنه لا داعي لإختبار ما إذا كانت البيانات تتوزع توزيعاً طبيعياً أم لا، وبالتالي يتم استخدام إختبار t لعينتين مرتبطتين مباشرة بدلاً من إختبار Wiloxon Signed Rank لعينتين مرتبطتين (Zumbo & Jennings, 2002).

أولاً: عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة

الجدول رقم (23): إحصائيات العينتين المرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة

الخطأ المعياري للمتوسط	الإنحراف المعياري	عدد مفردات العينة	المتوسط		
,678	4,793	50	4,212	العائد على الأصول قبل الإندماج والإستحواذ	التنائية 1
1,078	7,619	50	1,346	العائد على الأصول بعد الإندماج والإستحواذ	
1,931	13,653	50	11,784	العائد على حقوق الملكية قبل الإندماج والإستحواذ	التنائية 2
2,434	17,208	50	7,905	العائد على حقوق الملكية بعد الإندماج والإستحواذ	
1,001	7,078	50	6,493	العائد على الإستثمار قبل الإندماج والإستحواذ	التنائية 3
1,331	9,413	50	4,244	العائد على الإستثمار بعد الإندماج والإستحواذ	
1,809	12,792	50	6,798	هامش صافي الربح قبل الإندماج والإستحواذ	التنائية 4
3,528	24,948	50	,073	هامش صافي الربح بعد الإندماج والإستحواذ	
,332	2,346	50	1,489	ربحية السهم قبل الإندماج والإستحواذ	التنائية 5

				ربحية السهم بعد الإندماج والإستحواذ
,726	5,134	50	1,045	

المصدر: بيانات تمت معالجتها من طرف الباحث بواسطة برنامج SPSS V26

1. العائد على الأصول (ROA)

من خلال النظر إلى العمود الأول من الجدول رقم (23) والمتمثل في متوسط العائد على الأصول للشركات قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ، حيث نجد أن هذا المتوسط قد بلغ قبل هذه العمليات 4.212 مع إنحراف معياري قدره 4.793، بينما بلغ متوسط القيمة لمرحلة ما بعد عمليات الإندماج والإستحواذ 1.346 مع إنحراف معياري قدره 7.619، وهذا يشير إلى حدوث إنخفاض ملحوظ بلغ حوالي 3% من عائدات أصول الشركات في مرحلة ما بعد الإندماج والإستحواذ، ويشير هذا الإنخفاض إلى أن كفاءة الشركات في إستغلال أصولها في تحقيق الأرباح قد تدهورت بعد تنفيذ عمليات الإندماج والإستحواذ، كما أن الزيادة في الإنحراف المعياري والخطأ المعياري بعد الإندماج والإستحواذ تشير إلى تباين أكبر وإتساق أقل في الأداء.

2. العائد على حقوق الملكية (ROE)

توضح النتائج أن متوسط قيم العائد على حقوق الملكية للشركات قد بلغ في مرحلة ما قبل الإندماج والإستحواذ 11.784 مع إنحراف معياري قدره 13.653، في حين بلغ متوسط قيم هذا العائد في مرحلة ما بعد الإندماج والإستحواذ 7.907 مع إنحراف معياري قدره 17.208، حيث يتبين من خلال ذلك أن عائد حقوق الملكية للشركات قد إنخفض بنسبة تقدر حوالي 4%، وهذا يعكس الإنخفاض في ربحية الشركة مقارنة بحقوق المساهمين، إذ يمكن إرجاع ذلك للتكاليف المالية المرتفعة التي تتحملها الشركات نتيجة الحصول على القروض، كما أن الإرتفاع في كل من الإنحراف والخطأ المعياريين يشير إلى زيادة التباين في الأداء.

3. العائد على الإستثمار (ROI)

من خلال النتائج نلاحظ أن عائد الإستثمار قد إنخفض من 6.493 قبل عمليات الإندماج والإستحواذ إلى 4.244 بعد هذه العمليات، وهذا الإنخفاض يقدر حوالي 2%، مما يدل على أن كفاءة الإستثمار في الشركات قد إنخفضت، ويعني ذلك أن الإستثمارات التي تمت أثناء عمليات الإندماج

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

والإستحواذ لم تحقق العوائد المتوقعة، كما يشير إرتفاع الإنحراف المعياري والخطأ المعياري بين المرحلتين إلى زيادة عدم الإتساق في العوائد.

4. هامش الربح الصافي (NPM)

وفقاً للنتائج المجدولة أعلاه، يتضح أن متوسط هامش الربح الصافي قد شهد إنخفاضاً حاداً بنسبة 7% تقريباً، أي من 6.788 في مرحلة ما قبل الإندماج والإستحواذ إلى 0.073 في المرحلة اللاحقة، الأمر الذي يشير إلى حدوث إنخفاض كبير في ربحية الشركة بالنسبة لإيراداتها، كما أن الزيادة الكبيرة في الإنحراف المعياري والخطأ المعياري تسلط الضوء على التباين الكبير وعدم اليقين في الربحية بعد عمليات الإندماج والإستحواذ.

5. ربحية السهم (EPS)

إنخفض متوسط ربحية السهم من 1.489 في مرحلة ما قبل الإندماج والإستحواذ إلى 1.045 بعدها، مما يشير إلى حدوث إنخفاضاً في الأرباح المتاحة للشركات لكل مساهم، كما تشير الزيادة في الإنحراف والخطأ المعياريين إلى حدوث تقلبات في الأرباح بين مرحلتي قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ.

ثانياً: عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة

الجدول رقم (24): إحصائيات العينتين المرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات غير

مدرجة

الخطأ المعياري للمتوسط	الإنحراف المعياري	عدد مفردات العينة	المتوسط	
4,665	32,987	50	-9,734	الثنائية 1 العائد على الأصول قبل الإندماج والإستحواذ
2,855	20,186	50	-5,001	العائد على الأصول بعد الإندماج والإستحواذ
9,805	69,335	50	-13,966	الثنائية 2 العائد على حقوق الملكية قبل الإندماج والإستحواذ

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة

164,368	1162,256	50	-36,945	العائد على حقوق الملكية بعد الإندماج والإستحواذ	
8,878	62,777	50	-12,111	العائد على الإستثمار قبل الإندماج والإستحواذ	الثنائية 3
13,415	94,862	50	6,885	العائد على الإستثمار بعد الإندماج والإستحواذ	
9,627	68,073	50	-17,822	هامش صافي الربح قبل الإندماج والإستحواذ	الثنائية 4
8,656	61,211	50	-18,436	هامش صافي الربح بعد الإندماج والإستحواذ	
39,798	281,414	50	-47,954	ربحية السهم قبل الإندماج والإستحواذ	الثنائية 5
54,755	387,173	50	-58,068	ربحية السهم بعد الإندماج والإستحواذ	

المصدر: بيانات تمت معالجتها من طرف الباحث بواسطة برنامج SPSS V26

1. العائد على الأصول (ROA)

من خلال الجدول رقم (24) نلاحظ أنه على الرغم من أن متوسط العائد على الأصول للشركات كان سالباً بقيمة -9.734 قبل عمليات الإندماج والإستحواذ، وظل سالباً بعد هذه العمليات بقيمة -5.001، إلا أنه قد شهد تحسن بنسبة حوالي 5%، ويمكن أن يعزى ذلك إلى التحسن في كفاءة الشركات بعد عمليات الإندماج والإستحواذ بالرغم من أنها لا تزال تعاني خسائر، كما يشير الإنخفاض في قيمة كل من الإنحراف المعياري والخطأ المعياري إلى حدوث تحسن في الإستقرار المالي، والتقليل من التباين في الأداء المالي للشركات.

2. العائد على حقوق الملكية (ROE)

نلاحظ من خلال الجدول أن متوسط العائد على حقوق الملكية قد تدهور بشكل كبير بعد عمليات الإندماج والإستحواذ، حيث إنخفض من 13.966- إلى 36.945-، وهذا يشير إلى أن عمليات الإندماج والإستحواذ ربما أدت إلى زيادة الأعباء المالية للشركة دون تحقيق العوائد المتوقعة، كما أن الزيادة الكبيرة في كل من الانحراف المعياري والخطأ المعياري تشير إلى وجود تقلبات كبيرة على مستوى هذه النسبة.

3. العائد على الإستثمار (ROI)

تحسن متوسط العائد على الإستثمار بشكل كبير بعد عمليات الإندماج والإستحواذ، حيث إرتفع من 12.111- إلى 6.885، بنسبة زيادة قدرت بـ19% تقريباً، وهذا يشير إلى إحتمال أن تكون الشركات قد تمكنت من تحقيق إستثمارات أكثر فعالية وربحية بعد تنفيذ عمليات الإندماج والإستحواذ، وهذا على الرغم من الزيادة في الانحراف المعياري والخطأ المعياري بعد هذه العمليات، والتي تشير إلى أن الشركات تواجه تقلبات أكبر في العوائد من إستثماراتها.

4. هامش الربح الصافي (NPM)

لم يتغير متوسط هامش الربح الصافي كثيراً بعد عمليات الإندماج والإستحواذ، حيث ظل سالباً مع التدهور قليلاً من 17.822- إلى 18.436-، وهذا يشير إلى أن الشركات لا تزال تواجه صعوبات في تحقيق الربحية، وقد تكون التكاليف المرتبطة بعمليات الإندماج والإستحواذ واحدة من العوامل المساهمة في ذلك.

5. ربحية السهم (EPS)

شهد متوسط ربحية السهم إنخفاضاً بعد عمليات الإندماج والإستحواذ من القيمة 47.954- إلى القيمة 58.068-، مما يدل على أن الشركات أصبحت أقل ربحية لكل سهم بعد هذه العمليات، أما الزيادة في كل من الانحراف المعياري والخطأ المعياري فتشير إلى زيادة التقلبات وعدم الإستقرار في أرباح الشركات.

المطلب الثالث: تحليل وتفسير نتائج إختبار عينتين مرتبطتين

أولاً: إرتباط عينتين مرتبطتين

1. عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة

الجدول رقم (25): تحليل الإرتباط لعينتين مرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة

الدلالة	الإرتباط	عدد مفردات العينة		
,041	,291	50	العائد على الأصول قبل وبعد الإندماج والإستحواذ	الثنائية 1
,357	,133	50	العائد على حقوق الملكية قبل وبعد الإندماج والإستحواذ	الثنائية 2
,762	,044	50	العائد على الإستثمار قبل وبعد الإندماج والإستحواذ	الثنائية 3
,012	,354	50	هامش صافي الربح قبل وبعد الإندماج والإستحواذ	الثنائية 4
,053	,275	50	ربحية السهم قبل وبعد الإندماج والإستحواذ	الثنائية 5

المصدر: بيانات تمت معالجتها من طرف الباحث بواسطة برنامج SPSS V26

1.1 العائد على الأصول

يتضح من خلال الجدول رقم (25) أن قيمة الإرتباط بين العائد على الأصول قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ قد قدرت بـ 0.291، وبقية معنوية قدرها 0.041 وهي أقل من المستوى المعنوي المقدر بـ 0.05، وهذا يدل على وجود إرتباط ضعيف ولكنه ذو دلالة إحصائية للعائد على الأصول قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ، مما يعني أن التدهور في هذه القيمة بعد هذه العمليات ليس عشوائياً، وأن هناك علاقة سلبية ضعيفة بين الأداء القلبي والبعدي.

2.1 العائد على حقوق الملكية

بلغت قيمة الارتباط بين العائد على حقوق الملكية قبل وبعد عمليات الاندماج والإستحواذ 0.133 وقيمة معنوية 0.357، وهذا يدل على أن الارتباط بين العائد على حقوق الملكية قبل وبعد هذه العمليات ضعيف وغير دال إحصائياً، ومن خلال ذلك يمكن القول أن التغير في قيمة حقوق الملكية القبلي والبعدي قد يكون عشوائياً أو نتيجة لعوامل أخرى.

3.1 العائد على الإستثمار

يتبين من خلال الجدول أن قيمة العائد على الإستثمار قبل وبعد عمليات الاندماج والإستحواذ قد سجلت 0.044 وقيمة معنوية قدرها 0.762، وهي أعلى من المستوى المعنوي البالغ 0.05، وهذا دليل على وجود ارتباط ضعيف جداً وغير دال إحصائياً بين قيم العائد على الإستثمار القبلي والبعدي.

4.1 هامش الربح الصافي

تُظهر نتائج الجدول أن قيمة الارتباط بين هامش صافي الربح قبل عمليات الاندماج والإستحواذ قد قدرت بـ 0.345 بقيمة معنوية قدرها 0.012، وهذا يشير إلى وجود ارتباط متوسط ذو دلالة إحصائية بين قيمة هذا المؤشر قبل وبعد تلك العمليات، وأن التدني في متوسط هذه القيمة لا يعد عشوائياً، وإنما يمكن أن يكون راجع لتأثير صفقات الاندماج والإستحواذ.

5.1 ربحية السهم

إن الارتباط بالنسبة لربحية السهم قبل وبعد عمليات الاندماج والإستحواذ ضعيف وغير دال إحصائياً رغم إقترابه من القيمة المعنوية 0.05، وهذا يشير إلى أنه لا توجد علاقة بين ربحية السهم السابقة واللاحقة لعمليات الاندماج والإستحواذ.

2. عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة

الجدول رقم (26): تحليل الارتباط لعينتين مرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات غير

مدرجة

الدلالة	الارتباط	عدد مفردات العينة	
,000	,482	50	الثنائية 1 العائد على الأصول قبل وبعد الإندماج والإستحواذ
,782	-,040	50	الثنائية 2 العائد على حقوق الملكية قبل وبعد الإندماج والإستحواذ
,029	-,310	50	الثنائية 3 العائد على الإستثمار قبل وبعد الإندماج والإستحواذ
,000	,478	50	الثنائية 4 هامش صافي الربح قبل وبعد الإندماج والإستحواذ
,000	,994	50	الثنائية 5 ربحية السهم قبل وبعد الإندماج والإستحواذ

المصدر: بيانات تمت معالجتها من طرف الباحث بواسطة برنامج SPSS V26

1.2 العائد على الأصول

نلاحظ من خلال الجدول رقم (26) أن قيمة الارتباط بين العائد على الأصول قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ قد قدرت بـ 0.482، بقيمة معنوية قدرها 0.000 وهي أقل من المستوى المعنوي المقدر بـ 0.05، وهذا يدل على وجود ارتباط متوسط ولكنه ذو دلالة إحصائية عالية للعائد على الأصول قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ، مما يعني أن التحسن في هذه القيمة رغم إستمرار الخسائر ليس عشوائياً، وأن هناك علاقة إيجابية قوية بين الأداء القلبي والبعدي.

2.2 العائد على حقوق الملكية

بلغت قيمة الارتباط بالنسبة للعائد على حقوق الملكية قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ -0.040 ، بقيمة معنوية قدرها 0.782 ، وهذا يدل على أن ارتباط العائد على حقوق الملكية قبل وبعد هذه العمليات سالب وضعيف جداً وغير دال إحصائياً، ومن خلال ذلك يمكن القول أن التغير في قيمة حقوق الملكية بعد تنفيذ عمليات الإندماج والإستحواذ قد يكون عشوائياً أو نتيجة لعوامل أخرى.

3.2 العائد على الإستثمار

يتبين من خلال الجدول أن قيمة ارتباط العائد على الإستثمار قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ قد قدرت بـ -0.310 ، بقيمة معنوية قدرها 0.029 ، وهي أقل من المستوى المعنوي البالغ 0.05 ، فهذا الارتباط السلبي والدال إحصائياً يشير إلى وجود علاقة عكسية بين قيم هذا المؤشر قبل وبعد هذه العمليات.

4.2 هامش الربح الصافي

تُظهر نتائج الجدول أن قيمة الارتباط لهامش صافي الربح قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ قد قدرت بـ 0.478 ، وبقيمة معنوية قدرها 0.000 ، وهذا يشير إلى وجود ارتباط متوسط ذو دلالة إحصائية عالية بين قيمة هذا المؤشر قبل وبعد تلك العمليات، وأن التدني في متوسط هذه القيمة لا يعد عشوائياً.

5.2 ربحية السهم

تعتبر الزيادة في الخسائر على مستوى مؤشر ربحية السهم والارتباط القوي جداً والمقدر بـ 0.994 ذو الدلالة الإحصائية العالية عند مستوى المعنوية 0.000 ، دليل على وجود علاقة قوية للغاية لربحية السهم قبل عمليات الإندماج والإستحواذ وبعدها، مما يعني أن الشركات التي كانت تحقق أداءً سيئاً قبل الإنخراط في هذه العمليات قد إستمرت في أدائها السيئ بعده وبنفس النمط.

ثانياً: إختبار t لعينتين مرتبطتين

1. عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة

الجدول رقم (27): إختبار t لعينتين مرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	pre-ROA - post-ROA	2,866	7,732	1,094	,669	5,064	2,621	49	,012
Pair 2	pre-ROE - post-ROE	3,879	20,495	2,898	-1,945	9,704	1,338	49	,187
Pair 3	pre-ROI - post-ROI	2,249	11,526	1,630	-1,026	5,525	1,380	49	,174
Pair 4	pre-NPM - post-NPM	6,725	23,665	3,347	,000	13,451	2,010	49	,050
Pair 5	pre-EPS - post-EPS	,444	5,023	,710	-,984	1,871	,625	49	,535

المصدر: بيانات تمت معالجتها من طرف الباحث بواسطة برنامج SPSS V26

من خلال نتائج إختبار t الموضحة في الجدول رقم (27) نستنتج ما يلي:

- ✓ وجود فروق ذات دلالة إحصائية سلبية عند مستوى معنوية 5% لنسبة العائد على الأصول قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ.
- ✓ وجود فروق ذات دلالة إحصائية سلبية عند مستوى معنوية 5% لنسبة هامش صافي الربح قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ.
- ✓ عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية لكل من العائد على حقوق الملكية، العائد على الإستثمار، وربحية السهم قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ.

2. عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة

الجدول رقم (28): إختبار t لعينتين مرتبطتين بالنسبة لعينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	pre-ROA - post-ROA	-4,733	29,218	4,132	-13,037	3,571	-1,145	49	,258
Pair 2	pre-ROE - post-ROE	22,980	1167,096	165,052	-308,705	354,664	,139	49	,890
Pair 3	pre-ROI - post-ROI	-18,995	128,954	18,237	-55,644	17,653	-1,042	49	,303
Pair 4	pre-NPM - post-NPM	,615	66,281	9,373	-18,222	19,451	,066	49	,948
Pair 5	pre-EPS - post-EPS	10,114	111,661	15,791	-21,620	41,848	,640	49	,525

المصدر: بيانات تمت معالجتها من طرف الباحث بواسطة برنامج SPSS V26

من خلال نتائج إختبار t الموضحة في الجدول رقم (28)، نستنتج عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ لكل من العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على الإستثمار، هامش صافي الربح، وربحية السهم.

خلاصة الفصل:

لقد تم التطرق في هذا الفصل إلى كل النواحي المتعلقة بالدراسة التطبيقية، أولها تحديد مجتمع وعينة الدراسة، ثم توضيح الأدوات والأساليب والإجراءات الإحصائية المستخدمة، حيث تم استخدام أداتين، تمثلت الأولى في دراسة الحدث، أما الأداة الثانية فتمثلت في فحص الأداء المالي للشركات باستخدام بعض المؤشرات المالية، ولمعالجة المعطيات تم استخدام برنامج Eviews خلال دراسة الحدث لحساب معاملات الإنحدار لكل شركة، بالإضافة إلى استخدام برنامج Excel في حساب العوائد الغير إعتيادية وكذلك التراكمية لكل شركة على حدى، ومتوسط العوائد الغير إعتيادية والتراكمية لكل الشركات، بالإضافة إلى إجراء مختلف الإختبارات الإحصائية، كما تم استخدام برنامج SPSS في إجراء إختبار الفروق بين متوسطي عينتين مرتبطتين قبل وبعد تنفيذ صفقات الإندماج والإستحواذ.

لتحديد أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة نتيجة إستهدافها لشركات مدرجة مقابل إستهدافها لشركات غير مدرجة تم تقسيم عينة الدراسة إلى عينتين فرعيتين، ضمت الأولى الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة، فيما ضمت الثانية الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، تمثل أهمها في تحقيق الشركات على مستوى العينة الأولى متوسطي عوائد غير إعتيادية وتراكمية إيجابية ذات دلالة إحصائية، أما الشركات في العينة الثانية فقد تم تحقيق متوسط عوائد غير إعتيادية سالب ذو دلالة إحصائية، فيما لم يتم تحقيق متوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية ذو دلالة إحصائية في كل النواذ التي تم فحصها، أما على مستوى المؤشرات المالية، فقد تم إثبات وجود فروق ذات دلالة إحصائية سلبية عند مستوى معنوية 5% بالنسبة للعائد على الأصول وهامش صافي الربح قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ بالنسبة لشركات العينة الأولى، بينما تم إثبات عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية لكل المؤشرات المستخدمة في الدراسة قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ بالنسبة لشركات العينة الثانية.

الخاتمة

لقد حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة الإشكالية الرئيسية التي مفادها تحري أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة التي إستهدفت شركات مدرجة مقابل تلك التي إستهدفت شركات غير مدرجة، ولبلوع الهدف المنشود تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول رئيسية، ثلاثة منها خصصت للإطار النظرية، أما الفصل الرابع فتم تخصيصه للجانب التطبيقي، حيث تم التطرق في الفصل الأول إلى الإطار النظري لعمليات الإندماج والإستحواذ، نشاطها وآلياتها، بينما خصص الفصل الثاني للتعرف على أسواق الأوراق المالية وكفاءتها، أما الفصل الثالث فقد خصص لفهم أداء الشركات بشكل عام، والأداء المالي للشركات خلال عمليات الإندماج والإستحواذ بشكل خاص، وفي الأخير تم تخصيص الفصل الرابع لإختبار عينة من الشركات المدرجة في البورصة، والتي شهدت عمليات إندماج وإستحواذ خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2020، وهي الفترة الشاهدة على أحدث موجة لعمليات الإندماج والإستحواذ على مستوى العالم، حيث تم تقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين بواقع 50 شركة لكل عينة، ضمت العينة الأولى الشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة، أما العينة الثانية فضمت الشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة.

بهدف الحصول على صورة كاملة وواضحة فإنه قد تم إستخدام أداتين في الجانب التطبيقي، تمثلت الأولى في دراسة حدث بهدف فحص وإختبار العوائد الغير إعتيادية التي تم تحقيقها في كل عينة خلال الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ، أما الأداة الثانية فتمثلت في فحص الأداء المالي لعمليات الإندماج والإستحواذ للشركات على مستوى كل عينة بإستخدام المؤشرات المالية، وهذا من خلال إجراء إختبار الفروق لمتوسطي عينتين مرتبطتين قبل وبعد تنفيذ صفقات الإندماج والإستحواذ.

وبناءً على ماسبق فقد تم التوصل إلى النتائج والإقتراحات التالية:

أولاً: نتائج الدراسة النظرية

من خلال الدراسة النظرية تم التوصل إلى مجموعة من النتائج نذكر أهمها في النقاط التالية:

- تظهر عمليات الإندماج والإستحواذ على شكل موجات، فالتاريخ كان شاهداً على سبع موجات لا تزال نشهد آخرها في العالم حالياً، حيث أن لكل موجة دوافع وأسباب أدت إلى ظهورها وأخرى أدت إلى زوالها، كما إختصت كل موجة بنوع محدد من عمليات الإندماج والإستحواذ وكذلك طرق دفع محددة خلال إنجاز هذه الصفقات، فالشركات الآن أصبحت أكثر حكمةً من السابق بشأن تبني هذه الإستراتيجيات وتنفيذها بشكل

أحسن، وكأن مرور أكثر من قرن عن أولى هذه الصفقات قد ساهم في تراكم المعارف والخبرات من خلال الإستفادة من التجارب السابقة للشركات.

• شهدت الموجة السابعة لعمليات الإندماج والإستحواذ تحقيق مستويات قياسية في عدد وقيم الصفقات التي لم يشهد التاريخ مثلها، وهذا بالرغم من التراجع الذي حدث سنة 2020 نتيجة تفشي فيروس كوفيد 19 والأزمة الصحية العالمية التي رافقت ذلك، بالإضافة الى التراجع الذي حدث لتلك الصفقات نتيجة تداعيات الغزو الروسي لأكرانيا مطلع سنة 2022، وتأثر عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود بشدة جراء هاته الحرب.

• تختلف أعداد وقيم صفقات الإندماج والإستحواذ بين القطاعات المختلفة، حيث ساهمت بعض القطاعات بشكل أكبر في تعزيز نشاط هذه الصفقات عبر التاريخ، إذ يحتل القطاع الصناعي الصدارة من حيث عدد الصفقات، يليه القطاع المالي، ثم قطاع المواد، أما من حيث القيمة، فيتصدر القطاع المالي القائمة، يليه قطاع الطاقة، ثم قطاعا المواد والصناعات.

• إن أمريكا الشمالية وبالأخص الولايات المتحدة الأمريكية كانت الطرف الرئيسي والفاعل في ظهور وإختفاء موجات الإندماج والإستحواذ عبر التاريخ، كما أن لأمريكا الشمالية النصيب الأكبر من صفقات الإندماج والإستحواذ، سواءً من حيث العدد الكلي للصفقات، أو من حيث القيمة الإجمالية، تليها أوروبا، ثم آسيا والمحيط الهادي، ثم في الأخير أمريكا الجنوبية والشرق الأوسط وشمال إفريقيا على الترتيب.

• لعمليات الإندماج والإستحواذ دوافع مختلفة تتداخل فيما بينها بشكل معقد، فهي تتأرجح بين تحقيق أهداف المساهمين المتمثلة في تعظيم قيمة أسهمهم، وبين تحقيق أهداف مجلس الإدارة المتمثلة في تحقيق أقصى ربح ممكن بالإضافة إلى المجد الشخصي، كما أنه من غير الممكن حصر هذه الدوافع، ومحاولة إسقاطها على كل صفقات الإندماج والإستحواذ التي تحدث بإستمرار، فهذه الدوافع تختلف باختلاف حجم الشركات، وخصائصها، و ظروفها، وثقافتها، والعديد من العوامل الأخرى.

• يعد التآزر أحد أهم مصادر خلق القيمة في عمليات الإندماج والإستحواذ، كما أنه يشكل عاملاً رئيسياً يدفع إلى زيادة نشاط هذه العمليات، فتحقيق التآزر يعتبر هدفاً إستراتيجياً رئيسياً للشركات المندمجة، بحيث يساهم في تكوين مزيج مثمر يؤدي إلى تحسين أداء الشركات المندمجة مقارنة بما كان متوقفاً أو مطلوباً منها ككيانات مستقلة.

- تتصف عمليات الإندماج والإستحواذ بدرجة عالية من التعقيد، حيث تتطلب آليات عمل تشمل سلسلة من الخطوات والمراحل التي يجب إتباعها والنقيد بها من أجل ضمان نجاح الصفقات وتحقيق الأهداف المحددة إلى حد ما، حيث يتوقف نجاح كل مرحلة بنجاح سابقتها.
- تتوفر للشركات المنخرطة في عمليات الإندماج والإستحواذ أكثر من طريقة دفع لإتمام هذه الصفقات، حيث يمكن أن يتم الدفع عن طريق النقد، وذلك إما من خلال شراء الأسهم أو شراء الأصول، كما يمكن أيضاً أن يتم الدفع عن طريق مبادلة الأسهم، أو عن طريق إعتقاد وسيلة مختلطة تجمع بين الدفع النقدي ومبادلة الأسهم.
- يتأثر نجاح وفشل صفقات الإندماج والإستحواذ بعوامل متعددة تتداخل فيما بينها لتشكل تجربة فريدة تميز كل صفقة عن الأخرى تقريباً، لكن يعتبر أداء عملية الفحص النافي للجهالة التي تقوم بها الشركات الدامجة والمستحوذة لفحص الشركات المستهدفة خلال مرحلة ما من مراحل تنفيذ هذه الصفقات أمراً حاسماً، إلى جانب ذلك هناك عوامل أخرى من شأنها أن تحدد مدى النجاح الذي يمكن أن تحققه الشركات من وراء تنفيذ صفقات الإندماج والإستحواذ، سواءً على المدى القصير أو الطويل.
- تعتبر البورصة أداة هامة للمستثمرين والشركات والإقتصاد ككل، وهذا بفضل الدور الحاسم الذي تقوم به من أجل تسهيل الإستثمار وتحسين حوكمة الشركات، بالإضافة إلى توفير السيولة والمساهمة في التنمية الإقتصادية للبلدان، كما تعمل على تسهيل عمليات الإندماج والإستحواذ، وهذا من خلال توفير منصة خاصة بالشركات الساعية لجمع رأس المال للإستحواذ على شركات أخرى، وهذا يعتبر دعم لعمليات الإندماج والإستحواذ بغرض إنشاء كيانات أكبر وأكثر قدرة على المنافسة وخاصةً على المستوى الدولي.
- تعبر الأسعار في البورصة عن تلك القيم التي تبلغها مختلف الأوراق المالية خلال إحدى جلسات التداول، إذ يعتبر سعر الورقة المالية عند تاريخ معين مؤشراً على قيمة تلك الورقة في ذلك الوقت، حيث يتغير هذا السعر باستمرار خلال فترات التداول بناءً على التغيرات في العرض والطلب.
- إن المستثمرين والمتداولين يسعون لتحقيق أقصى ربح ممكن بالتزامن مع تحمل قدر معقول من المخاطر، ولتحقيق ذلك لا بد من الدراسة الجيدة للسوق قبل إختيار المعاملة المناسبة، فالقيمة السوقية للأسهم ما هي إلا إنعكاس لمجموعة متنوعة من العوامل التي تتعلق بالشركة ومحيطها الخارجي، فتقييم المستثمرين والمحللين الماليين للأسعار الحالية للأسهم وكذلك توقعاتهم المستقبلية بشأنها يتأثر بكمية ونوعية المعلومات والبيانات الواردة للسوق، ويهدف ضمان النزاهة والشفافية بالإضافة إلى حماية مصالح الأطراف المتعاملة

خلال عمليات التداول تأخذ البورصة على عاتقها عملية جمع ونشر أهم المعلومات والبيانات التي من شأنها أن تساهم في تحديد السعر المناسب والعاقل للأوراق المالية المختلفة.

• تفترض كفاءة سوق الأوراق المالية أن الأسعار الحالية تعكس بشكل كامل المعلومات المتاحة المتعلقة بالأوراق المالية، سواءً كانت هذه المعلومات علنية أو سرية، ونتيجة لذلك فالمستثمرون لا يتمتعون بالقدرة على تحقيق أرباح غير إعتيادية بشكل ملحوظ، إذ تعبر الأسعار بدقة عن جميع البيانات التاريخية المتوفرة حول الأسهم.

• يعد قياس الأداء مؤشراً رقمياً وكمياً يبين مدى تحقيق الأهداف، ومع ذلك يتطلب استخداماً مكثفاً للبيانات النوعية والكمية، حيث يعتمد الاختيار بينهما على الغاية من وراء القياس، أو في كثير من الحالات على مدى توفر البيانات، كما يمكن أن يوفر قياس الأداء معلومات قيمة لا تقدر بثمن، تتيح للإدارة مراقبة الأداء وتقديم تقارير عن التقدم الذي تم إحرازه، بالإضافة إلى تحسين التحفيز وتحديد المشكلات، لذا يعتبر قياس الأداء عنصراً أساسياً في إدارة الأداء.

• تقليدياً، يتم تحديد وتقييم نجاح الشركات من خلال استخدام المقاييس المالية للأداء، فبالرغم من كون أن هذه الأخيرة يمكن أن تأتي في عدة أشكال مختلفة، إلا أن هنالك ثلاثة من أكثر المقاييس شيوعاً، تتمثل في صافي هامش الربح، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، لكن في المقابل يتجه عدد متزايد من الشركات إلى قياس مجالات الأداء غير المالية، والتي يمكن أن تؤثر على الربحية، مثل رضا الموظفين، وولاء الزبائن.

• مهما تنوعت أهداف وغايات الوظيفة المالية في الشركات، لكن يظل تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم الربح الهدفين الأساسيين لها، ولتحقيق هذه الأهداف تركز الوظيفة المالية على إتخاذ قرارات إستثمارية ومالية، إلى جانب قرارات توزيع الأرباح وقرارات السيولة.

• تعتبر المقاييس الأكثر استخداماً من قبل الباحثين لتقييم الأداء المالي للشركات خلال عمليات الاندماج والإستحواذ هي مقاييس الأداء المالي قصير الأجل، تليها مقاييس الأداء المحاسبي، ثم في المرتبة الثالثة تأتي مقاييس الأداء المالي طويل الأجل.

• يعد قرار الاندماج والإستحواذ من القرارات الإستراتيجية الكبرى التي يتم إتخاذها من قبل الشركات، إذ يتطلب ذلك تنسيقاً مشتركاً بين عدة وظائف بما في ذلك الوظيفة المالية، فعلى الرغم من أن عملية إتخاذ القرار تتطلب تدخلات وموافقة عدة أطراف من المستويات العليا في إدارة الشركة، إلا أن الوظيفة المالية تلعب دوراً حيوياً في هذا القرار.

• بما أن الأهداف الرئيسية للوظيفة المالية في أي شركة هي تعظيم ثروة المساهمين، بالإضافة إلى تعظيم ربح الشركة، فإن التصور الأول من طرف الوظيفة المالية حول صفقات الاندماج والإستحواذ هو مساهمة هذه العمليات في تحقيق هذين الهدفين، فمقياس نجاح وفشل هاته الصفقات مرتبط من جهة بخلق قيمة للمساهمين أو تدميرها، ومن الجهة الأخرى فهو مرتبط بتحسين ربحية الشركة أو تدهورها بعد عمليات الاندماج والإستحواذ.

ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية

على مستوى الجانب التطبيقي فقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تُقدم الكثير من الشركات المستحوذة خلال عمليات الاندماج والإستحواذ على إعلان الصفقات على أنها عمليات إندماج، بينما هي في الحقيقة عمليات إستحواذ، وهذا تقادياً للتأثيرات السلبية الأولية على أسعار الأسهم والخوف من تحقيق خسارة فادحة في قيمة الشركة المستهدفة المدرجة في البورصة عند الإعلان عن هذه الصفقات.
- تقوم الكثير من الشركات بتعمد الإعلان عن توزيعات الأرباح قبل أيام قليلة من الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ أو بشكل متزامن، وهذا بهدف التقليل من ردود الفعل السلبية المحتملة للسوق اتجاه الإعلان عن هذه الصفقات.
- إحتمال تحقيق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة لعوائد غير إعتيادية ذات دلالة إحصائية يكون أكبر في حالة إستهداف الشركات المدرجة في البورصة مقارنة بحالة إستهداف الشركات الغير مدرجة.
- إن إستجابة أسعار أسهم الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة يكون بصورة أكبر في اليوم t_0 ، أي في يوم الحدث مباشرة، وهو اليوم الذي تم فيه الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ لأول مرة لوسائل الإعلام والجمهور، بالإضافة إلى اليوم اللاحق ليوم الإعلان، بالمقابل فإن أكثر يوم من حيث عدد الإستجابات ذات الدلالة الإحصائية الخاصة بالعوائد الغير إعتيادية لأسهم الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة كان في اليوم $t+1$ ، أي في اليوم اللاحق للإعلان مباشرة.
- عدد أسهم الشركات المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة والتي حققت عوائد غير إعتيادية إيجابية خلال فترة الحدث، كان له اتجاهاً صاعداً بشكل متقطع على فترات، من $t-5$ إلى $t-3$ ، ومن $t-1$ إلى $t+1$ ، ثم من $t+2$ إلى $t+4$ ، حيث كان يتراجع عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية موجبة عند بداية كل فترة من الفترات السابقة، أما في ما يخص عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية سالبة، فقد كان

اتجاهه نازلاً خلال فترات، من $t-5$ إلى $t-3$ ، ومن $t-1$ إلى $t+1$ ، ثم من $t+2$ إلى $t+4$ ، وفي بداية كل فترة كان يزداد عدد هذه الأسهم.

- عدد أسهم الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة والتي حققت عوائد إيجابية خلال فترة الحدث، كان له إتجاه متذبذب، من $t-5$ إلى $t-1$ ، ثم شهد عدد هذه الأسهم منحى نازل على فترتين، الأولى من $t0$ إلى $t+2$ ، والفترة الثانية من $t+3$ إلى $t+5$ ، حيث كان يزداد عدد تلك الأسهم عند بداية كل فترة من الفترتين السابقتين، أما في ما يخص عدد الأسهم التي حققت عوائد غير إعتيادية سالبة، فقد كان إتجاهه متذبذب من $t-5$ إلى $t-1$ ، ثم شهد عدد هذه الأسهم منحى صاعد على فترتين، الأولى من $t0$ إلى $t+2$ ، والفترة الثانية من $t+3$ إلى $t+5$ ، حيث كان يتناقص عدد تلك الأسهم عند بداية كل فترة من الفترتين السابقتين.

- في عينة الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة، كان عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة أكبر من عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة خلال النوافذ $(-5,0)$ و $(0,5)$ و $(-5,5)$ ، أما في ما يخص عينة الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة، فقد كان عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة أكبر من عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية سالبة بإستثناء النافذة $(-5,0)$ ، فقد تساوى خلالها عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة مع عدد الشركات التي حقق مساهميتها عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة.

- وجود إرتباط ضعيف ولكنه ذو دلالة إحصائية للعائد على الأصول قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات مدرجة في البورصة، مما يعني أن التدهور في هذه القيمة بعد هذه العمليات ليس عشوائياً، وأن هناك علاقة سلبية ضعيفة بين الأداء القبلي والبعدي.

- وجود إرتباط متوسط ولكنه ذو دلالة إحصائية عالي للعائد على الأصول قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات غير مدرجة في البورصة، مما يعني أن التحسن في هذه القيمة رغم إستمرار الخسائر ليس عشوائياً، حيث أن هناك علاقة إيجابية قوية بين الأداء القبلي والبعدي.

- إن إرتباط العائد على حقوق الملكية قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات مدرجة في البورصة ضعيف وغير دال إحصائياً، حيث أن التغيير في قيمة حقوق الملكية البعدي قد يكون عشوائياً أو نتيجة لعوامل أخرى.

- إن إرتباط العائد على حقوق الملكية قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات غير مدرجة في البورصة سالب وضعيف جداً وغير دال إحصائياً، حيث أن التغير في قيمة حقوق الملكية البعدي قد يكون عشوائياً أو نتيجة لعوامل أخرى.
- وجود إرتباط ضعيف جداً وغير دال إحصائياً لقيم العائد على الإستثمار قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات مدرجة في البورصة.
- وجود إرتباط سلبي ودال إحصائياً لقيم العائد على الإستثمار قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات غير مدرجة في البورصة، الأمر الذي يشير إلى وجود علاقة عكسية بين قيم هذا المؤشر قبل وبعد هذه العمليات.
- وجود إرتباط متوسط ذو دلالة إحصائية لقيم هامش صافي الربح قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات مدرجة في البورصة، حيث أن التدني في متوسط هذه القيمة لا يعد عشوائياً، وإنما يمكن أن يكون راجع لتأثير تنفيذ صفقات الإندماج والإستحواذ.
- وجود إرتباط متوسط ذو دلالة إحصائية عالية لقيم هامش صافي الربح قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات غير مدرجة في البورصة، حيث أن التدني في متوسط هذه القيمة لا يعد عشوائياً.
- وجود إرتباط بالنسبة لربحية السهم قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات مدرجة في البورصة، لكنه ضعيف وغير دال إحصائياً رغم إقترابه من القيمة المعنوية 0.05، ومنه تم إستخلاص عدم وجود علاقة بين ربحية السهم قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ.
- وجود إرتباط قوي ذو دلالة إحصائية بالنسبة لربحية السهم قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تم من خلالها إستهداف شركات غير مدرجة في البورصة، مما يعني أن الشركات التي كانت تحقق أداءً سيئاً قبل الإنخراط في هذه العمليات قد إستمرت في أدائها السيئ بعده وبنفس النمط.

ثالثاً: إختبار الفرضيات

بعد إختبار الفرضيات التي تم وضعها في أول الدراسة كإجابة أولية للأسئلة الفرعية المنبثقة من الإشكالية الرئيسية توصلنا إلى ما يلي:

1. الفرضية الأولى: يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية موجبة أو سالبة حول يوم الإعلان عن صفقات الإندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة

(AAR≠0) ، وقد تم إثبات صحة هذه الفرضية من خلال تحقيق حملة أسهم الشركات المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة لمتوسط عوائد غير إعتيادية موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha = 0.01$ خلال اليوم t+1، وهذا يدل على أن الحدث المتمثل في الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ كان له أثر إيجابي على أسعار أسهم الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة خلال اليوم الذي يلي الإعلان عن هذه الصفقات، وأن المعلومات المتعلقة بالحدث قد تم تقييمها على أنها إيجابية من قبل المستثمرين، مما أدى إلى زيادة الطلب على هذه الأسهم وبالتالي إرتفاع أسعارها.

2. الفرضية الثانية: يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية موجبة أو سالبة حول يوم الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة (AAR≠0) ، وقد تم إثبات صحة هذه الفرضية من خلال تحقيق حملة أسهم الشركات المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة لمتوسط عوائد غير إعتيادية سالب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ خلال اليوم t+2، وهذا يدل على أن الحدث المتمثل في الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ كان له أثر سلبي على أسعار أسهم الشركات التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة، وأن المعلومات المتعلقة بالحدث قد تم تقييمها على أنها سلبية من قبل المستثمرين، مما أدى إلى تراجع الطلب على هذه الأسهم وبالتالي إنخفاض أسعارها.

3. الفرضية الثالثة: يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة (CAAR≠0)، وقد تم إثبات صحة هذه الفرضية من خلال تحقيق حملة أسهم الشركات التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة لمتوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha = 0.01$ خلال الفترة من اليوم t0 إلى اليوم t+1، وهذا يدل على أن الإعلان عن هذه الصفقات كان له تأثير إيجابي مستمر من يوم الإعلان إلى اليوم اللاحق له، وعدم وجود دلالة إحصائية في الفترات اللاحقة يشير إلى أن السوق قد إستوعب المعلومات المتعلقة بالاندماج والإستحواذ بسرعة، وعاد إلى الوضع الطبيعي بعد فترة قصيرة.

4. الفرضية الرابعة: يحقق مساهمي الشركات الدامجة والمستحوذة متوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية موجب أو سالب حول يوم الإعلان عن صفقات الاندماج والإستحواذ المستهدفة لشركات غير مدرجة في البورصة (CAAR≠0)، وقد تم إثبات عدم صحة هذه الفرضية من خلال عدم تحقيق حملة أسهم الشركات

المستهدفة لشركات مدرجة في البورصة لمتوسط عوائد غير إعتيادية تراكمية ذو دلالة إحصائية في أي نافذة من نوافذ الحدث الجزئية الممكنة.

5. الفرضية الخامسة: هناك أثر ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على كل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الإستثمار (ROI)، هامش صافي الربح (NPM)، ربحية السهم (EPS) بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات مدرجة في البورصة، وقد تم إثبات وجود فروق سالبة ذات دلالة إحصائية بين متوسطي نسبة العائد على الأصول (ROA)، وهامش صافي الربح (NPM) قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ، في حين تم إثبات عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطي كل من العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الإستثمار (ROI)، ربحية السهم (EPS) قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ.

6. الفرضية السادسة: هناك أثر ذو دلالة إحصائية لعمليات الإندماج والإستحواذ على كل من العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الإستثمار (ROI)، هامش صافي الربح (NPM)، ربحية السهم (EPS) بالنسبة للشركات الدامجة والمستحوذة التي إستهدفت شركات غير مدرجة في البورصة، وقد تم إثبات عدم صحة هذه الفرضية من خلال عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطي هذه النسب قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ.

رابعاً: توصيات الدراسة

بناء على ما تم التوصل إليه من خلال هذه الدراسة نقدم التوصيات التالية:

- من الضروري تبني الجهات الحكومية إستراتيجيات تشجع على زيادة إقبال الشركات على عمليات الإندماج والإستحواذ بكل أنواعها، وهذا من خلال توفير حوافز ضريبية وتبسيط الإجراءات القانونية والإدارية، بالإضافة إلى تخصيص صناديق تقدم الدعم المالي للشركات الساعية للإندماج والإستحواذ، وخاصة إذا كانت هذه الأخيرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي لا يكون بمقدورها تمويل هاته الصفقات.
- لتفادي فشل صفقات الإندماج والإستحواذ قبل حتى أن تبدأ، يجب على الشركات الإهتمام بالتخطيط الإستراتيجي لتكوين رؤية حقيقية شاملة عن البيئة الخارجية للشركة وعن الشركة نفسها، فإنطلاقاً من المعرفة الخارجية والذاتية السابقة للشركة يمكن قياس مدى قدرتها على التوسع من خلال إبرام

- صفقات الإدماج أو الإستحواذ، بالإضافة إلى تحديد النوع المناسب والممكن لهذه الصفقات، والطريقة المتبعة لتنفيذها، وكذلك تحديد حجم المكاسب التي يمكن تحقيقها من وراء ذلك.
- ضرورة التركيز على عملية الفحص النافي للجهالة، من خلال الفحص المالي والقانوني والتشغيلي بشكل احترافي وفعال، لضمان وضوح الرؤية وتحديد المخاطر المحتملة بدقة قبل إتمام الصفقة.
- وضع خطة تكامل مفصلة تشمل الجوانب الثقافية والتنظيمية من أجل ضمان تحقيق تكامل فعال وسلس بين الشركات المندمجة.
- قياس ومراقبة وتقييم الأداء بشكل مستمر لضمان السير وفق ما تم التخطيط له مسبقاً، بالإضافة إلى الكشف المبكر لأي وجه من أوجه القصور لمعالجته في الوقت المناسب.
- ضرورة إدارة التغييرات الناتجة عن عمليات الإدماج والإستحواذ بفعالية وثقة من خلال التواصل المستمر مع أصحاب المصلحة والموظفين.
- التعامل بإحترافية وحذر خلال مرحلة التفاوض، مع التركيز على مخرجات عملية الفحص النافي للجهالة بهدف دفع قيمة توازي القيمة الحقيقية للشركة المستهدفة أو أقل، بالإضافة إلى أخذ مقدار المخاطر المتحملة في الحسبان.
- يجب على الشركات إجراء تحليل شامل لجميع خيارات الدفع المتاحة، سواءً الدفع النقدي، الأسهم، أو مزيج بين الإثنين، وهذا لتحديد الخيار الذي يتناسب بشكل أفضل مع أهداف الشركة وإستراتيجياتها المالية.
- ينبغي تقييم التأثيرات المالية لكل خيار دفع، بما في ذلك تأثير كل خيار على هيكل رأس المال والتدفقات النقدية والربحية، وهذا بالنظر إلى تكلفة التمويل والمخاطر المرتبطة بكل خيار.
- يجب إختيار أداة الدفع التي تحقق توازناً بين مصالح المساهمين الحاليين والجدد، مع مراعاة التأثير المحتمل على قيمة الأسهم.
- يجب تحسين وتطوير البنية التحتية لأسواق الأوراق المالية لجعلها أكثر كفاءةً وشفافيةً، مما يسهل عمليات الإدماج والإستحواذ ويوفر بيئة مناسبة للتداول والإستثمار.
- فرض متطلبات شفافية وإفصاح صارمة على الشركات المدرجة في البورصة، لتحسين عملية تقييم الشركات المستهدفة خلال عمليات الإدماج والإستحواذ وتعزيز الثقة بين المستثمرين.
- تقديم مجموعة متنوعة من الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية لتوفير خيارات تمويل مرنة للشركات الراغبة في تبني إستراتيجيات الإدماج والإستحواذ.

- فرض متطلبات شفافية وإفصاح صارمة على الشركات الغير مدرجة في البورصة، بغرض توفير بدائل أمام الشركات الدامجة والمستحوذة لإستهداف شركات غير مدرجة في البورصة، والتي تكون أقل تكلفة من الشركات المدرجة دون تحمل مستويات عالية ومبالغ فيها من مخاطر عدم التأكد.

خامسا: آفاق الدراسة

من خلال تحري أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة في ظل إستهدافها لشركات مدرجة مقابل إستهدافها لشركات غير مدرجة، تم ملاحظة أن الموضوع متشعب بحيث لا يمكن الإلمام بجميع جوانبه في دراسة واحدة، لذا نقترح في ما يلي بعض المواضيع ذات الصلة للبحث فيها مستقبلاً:

- دراسة الأداء المالي للشركات على المدى الطويل، أي بعد مرور سنوات من تنفيذ صفقات الإندماج والإستحواذ، مع التركيز على تأثير إدراج الشركات المستهدفة.
- دراسة تأثير عمليات الإندماج والإستحواذ داخل البورصة وخارجها على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة ومقارنة ذلك مع الشركات الكبرى.
- دراسة العلاقة بين كفاءات تمويل صفقات الإندماج والإستحواذ والأداء المالي للشركات على المدى القصير والمدى الطويل.
- دراسة تأثير إدراج الشركات المستهدفة في البورصة خلال عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي عبر صناعات مختلفة، وتحليل العوامل التي من شأنها التأثير على النتائج في قطاعات معينة.
- إستخدام مقاييس كمية ونوعية لتحليل الأداء المالي لعمليات الإندماج والإستحواذ.
- دراسة تأثير التنوع الجغرافي لصفقات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات، وهذا في حالتي كون الشركات المستهدفة مدرجة وغير مدرجة.
- دراسة تأثير عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي للشركات الغير مدرجة في البورصة، وهذا في ظل إستهدافها لشركات مدرجة مقابل إستهدافها لشركات غير مدرجة.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

أولاً: كتب

1. عبد العزيز بن سعد الدغيثر. (2021). إندماج الشركات المفهوم و الأشكال و الأثار -دراسة مقارنة بتنظيمات إقليمية و دولية - (الإصدار ط 1). دار الحضارة للنشر والتوزيع
2. عصام حسين. (2010). أسوأ الأوراق المالية (البورصة). الأردن-عمان: دار أسامة للنشر و التوزيع.
3. محمد عوض عبد الجواد، و علي إبراهيم الشديفات. (2006). الإستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية (الإصدار ط1). عمان: دار الحامد.
4. محمد محمود الخطيب. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد الأسهم (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
5. منير إبراهيم هندي. (2006). الأوراق المالية و أسواق المال. الإسكندرية.

ثانياً: أطاريح ورسائل علمية

1. إيمان جودي. (2013). أثر الاختلاف بين المعايير المحاسبية الدولية و المعايير الأمريكية (US.GAAP) و آفاق التقارب بينهما. كلية العلوم إقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف 1، رسالة ماجستير.
2. رشيد بوكساني. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، أطروحة دكتوراه.
3. سمية بلجبلية. (2010). أثر التضخم على عواد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، أطروحة دكتوراه.
4. مصطفى محمد جاسم السنيدي. (2015). أثر الاندماج على الأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الاردنية. كلية الدراسات العليا، جامعة مؤتة، رسالة ماجستير.
5. وئام حمداوي. (2020). جودة المعلومة المحاسبية بين معايير التقارير المالية الدولية والنظام المحاسبي المالي دراسة حالة الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية. كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، أطروحة دكتوراه.

ثالثا: مقالات

1. آسيا زهار، و موسى بن منصور. (2019). إستراتيجية الاندماج كألية لتحسين الميزة التنافسية للمؤسسة دراسة حالة إندماج شركتي "فايزر" و "أليرغان". مجلة المنتدى للدراسات و الأبحاث الإقتصادية ، 03 (02)، 23-38.
2. الشيخ الداوي. (2009). تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء. مجلة الباحث ، 7 (7)، ص ص 217-227.
3. أمحمد زرنوح. (2017). الأداء في المنظمة. مجلة سوسيوولوجيا ، 1 (3)، ص ص 28-47.
4. خيضر خنفي، و مريم بورنيسة. (2017). دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية. دراسات اقتصادية (27)، ص ص 57-67.
5. رانيا هاني رمزي. (2021). أثر عمليات الاندماج والاستحواذ على مؤشرات الأداء المالي للشركات المقتنية. مجلة الدراسات المالية والتجارية (03)، ص ص 253-276.
6. رعد محمد نجم. (2012). إنعكاس الاندماج و الإستحواذ في عوائد الأسهم و الأداء المالي -دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية-. مجلة العلوم الإقتصادية و الإدارية ، 18 (68)، 169-205.
7. سعاد شعابنية. (2022). مقارنة اقتصادية قانونية لواقع عمليات الاندماج والاستحواذ البنكي في الجزائر. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية ، 09 (01)، ص ص 1097-1117.
8. صالح مفتاح، و فريدة معارفي. (2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-. مجلة الباحث (7)، ص ص 181-194.
9. عبد الله غانم، و عبد الغني ربوح. (2008). دور بورصة الجزائر في تطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل الإقتصاد العالمي. مجلة البحوث والدراسات (6)، ص ص 179-206.
10. عوض عزمي وصفي. (2019). أهمية الاندماج والاستحواذ كتوجه حديث لتعزيز الاداء المالي والتنافسي للمصارف المحلية الفلسطينية (دراسة حالة بنك فلسطين والبنك الوطني). مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية ، 12 (01)، 1-23.
11. قالون جيلالي. (2014). عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة. التكامل الاقتصادي ، 02 (03)، ص ص 386-408.

12. محمد براق. (1999). أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر. المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية ، 36 (1)، ص ص 81-113.
13. محمد فراج عمر فراج. (2021). عمليات البورصة وأوامر العملاء بين القانون التجاري والفقہ الإسلامي. مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات ببني سويف ، 13 (13)، ص ص 615-690.
14. مسعودة بقباق، فطيمة عيش، و علي عيابة. (2022). المتغيرات المحددة لمستوى الأداء المالي في مقاولات البناء والأشغال العمومية بالجزائر -تحليل لعينة من المؤسسات ما بين 2013 و 2017-. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية ، 13 (1)، ص ص 49-63.
15. معتصم محمد الدباس. (2012). أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، 20 (02)، ص ص 511-544.
16. منصف شرفي، و عميروش بوشلاغم. (2020). دور تحليل القوائم المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات دراسة حالة مؤسسة الصيانة للشرق. 31 (1)، ص ص 185-204.
17. نادر عقيل البربار. (2017). ردود فعل أسعار الأسهم على الإعلان عن عمليات الاندماج و الاستحواذ في القطاع المصرفي في المملكة المتحدة. مجلة دراسات الإقتصاد و الأعمال ، 06 (01)، ص ص 92-106.
18. نعيمة العربي. (2008). أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة. دراسات إقتصادية ، 19 (2)، ص ص 47-72.
19. ياسمين محمود فؤاد. (2018). الرقابة على عمليات الاندماج والاستحواذ في قانون حماية المنافسة وتقييم تأثيرها على هيكل السوق ومناخ الاستثمار. مجلة كلية الإقتصاد و العلوم سياسية ، 19 (02)، ص ص 7-42.

رابعاً: مؤتمرات

1. عبد المليك مزهودة. (2005). مقارنة الأداء الاستراتيجي. المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات. كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة.
2. محمد غردوي، و نصر الدين بن نذير. (2013). إدارة المعرفة ودورها في تحسين أداء المؤسسة. الملتقى الدولي حول اقتصاد المعرفة والإبداع الممارسات والتحديات (يومي 7 و 18 افريل). جامعة البليدة، الجزائر.

6. Merriman, K. K. (2017). Valuation of Human Capital Quantifying the Importance of an Assembled Workforce. Massachusetts, Lowell, USA: Palgrave Macmillan.
7. Pratt, S., & Niculita, A. (2008). Valuing a Business (Fifth Edition ed.). McGraw-Hill.
8. Rai, A. (2015). Financial Management (PGDF-102 ed.). Knowledge Management and Research Organization Pune.
9. Saini, R. R., Saini, M., & Monika. (2022). Financial Management. Delhi, Inde: Books arcade.
10. SIEPEL, J., & DEJARDIN, M. (2020). How do we measure firm performance? A review of issues facing entrepreneurship researchers. In G. Saridakis, & M. Cowling, Handbook of Quantitative Research Methods in Entrepreneurship (pp. pp 4-20). Edward Elgar Publishing.
11. Van Horne, J. C. (2002). Financial Management and Policy (12 th ed ed.). Prentice Hall.

B. Letters

1. Carlyle, P. (2013). Business Performance Measurement Use In A Small-To-Medium Enterprise: A Case Study. Massey University, New Zealand, Thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Business and Administration
2. CHING, K. E. (2019). What Drives Merger Waves? A Study of the Seven Historical Merger Waves in the U.S, Scripps Senior Theses. 1294. pp 1-47.
3. Kim, C. Y. (2017). Investment, Financing and Mergers & Acquisitions in the Shipping Industry. ICMA Centre, Henley Business School, University of Reading, Thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy.
4. Kim, J. Y. (2011). Sources Of Synergy In Mergers And Acquisitions (Doctoral dissertation; Cornell University).
5. Weldeghiorgis, K. Y. (2004). Performance Measurement Practices In Selected Eritrean Manufacturing Enterprises. Bloemfontein, Republic of South Africa: Department of Business Management, Faculty of Economic and Management Sciences, University of the Free State, Magister Commerce .

C. Journals

1. A. Hitt, M., & Pisano, V. (2003). The Cross-Border Merger and Acquisition Strategy: A. The Journal of the Iberoamerican Academy of , 01 (02), pp 133-144.
2. Achim, M., & Borlea, S. (2008). Business Performances: Between Profitability, Return and Growth. Annals of University of Craiova—Economic Sciences Series (2), 1-12.
3. Ahmed, M., & Ahmed, Z. (2014). Mergers and Acquisitions: Effect on Financial Performance of Manufacturing Companies of Pakistan. Middle-East Journal of Scientific Research , 21 (4), pp 689-699.

4. Al Qudaiby, B., & Muhammad K., R. (2014). financial synergy in mergers and acquisitions.Evidence from Saudi Arabia. *aestimatio, the ieb international journal of finance* , PP 2-19.
5. Alexandridis, G., Mavrovitis, C., & Travlos, N. (2012). How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth. *European Journal of Finance* , 18 (8), pp 663-688.
6. Al-Matari, E. M. (2014). The Measurements of Firm Performance's Dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting* , 6 (1), pp 24-49.
7. Al-Sayed Omar, A. A. (2023). Efficiency and Effectiveness in Management. *Journal of Survey in Fisheries Sciences* , 10 (3S), pp 3382-3392.
8. Angwin, D. (2007). Motive Archetypes in Mergers and Acquisitions (M&A): The Implications of a Configurational Approach to Performance. *Advances in Mergers and Acquisitions* , 6, pp 77-105.
9. Bauer, F., & Friesl, M. (2022). Synergy Evaluation in Mergers and Acquisitions : An Attention-Based View. *Journal of Management Studies* , pp 1-32.
10. Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 28 (3), pp 347-362.
11. Borhade, S., Munadhil, A. A., & Ali Omer, M. (2018). Convergence of IFRS in Global Accounting System: Where do SAARC Countries stand for? *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* , 4 (3), pp 45-66.
12. Botchkarev, A., & Andru, P. (2011). A Return on Investment as a Metric for Evaluating Information Systems: Taxonomy and Application. *Interdisciplinary Journal of Information, Knowledge, and Management* , 6, pp 245-269.
13. Cho, S., & Chung, C. Y. (2022). Review of the Literature on Merger Waves. *Journal of Risk and Financial Management* , 15 (10), pp 1-21.
14. Chowdhury, E. K. (2023). Trade-off between Fundamental and Technical Analysis. *Portfolio* , 2 (25), pp 15-22.
15. Combs, J. G., Crook, T. R., & Shook, C. L. (2005). The Dimensionality Of Organizational Performance And Its Implications For Strategic Management Research. *Research Methodology in Strategy and Management* , 2, pp 259-286.
16. Corrado, C. J. (2011). Event studies: A methodology review. *Accounting and Finance* (51), pp 207-234.
17. Cox, A. J., & Portes, J. (1998). Mergers in Regulated Industries: the Uses and Abuses of Event Studies. *Journal of Regulatory Economics* , 14 (281), pp 281-304.

18. Cunha Marinho, F., & Moreira Pinto Junior, D. (2017). Business games: evaluating the financial performance of companies using AHP. *Research, Society and Development* , 5 (4), pp290-312.
19. Damodaran, A. (2005). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations and Trends® in Finance* , 1 (8), pp 693-784.
20. Denison, D. R., & Ko, I. (2016). Cultural Due Diligence In Mergers And Aquisitions. *Advances in Mergers and Acquisitions* , 15, pp 53-72.
21. Derrick, B., broad, a., & Toher, D. (2017). The impact of an extreme observation in a paired samples design. *Metodološki zvezki – Advances in Methodology and Statistics* , 14, pp 1-22.
22. Diepa, B. H., & Anh, T. T. (2020). Synergies in merger & acquisition: A case study of SMEs in Vietnam. *Journal of Project Management* (5), PP 189-200.
23. Ekadjaja, A., Wijaya, A., & Vernetta. (2021). Factors Affecting Firm Performance in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Akuntansi* , XXV (1), 154-167.
24. EREL, I., JANG, Y., & WEISBACH, M. (2015). Do Acquisitions Relieve Target Firms' Financial Constraints? *Journal of Finance*, forthcoming , 70 (1), pp 289-328.
25. Faccio, M., McConnell, J. J., & Stolin, D. (2006). Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* , 41 (1), pp 197-220.
26. Farinós Viñas, J. E., Herrero, B., & Latorre Guillem, M. (2017). The Decision to Acquire Listed vs Unlisted Firms : Determinants and Value Effects in the Spanish Stock Market. *Revista de Economía Aplicada* , XXV (73), PP 1-40.
27. Fatihudin, D., Jusni, & Mochklas, M. (2018). How Measuring Financial Performance. *International Journal of Civil Engineering and Technology* , 9 (6), pp 553-557.
28. Feito Ruiz, I., Fernández, A. I., & Menéndez Requejo, S. (2014). Determinants of the acquisition of listed versus unlisted firms in different legal and institutional environments. *Applied Economics* , 46 (23), pp 2814-2832.
29. Felizardo, A., Félix, E. G., & Thomaz, J. P. (2017). Organizational Performance Measurement and Evaluation Systems in Smes: The Case of the Transforming Industry in Portugal. *CEFAGE-UE Working Papers* , pp 1-25.
30. George Marian, A. (2017). Premises and Limitations in Defining and Measuring Synergy from M&As. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series* , XVII (2), PP 493-498.
31. Ghalayini, A. M., & Noble, J. S. (1996). The changing basis of performance measurement. *International Journal of Operations & Production Management* , 16 (8), PP 63-80.

32. Giannopoulos, G., Lianou, A., & Elmarzouky, M. (2023). The Impact of M&As on Shareholders' Wealth: Evidence from Greece. *Journal of Risk and Financial Management* , 16 (199), pp 1-25.
33. Grozdanovska, V., Bojkovska, K., & Jankulovski, N. (2017). Financial Management And Financial Planning In The Organizations. *European Journal of Business and Management* , 9 (2), pp 120-125.
34. Gupta, A. (2016). Event Study Methodology. *International Journal for Research in Management and Pharmacy* , 5 (2), pp 1-8.
35. Gupta, I., & Roman, T. (2022). Shareholder's Reaction to Merger and Acquisition announcement :evidence from India's manufacturing Sector. *Finance: Theory and practice* , 26 (5), pp 149-157.
36. Hamann, P. M., & Schiemann, F. (2021). Organizational performance as a set of four dimensions: An empirical analysis. *Journal of Business Research* (127), pp 45-65.
37. Hamann, P. M., Schiemann, F., Bellora, L., & Guenther, T. W. (2013). Exploring the Dimensions of Organizational Performance: A Construct Validity Study. *Organizational Research Methods* , 16 (1), pp 67-89.
38. Herdiyana, Sumarno, A., & Endri, E. (2021). The Effect of Financial Performance on the Profitability of Food and Beverage Companies in Indonesia. *International Journal of Financial Research* , 12 (1), pp 30-39.
39. ION, E.-I., & CRIVEANU, M. (2016). Organizational Performance – A Concept That Self- Seeks To Find Itself. *Annals of the „Constantin Brâncuși” University of Târgu Jiu, Economy Series* (4), pp 179-183.
40. Jallow, M. S., Masazing, M., & Basit, A. (2017). The Effects Of Mergers & Aquisitions On Financial Performance: Case Study Of UK Companies. *International Journal of Accounting & Business Management* , 5 (1), pp 74-92.
41. Karwan, H. M., & Amanj, M. A. (2020). A Critical Review of the Market Efficiency Concept. *Shirkah Journal of Economics and Business* , 5 (2), pp 271-285.
42. Kaushik, M. (2024). Fundamental analysis and technical analysis of stocks:A comparative study. *Internat ional Journal of Appl ied Research* , 10 (2), pp 1-4.
43. Konečný, Z. (2011). Economic Value Added as a Dependence on the Corporate- and Market- life Cycle. *Journal of Competitiveness* (2), pp 71-82.
44. Kulkarni, K. G., & Kulkarni, G. A. (2013). Fundamental Analysis vs. Technical Analysis: A Choice Of Sectoral Analysis. *International Journal of Engineering and Management Sciences* , 4 (2), pp 234-246.

45. Loukianova, A., Nikulin, E., & Vedernikov, A. (2017). Valuing synergies in strategic mergers and acquisitions using the real options approach. *Investment Management and Financial Innovations* , 14 (1), pp 236-247.
46. MacKinlay, C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature* , 35 (1), pp 13-39.
47. Mahdia, S. R., Jaberb, A. H., & Mashkour, S. C. (2020). Fundamental and Technical Analysis in the Context of Sustainable Development for the Dubai Financial Market (2008 – 2017). *International Journal of Innovation, Creativity and Change* , 10 (10), pp 690-709.
48. Mamo, W. B., Feyisa, H. L., & Yitayaw, M. K. (2021). Financial Performance Of Commercial Banks In The Emerging Markets. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review* , 5 (2), pp 244-257.
49. Martinez-Blasco, M., Serrano, V., Prior, F., & Cuadros, J. (2023). Analysis of an event study using the Fama–French five-factor model: teaching approaches including spreadsheets and the R programming language. *Financial Innovation* , 9 (76), pp 1-34.
50. Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance* , 32, pp 2148–2177.
51. Masoud, R., & Basahel, S. (2023). The Effects of Digital Transformation on firm Performance: The Role of Customer Experience and it Inovation. *Digital* (3), 109-126.
52. Mateev, M. (2017). Is the MandA Announcement Effect Different Across Europe? More Evidences from Continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance* , 40, PP 190-216.
53. Moktar, M., NikK Mohd Kamil, N. F., & Muda, M. S. (2006). Evaluation of Factors Affecting Corporate Performance of Malaysian Listed Companies. *Int. Journal of Economics and Management* , 1 (1), pp 91-116.
54. Moskovicz, A. (2018). Mergers and Acquisitions: A Complete and Updated Overview. *The International Journal Of Business & Management* , 6 (9), PP 300-310.
55. Müller Bosse, S., & Denis Bouzzine, Y. (2019). The impact of M&A announcements on stock prices of the bidding firm - Event study based on German and US-listed firms. *Management Studies* , 9 (3), pp 86-94.
56. Murugesan, C., & Priya, E. (2016). Investment in Stock Market: Fundamental and Technical Analysis. *International Journal of Science and Research (IJSR)* , 5 (2), pp 1986-1991.
57. Musonera, E., & Safari, V. (2008). Establishing a Stock Exchange in Emerging Economies: Challenges and Opportunities. *The Journal of International Management Studies* , 3 (2), pp 62-68.
58. Nikolova, E., Gogova, M., Matlievska, M., & Sajnoski, K. (2011). Selecting And Assessing A Target Firm For An International Merger Or Aquisition. *International Jubilee Scientific*

- Conference: “Economy and Management in the 21st Century –Solutions for Stability and Growth”, 8-9. 11. 2011’ Svishtov, (pp. pp 1-7).
59. Okafor, A. (2019). Refocusing on the Success Enabling Factors in Mergers and Acquisitions. *European Scientific Journal* , 15 (16), pp 172-190.
60. Pecinova, Z., Lostakova, H., & Havranek, P. (2012). The Company Performance From The Point Of View Of The Customers In The Context Of The Company Performance. *carpathian logistics congress* , pp 1-6.
61. Peterson, P. P. (1989). Event Studies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics* , 28 (3), PP 36-66.
62. Petrusheva, N., & Jordanoski, I. (2016). Comparative analysis between the fundamental and technical analysis of stocks. *Comparative Analysis Between The Fundamental And Technical Analysis Of Stocks* , 4 (2), pp 26-31.
63. Piesse, J., Lee, C.-F., Lin, L., & Kuo, H.-C. (2012). Merger and Acquisition: Definitions, Motives, and Market Responses. *Encyclopedia of Finance* , pp 411-420.
64. R.J.Town. (1992). Merger Waves And The Structure Of Merger And Acquisition Time-Series. *Journal of Applied Econometrics* , 07, pp S83-S100.
65. Rafaqat, S., Rafaqat, S., Rafaqat, S., & Rafaqat, D. (2021). The Impact of Merger and Acquisition on the Profitability of Medium Sized Technology Companies Listed on New York Stock Exchange. *Journal of Academic Finance* , 12 (2), pp 124-139.
66. Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business* , 59 (2), pp 197-216.
67. Sabol, A., & Sverer, F. (2016). A review of the economic value added literature and application. *UTMS Journal of Economics* , 8 (1), pp 19-27.
68. Setyani, D. L., & Brantas, J. (2021). The Effect Of Organization Structure, Competency And Innovation On Firm Performance In The Era Of Industry 4.0. *International Journal of Organizational Business Excellence* , 4 (1), 1-8.
69. Sindhu, M. I. (2014). Macroeconomic Factors do influencing Stock Price: A Case Study on Karachi Stock Exchange. *Journal of Economics and Sustainable Development* , 5 (7), pp 114-124.
70. Sugiantara, I. D., Alexander, S. W., & Wokas, H. R. (2023). The Effect Of Market Value Added, Market Capitalization, And Foreign Ownership On Stock Return In Energy Sector Companies Indonesia Stock Exchange. *Journal of Governance, Taxation and Auditing* , 2 (2), pp 62-70.
71. Tânia Cristina, C., Caroline Suzbach, P., Alini, D. S., & Tarcísio Pedro, D. S. (2014). Financial Performance, Intangible Assets And Value Creation IN Brazilian And Chilean Information Technology Companies. *Economic Review of Galicia* , 23 (4), pp 73-88.

72. Taouab, O., & Issor, Z. (2019). Firm Performance: Definition and Measurement Models. *European Scientific Journal* , 15 (1), 93-106.
73. Thuy, V. T., Nhung, P. T., Oanh, L. T., & Hoa, N. T. (2023). Factors Affecting Business Performance: Expanding Theoretical Measurements. *International Journal of Professional Business Review* , 8 (5), pp 1-18.
74. Tortella, B. D., & Brusco, S. (2003). The Economic Value Added (EVA): An Analysis Of Market Reaction. *Advances in Accounting* , 20, pp 265-290.
75. Uchhangappa, C. (2023). The Role Of Stock Exchange In The Economic Development Of Emerging Markets. *Journal of Emerging Technologies and Innovative Research (JETIR)* , 10 (1), pp 125-129.
76. Wilkerson, S. (2008). Application of the Paired t-test. *XULAnEXUS* , 5 (1), pp 1-5.
77. Wilson, M., Wnuk, K., & Silvander, J. (2018). A Literature Review on the Effectiveness and Efficiency of Business Modeling. *e-Informatica Software Engineering Journal* , 12 (1), pp 265-302.
78. Yilmaz, I. S. (2016). Literature On Mergers Motives And Additional Considerations IN Cross-Border Mergers. *International Journal of Economics, Commerce and Management* , IV (12), pp 184-199.
79. Zollo, M., & Meier, D. (2008). What Is M&A Performance? *Academy of Management Perspectives* , 22 (3), pp 55-77.
80. Zumbo, B. D., & Jennings, M. J. (2002). The robustness of validity and efficiency of the related samples t-test in the presence of outliers. *Psicológica* , 23 (2), pp 415-450.

D. Reports

1. Center for Audit Quality. (2009). Guide to International Financial Reporting Standards.
2. Chen, C., & Findlay, C. (2002). A Review of Cross-border Mergers & Acquisitions in APEC. A report prepared by the Pacific Economic Cooperation Council (PECC).

E. Web Sites

1. <https://www.investing.com/>
2. <https://finance.yahoo.com/>
3. <https://www.sec.gov/>
4. <https://www.crunchbase.com/organization/staples>
5. <https://stockanalysis.com/actions/acquisitions/>
6. <https://pitchbook.com/>

7. <https://www.theonlineinvestor.com/mergers/industrial-m-and-a/>
8. https://www.benzinga.com/calendars/m-a?date_from=2023-01-26&date_to=2023-03-26
9. <https://IMAA-institute.org>
10. Beattie, A. (2023, 12 18). The Evolution of Stock Exchanges. Retrieved 02 03, 2024, from investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/07/stock-exchange-history.asp>
11. IFRS. (2023). Retrieved 08 27, 2023, from: <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#analysis-of-the-168-profiles>
12. Kingdom of Saudi Arabia Capital Market Authority. (2006). Financial Investments and Stock Markets. Retrieved 03 04, 2024, from: https://cma.org.sa › booklets › Booklet_7
13. Patel, K. (2023). Due Diligence in Mergers and Acquisitions in Simple Words. Retrieved 12 20, 2023, from Dealroom: <https://dealroom.net/blog/due-diligence-in-mergers-and-acquisitions>

F. Others

1. Lucks, K. (2003). Project Management for Mergers & Acquisitions, University of Applied Sciences, Arbeitsberichte Working Papers. pp 1-33. Fachhochschule Ingolstadt.
2. Rjumohan, A. (2019). Stock Markets: An Overview and A Literature Review. MPRA Paper 101855 . Germany: University Library of Munich.
3. Waryjas, M. A. (1998). Letters Of Intent In The Aquisition Or Sale Of The Privately Held Company. In D. W. Pollak, & J. F. Seegal, Acquiring or Selling the Privately Held Company 1998.

الملاحق

الملحق رقم (1): العينة الأولية لصفقات الإندماج والإستحواذ

إسم الشركة المستهدفة	إسم الشركة الدامجة أو المستحوذة	الرقم	إسم الشركة المستهدفة	إسم الشركة الدامجة أو المستحوذة	الرقم
Mt. Ebo Water Works, Inc. and Mt. Ebo Sewage Works, Inc.	New York American Water (AWK)	28	Assets of Dealership Groups in Illinois and Indiana	Rush Enterprises (RUSHA)	1
AT&T Wireline, Broadband and Video Operations in Connecticut	Frontier Communications Corporation (FTR)	29	Assets of CLIC International	Alliance Grain Traders (AGT.CA)	2
Azuki Systems	Ericsson (ERIC)	30	Turtle Beach	Parametric Sound (PAMT)	3
Powder River Basin Production Assets	Fidelity Exploration & Production Company (MDU)	31	Coram Infusion Business from Apria Healthcare	CVS Caremark (CVS)	4
Vancouver Data Center	TeraGo Networks (TGO.CA)	32	Heller Ford and Heller Hyundai in Southern California	Group 1 Automotive, Inc. (GPI)	5
Tedemis	Criteo (CRTO)	33	Assets of Bosco's Pizza Co.	Tyson Foods (TSN)	6
MatchCom	Tellza (TEL.CA)	34	Blinds.com	The Home Depot (HD)	7
Spatial Energy	DigitalGlobe (DGI)	35	Peligroso	Diageo (DEO)	8
Philadelphia Gas Works Operations	UIL Holdings Corporation (UIL)	36	Sac-N-Pac Convenience Stores	Susser Holdings Corporation and Susser Petroleum Partners LP (SUSS)	9
OAISYS	Mitel (MITL)	37	Basmati Rice GmbH	Amira Nature Foods Ltd (ANFI)	10
Alpha Mechanical Service	ABM (ABM)	38	Commercial Solutions Inc., Food Service and Jan/San Distributor, Specialty Wire and Cable Distributor	Genuine Parts Company (GPC)	11
Euroscan	ORBCOMM (ORBC)	39	Golden Boy Foods and Dymatize Enterprises	Post Holdings (POST)	12
Leap Wireless	AT&T (T)	40	YOU Technology Brand Services, Inc.	The Kroger Co. (KR)	13
Edison Mission Energy	NRG Energy, Inc. (NRG)	41	Miltope Aerospace Printer Business	Astro-Med, Inc. (ALOT)	14
Wind portfolio of Bord Gis Energy	Brookfield Renewable Energy Partners L.P. (BEP)	42	51% share capital in Athena Group	American Lorain Corporation (ALN)	15
American Lighting	ForceField Energy (FNRG)	43	Controlling Interest in Lefeng	Vipshop Holdings Limited (VIPS)	16
Roof Diagnostics Solar	NRG Energy, Inc. (NRG)	44	Eddie Bauer	Jos. A. Bank Clothiers, Inc. (JOBK)	17
Country Boys Gas	Ferrellgas Partners, L.P. (FGP)	45	Remaining Interests in Delta Egg Farm, LLC	Cal-Maine Foods, Inc. (CALM)	18
Emerald Pointe Utility Company Water and Wastewater System Assets	Missouri American Water (AWK)	46	Copper Cloud Inc.	LX Ventures (LXV.CA)	19
Trailblazer Pipeline Company LLC	Tallgrass Energy Partners, LP (TEP)	47	MAXIM	Biglari Holdings Inc. (BH)	20
Alabama Gas Corporation	The Laclede Group, Inc. (LG)	48	Nave Communications	ADDvantage Technologies Group, Inc. (AEY)	21
EQ	US Ecology, Inc. (ECOL)	49	BMW Of Greenwich	Penske Automotive (PAG)	22
MEMdata	Premier, Inc. (PINC)	50	Draw Another Circle, LLC and Hendrix Acquisition Corp.	Hastings Entertainment, Inc. (HAST)	23
Advance Tooling Concepts and Thixoforming	ARC Group Worldwide, Inc. (ARCW)	51	Thomas & Betts' HVAC Business	Nortek (NTK)	24
SeaWell Networks	ARRIS (ARRS)	52	Club O	Rick's Cabaret International (RICK)	25
PSC Environmental Services, LLC	Stericycle (SRCL)	53	Remaining shares of Windmill AG Pty Ltd. and additional Australian dealership	Cervus Equipment Corporation (CVL.CA)	26
American Lighting &	ForceField Energy Inc.	54	Shoppers Drug Mart	Loblaws Companies Limited	27

Distribution	(FNRG)		Corporation	(L.CA)	
Omnilink	Numerex Corp (NMRX)	85	Four stores from New Frontiers	Whole Foods Market (WFM)	55
Fire & Security Hardware Pty Limited	Allegion (ALLE)	86	Oriental Brewery	Anheuser-Busch InBev (BUD)	56
BendBroadband	Telephone and Data Systems (TDS)	87	Health Dialog Services Corporation	Rite Aid Corporation (RAD)	57
Omnilink Systems Inc.	Numerex (NMRX)	88	Envincio Assets	Central Garden & Pet (CENT)	58
Uptivity	inContact (SAAS)	89	50% of Truitt Bros., Inc.	Seneca Foods Corporation (SENEA)	59
Advanced ChronoCash Services	MoneyGram (MGI)	90	Substantially all the assets of J.K. Distributors, Inc.	Uni-Select USA, Inc. (UNS.CA)	60
The Work Connection	TrueBlue, Inc. (TBI)	91	Water Street Healthcare Partners	Walgreen Co. (WAG)	61
Solais Lighting	PowerSecure International, Inc. (POWR)	92	Specialty Brands of America	B&G Foods (BGS)	62
Acquiree: Provus	MasterCard (MA)	93	comiXology	Amazon.com (AMZN)	63
Adaptix	Acacia Research Corporation (ACTG)	94	Fluid Milk Activities of Scotsburn Co-Operative Services Limited	Saputo (SAP.CA)	64
MESA Medical Group	TeamHealth Holdings Inc. (TMH)	95	Fast Sports Nutrition	LifeVantage (LFVN)	65
Cornerstone Records Management	Iron Mountain (IRM)	96	Rijsbergen Holding B.V., Pala Holding, B.V., Primaparts Automaterialen B.V., BOAC Automotive B.V. and VEAM B.V.	LKQ Corporation (LKQ)	66
Cameo Employment Services	Corporate Resource Services, Inc. (CRRS)	97	Price Chopper from Sobeys Inc.	The North West Company (NWC.CA)	67
USA and Malaysia Assets of ProSep Inc.	Produced Water Absorbents, Inc. (TINY)	98	Michael Foods	Post Holdings (POST)	68
BorrowLenses	Shutterfly (SFLY)	99	Van's Natural Foods	Hillshire Brands (HSH)	69
NexTraq	FleetCor Technologies, Inc. (FLT)	100	Perryscope Productions	SFX Entertainment (SFXE)	70
Knight Field Fabry LLP	CBIZ (CBZ)	101	Thomas & Betts' HVAC Business	Nortek, Inc. (NTK)	71
Majority Stake in European-based BrandLoyalty	Alliance Data Systems Corporation (ADS)	102	Philly's Famous Water Ice, Inc	J & J Snack Foods (JJSF)	72
Berpa Auto Auction	Copart, Inc. (CPRT)	103	SCC Services B.V.	Systemax (SYX)	73
Wolverine Anesthesia Consultants	TeamHealth (TMH)	104	Tri Town Precision Plastics, Inc.	Smith & Wesson Holding Corporation (SWHC)	74
Carmagen Engineering, Inc.	MISTRAS Group, Inc. (MG)	105	Rubschlagel Baking	Weston Foods, a subsidiary of George Weston Limited (WN.CA)	75
Westfire	Tyco (TYC)	106	Specialty Brands of America	B&G Foods (BGS)	76
Scambler MacGregor	Heidrick & Struggles International, Inc. (HSII)	107	Baptista's Bakery Inc.	Snyder's-Lance Inc. (LNCE)	77
Liazon	Towers Watson (TW)	108	Arz Fine Foods	Loblaw Companies Limited (L.CA)	78
CyberCoders Holdings, Inc. and Whitaker Medical, LLC	On Assignment, Inc. (ASGN)	109	Fusion Electronics Limited	Garmin Ltd. (GRMN)	79
Powwownow	PGI (PGI)	110	Faculdade do Vale do Ipojuca	DeVry Inc. (DV)	80
Zomaron Inc.	Posera - HDX Limited (HDX.CA)	111	HMIS, Inc.	Batesville Casket Company (HI)	81
Amba Investment Services	Moody's (MCO)	112	Faculdade Diferencial Integral	DeVry Inc. (DV)	82
Minority Stake in JobKorea	Monster Worldwide, Inc. (MWW)	113	Security Networks	Monitronics International (ASCMA)	83
Professional Anesthesia Services	TeamHealth Holdings Inc. (TMH)	114	Benchmark Learning	ITT Educational Services, Inc. (ESI)	84

Remainder of Shagrir Systems Ltd	Pointer Telocation (PNTR)	143	King George International College & King George International Business College	Loyalist Group Limited (LOY.CA)	115
Clearview National Partners, LLC	CBIZ, Inc. (CBZ)	144	Lemon, Inc.	LifeLock (LOCK)	116
Collaborative Partners	Hill International (HIL)	145	Majority Interest in Open Colleges Australia	Apollo Education Group, Inc. (APOL)	117
EagleView Technology Corporation	Verisk Analytics, Inc. (VRSK)	146	Blestgroup Enterprises Limited	QIWI plc (QIWI)	118
TDX Group	Equifax (EFX)	147	Acquiree: Atlantis Systems Corp.	Bluedrop Performance Learning Inc. (BPL.CA)	119
Johnson	CTPartners Executive Search, Inc. (CTP)	148	ChinaEdu Holdings Limited and ChinaEdu Merger Sub Limited	ChinaEdu Corporation (CEDU)	120
Effective-People and Effective-Learning Companies	GP Strategies Corporation (GPX)	149	Blackwater Midstream Holdings, LLC	American Midstream Partners, LP (AMID)	121
Mostra S.A.	ICF International (ICFI)	150	Hess' Commercial Fuels Business	Sprague Resources LP (SRLP)	122
PayPros	Global Payments (GPN)	151	North American Construction Business From Kvaerner	Matrix Service Company (MTRX)	123
Staff Management Group	Corporate Resource Services (CRRS)	152	Wholesale Motor Fuel Supply Contracts	Lehigh Gas Partners LP (LGP)	124
Mostra SA	GHK Consulting, Ltd. (ICFI)	153	Operating assets of M&K Hotshot & Trucking, Inc. and M&K Rig Service, Inc.	Aveda Transportation and Energy Services Inc. (AVE.CA)	125
Talent Neuron	CEB (CEB)	154	Oil and natural gas assets in the shallow-water central Gulf of Mexico (GOM) from Nexen Petroleum Offshore U.S.A. Inc.	EPL Oil & Gas, Inc. (EPL)	126
Processes Unlimited International, Inc.	Stantec (STN)	155	Hess' Commercial Fuels Business	Sprague Resources LP (SRLP)	127
Entelios AG	EnerNOC (ENOC)	156	56% interest in Blocks XIA, XIM and XIN	Tethys Petroleum Limited (TPL.CA)	128
Activation Energy	EnerNOC (ENOC)	157	Hart Oilfield Rentals Ltd.	Enterprise Group, Inc. (E.CA)	129
Allpest	Rollins, Inc. (ROL)	158	Watson Petroleum Limited	World Fuel Services Corporation (INT)	130
C-SAM	MasterCard (MA)	159	SPF Energy Inc.	Parkland Fuel Corporation (PKL.CA)	131
Sofica Group	TeleTech Holdings, Inc. (TTEC)	160	kleer lumber	Headwaters Incorporated (HW)	132
Lime Energy's Facility Repair And Renewal Business	Versar, Inc. (VSR)	161	Gestion Jerico Inc.	TerraVest Capital Inc. (TVK.CA)	133
Nationwide Screening Services	Corporate Resource Services (CRRS)	162	Klondike Gold's Portuguese Assets	Medgold Resources Corp. (MED.CA)	134
Sofica Group	TeleTech Holdings, Inc. (TTEC)	163	Shoreline Energy	Lilis Energy, Inc. (LLEX)	135
Johnson Executive Search	CTPartners Executive Search Inc. (CTP)	164	Aurora Oil & Gas	Baytex Energy Corp. (BTE)	136
KnowledgeAdvisors	CEB (CEB)	165	Yuma Energy, Inc.	Pyramid Oil Company (PDO)	137
Health Care Compliance Strategies	HealthStream (HSTM)	166	WIT Water Transfer, LLC	TETRA Technologies, Inc. (TTI)	138
Financière AFG S.A.S	ASE Technology Holding Co ASX	167	El Dorado Storage Tanks and Product Terminal	Delek Logistics Partners (DKL)	139
PayPros	Global Payments (GPN)	168	Gestion Jerico Inc.	TerraVest Capital Inc. (TVK.CA)	140
Cintas' Document Shredding Business (CTAS)	Shred-it International Inc.	169	Certain Canadian Assets of Devon Canada	Canadian Natural Resources Limited (CNQ)	141
Marshall & Swift/Boeckh and DataQuick Information Systems	CoreLogic (CLGX)	170	Fly Ash Marketer	Headwaters Incorporated (HW)	142

Paint Supplier	Boyd Group Income Fund (BYD.UN.CA)	201	ALP Maritime Services B.V.	Teekay Offshore Partners L.P. (TOO)	171
Effective-People and Effective-Learning companies	GP Strategies (GPX)	202	Midstream Compression Assets	Access Midstream Partners (ACMP)	172
The affiliated companies, Lone Star Tank Rental LP and KHM Rentals, LLC	General Finance Corporation (GFN)	203	United Petroleum Company	Calumet Specialty Products Partners, L.P. (CLMT)	173
MCS Software	Heartland Payment Systems (HPY)	204	QRE GP, LLC	QR Energy, LP (QRE)	174
EnTech	EnerNOC, Inc. (ENOC)	205	Delebrity Inc.	Vast Exploration Inc. (VST.CA)	175
CMSI	FIS (FIS)	206	Cochon Properties, LLC, and Morrison Well Services, LLC	ROOSTER ENERGY LTD. (COQ.CA)	176
Pinpoint	MasterCard (MA)	207	Anchor Drilling Fluids USA, Inc.	Calumet Specialty Products Partners, L.P. (CLMT)	177
Fliptop's Social Data Matching Business Unit	D&B (DNB)	208	Minority Interests In PRL15	InterOil (IOC)	178
Pharmalink Consulting	Genpact (G)	209	Renegade Petroleum Ltd	Spartan Energy Corp. (SPE.CA)	179
Park Brown International	CTPartners Executive Search, Inc. (CTP)	210	American Capital's interest in ADF Holdings, Inc.	Calumet Specialty Products Partners, L.P. (CLMT)	180
Reliance Protectron Inc.	The ADT Corporation (ADT)	211	Perfomix, Inc	Baker Hughes (BHI)	181
Shell's SME Fuel Card Customer Portfolio in Germany	FleetCor Technologies, Inc. (FLT)	212	Cal-Gas Inc.	Gibson Energy Inc. (GEI.CA)	182
Reliance Financial Corporation	FIS Wealth Management Services, Inc. (FIS)	213	Black Pearl Holdings, LLC	Westbridge Energy Corporation (WEGYF)	183
Amtek Engineering Services Ltd.	Calian Technologies Ltd. (CTY.CA)	214	Santonia Energy	Tourmaline (TOU.CA)	184
LH Group	Wabtec (WAB)	215	Elkhorn Resources Inc.	Vermilion Energy Inc. (VET)	185
The Saxon Group, Inc.	Primoris Services Corporation (PRIM)	216	New England Wood Pellet	Rentech (RTK)	186
McClure-Johnston Company	Beacon Roofing Supply, Inc. (BECN)	217	Petroleum Marketers, Inc.	Lehigh Gas Partners LP (LGP)	187
McClure-Johnston Company	Beacon Roofing Supply, Inc. (BECN)	218	Used Oil Re-Refining Assets from Omega Holdings Company	Vertex Energy, Inc. (VTNR)	188
ServiTrade	AMECO (FLR)	219	Enviro-Mulch Land Clearing Solutions	Petrowest Corporation (PRW.CA)	189
Q3 Contracting Inc.	Primoris Services Corporation (PRIM)	220	Certain Subsidiaries of Atlas Pipeline Partners, L.P. Holding Interests in West Texas LPG Limited Partnership	Martin Midstream Partners L.P. (MMLP)	190
Three Streams Engineering, Ltd.	Foster Wheeler AG (FWLT)	221	Tech Field Services Inc	Tesco Corporation (TESO)	191
Three Streams Engineering, Ltd.	Foster Wheeler AG (FWLT)	222	Desert NDT LLC	ShawCor Ltd. (SCL.CA)	192
Q3 Contracting Inc.	Primoris Services Corporation (PRIM)	223	Savant Alaska, LLC	Miller Energy Resources, Inc. (MILL)	193
Nason Contracting Group Ltd.	Bird Construction Inc. (BDT.CA)	224	CoStim Pharmaceuticals, Inc.	Novartis (NVS)	194
Trend Homes	The Ryland Group, Inc. (RYL)	225	AOA's OcuHub Technology Platform	TearLab Corporation (TEAR)	195
ENGlobal Inspection Division	Furmanite Corporation (FRM)	226	Berchtold Holding, AG	Stryker Corporation (SYK)	196
Kenny Construction Company	Granite Construction Incorporated (GVA)	227	TotipotentRX Corporation	ThermoGenesis Corp (KOOL)	197
Terra Contracting, LLC	Great Lakes Dredge & Dock Corporation (GLDD)	228	Pivot Medical, Inc.	Stryker Corporation (SYK)	198
Heartland Homes, Inc.	NVR, Inc. (NVR)	229	New Star Lasers, Inc	Syneron Medical Ltd. (ELOS)	199
Ralph L. Wadsworth Subsidiary	Sterling Construction Company, Inc. (STRL)	230	Lohmann Animal Health	Elanco, the animal health division of Eli Lilly and	200

				Company (LLY)	
Yonkers Industries, Inc.	Foster Wheeler AG (FWLT)	261	Given Imaging	Covidien (COV)	231
Nason Contracting Group Ltd.	Bird Construction Inc. (BDT.CA)	262	Aires Pharmaceuticals, Inc.	Mast Therapeutics (MSTX)	232
B.G. High Voltage Systems Limited	CVTech Group Inc. (CVT.CA)	263	OTC Products In Australia	Perrigo Company plc (PRGO)	233
Napier	Wabtec Corporation (WAB)	264	Vaprisol from Astellas Pharma US, Inc.	Cumberland Pharmaceuticals (CPIX)	234
Murray's Farm Supplies	Rocky Mountain Dealerships Inc. (RME.CA)	265	Merck's Sirna Therapeutics Subsidiary	Alnylam Pharmaceuticals, Inc. (ALNY)	235
The Shaw Group	CB&I (CBI)	266	Pivot Medical, Inc.	Stryker Corporation (SYK)	236
MISCOR Group, Ltd. (MIGL)	Integrated Electrical Services, Inc. (IESC)	267	Velocity Software Platform	Varian Medical Systems (VAR)	237
B.G. High Voltage Systems Limited	CVTech Group Inc. (CVT.CA)	268	CRO Services Division of Galapagos NV	Charles River Laboratories (CRL)	238
Operations of LionsGate Homes	The Ryland Group, Inc. (RYL)	269	Laboratory Operations from Codexis	Intrexon Corporation (XON)	239
Big Country Energy Services Inc.	MasTec, Inc. (MTZ)	270	Assets of the Medicare-certified home health agency owned by Caldwell Medical Center	Almost Family (AFAM)	240
NorthAm Engineering S.A. DE CV	Foster Wheeler AG (FWLT)	271	Telerhythmics	Digirad (DRAD)	241
Ingen Ideas	Foster Wheeler AG (FWLT)	272	Vidara Therapeutics International Ltd.	Horizon Pharma, Inc. (HZNP)	242
ESP	Ameresco, Inc. (AMRC)	273	Donnatal	Concordia Healthcare Corp. (CXR.CA)	243
Select Homebuilding Assets from Centerline Home	Standard Pacific Corp. (SPF)	274	Cardiac Patient Services Business of Biomedical Systems, Corp.	BioTelemetry, Inc. (BEAT)	244
Fleetwood Homes, Inc.	Cavco Industries, Inc. (CVCO)	275	Medisoft SA	MGC Diagnostics (MGCD)	245
RepronStrickland	EMCOR Group, Inc. (EME)	276	Cedarburg Pharmaceuticals, Inc.	AMRI (AMRI)	246
Brinderson, L.P.	Aegion Corporation (AEGN)	277	Akea	Avidus Management Group Inc. (AVD.CA)	247
BAF Technologies, Inc. and its subsidiary, ServoTech Engineering, Inc.	Westport Innovations Inc. (WPRT)	278	Minority Interest in Profarma Distribuidora de Produtos Farmaceuticos S.A.	AmerisourceBergen (ABC)	248
Johan Walter Berg AB	Caterpillar Inc. (CAT)	279	Manchester Pharmaceuticals	Retrophin (RTRX)	249
Turbonetics	Wabtec Corporation (WAB)	280	Preferred Hospitalists of Michigan, PLLC	IPC The Hospitalist Company, Inc. (IPCM)	250
U.S. company	CVTech Group Inc. (CVT.CA)	281	Aptiv Solutions	ICON (ICLR)	251
C and C Power Line, Inc.	The Goldfield Corporation (GV)	282	Ingeus Limited	Providence Service Corporation (PRSC)	252
Phillips Builders	Meritage Homes Corporation (MTH)	283	Integrated Medical Systems International, Inc.	STERIS Corporation (STE)	253
MISCOR Group, Ltd.	Integrated Electrical Services, Inc. (IESC)	284	CRO Services Division of Galapagos NV	Charles River Laboratories (CRL)	254
Longwood Industries, Inc	Wabtec Corporation (WAB)	285	Deaconess HomeCare	LHC Group Inc. (LHCG)	255
Johnson System Inc.	Grain Systems, Inc. (AGCO)	286	CDMI	Magellan Health Services (MGLN)	256
Xiamen Xiangfeng Water Saving Equipment Co., Ltd.	The Toro Company (TTC)	287	Silom Medical Company	Actavis (ACT)	257
Bandit Industries	Alamo Group Inc. (ALG)	288	Chatham Therapeutics	Baxter International Inc. (BAX)	258
Assets of MARMAC Field Services, Inc.	Jacobs (JEC)	289	Medivet	Henry Schein, Inc. (HSIC)	259
Valla, SpA	Manitex International	290	Velocity Software Platform	Varian Medical Systems (VAR)	260

	(MNTX)				
Jacobs Engineering Group Inc. (JEC)	Sinclair Knight Merz	322	Questcor Pharmaceuticals (QCOR)	Mallinckrodt Pharmaceuticals (MNK)	291
Quanta Services Equity Ownership in Howard Energy (PWR)	Certain affiliated investment funds managed by Alinda Capital Partners	323	Shape Pharmaceuticals, Inc.	TetraLogic Pharmaceuticals Corporation (TLOG)	292
Sinclair Knight Merz	Jacobs Engineering Group Inc. (JEC)	324	IBL Internet Business Logic Inc.	Biosign Technologies Inc. (BIO.CA)	293
Permalok Corporation	Northwest Pipe Company (NWPX)	325	California Stem Cell, Inc.	NeoStem (NBS)	294
C and C Power Line, Inc.	The Goldfield Corporation (GV)	326	Berchtold Holding AG	Stryker Corporation (SYK)	295
Air Quality Consulting	NV5 Holdings, Inc. (NVEE)	327	Associates in Urology	USMD Holdings, Inc. (USMD)	296
Shapell Industries, LLC	Toll Brothers, Inc. (TOL)	328	Hi-Tech Pharmacal	Akorn (AKRX)	297
Platinum Energy Services	Trinity Industries, Inc. (TRN)	329	Inspiro Medical Ltd.	OPKO Health, Inc. (OPK)	298
Fandstan	Wabtec Corporation (WAB)	330	Summit Health	Quest Diagnostics (DGX)	299
Transics International	WABCO Holdings Inc. (WBC)	331	Novartis Animal Health	Eli Lilly and Company (LLY)	300
Units Of Specialized Industries, LP	Alamo Group Inc. (ALG)	332	Aimago SA	NOVADAQ (NVDQ)	301
National Pump	United Rentals (URI)	333	Biomet, Inc.	Zimmer Holdings, Inc. (ZMH)	302
Focus Group Holding Inc.	WSP Global Inc. (WSP.CA)	334	Insight Pharmaceuticals	Prestige Brands (PBH)	303
MDM Engineering Group Limited	Foster Wheeler (FWLT)	335	Furiex Pharmaceuticals	Forest Laboratories (FRX)	304
Siemens Environmental Systems and Services business	Global Power Group (FWLT)	336	iPierian, Inc.	Bristol-Myers Squibb (BMY)	305
51% of COGA from Canada Pension Plan Investment Board	Graa y Montero (GRAM)	337	CorrectMed of Atlanta, Ga	American CareSource (ANCI)	306
U.S. Insulation Corp	Installed Building Products, Inc. (IBP)	338	Choice Therapeutics	Alliqua (ALQA)	307
Citizens Homes	UCP, Inc (UCP)	339	OnPoint Medical Diagnostics	Alliance HealthCare Services (AIQ)	308
Telestack Ltd.	Astec Industries, Inc. (ASTE)	340	IoGyn, Inc.	Boston Scientific (BSX)	309
National Pump	United Rentals, Inc. (URI)	341	Total Inpatient Services, P.A.	IPC The Hospitalist Company, Inc. (IPCM)	310
Kellands Agricultural Ltd. and Multidrive Tractors Ltd.	Alamo Group Inc. (ALG)	342	Aptiv Solutions	ICON (ICLR)	311
Technip TPS S.A.S.	WSP Global Inc. (WSP.CA)	343	Lumena Pharmaceuticals, Inc	Shire plc (SHPG)	312
Certain Assets of Pinnacle Mortgage Group, Inc.	Universal American Mortgage Company (LEN)	344	Encore Health Resources	Quintiles (Q)	313
Dyna Ten Corporation	Comfort Systems USA, Inc. (FIX)	345	MabVax Therapeutics, Inc.	Telik, Inc. (TELK)	314
Focus Group Holding Inc.	WSP Global Inc. (WSP.CA)	346	Texas Oilpatch Services Corporation	Applied Industrial Technologies (AIT)	315
Technip TPS S.A.S.	WSP Global Inc. (WSP.CA)	347	B27, LLC	DXP Enterprises, Inc. (DXPE)	316
Dyna Ten Corporation	Comfort Systems USA, Inc. (FIX)	348	The S.M. Stoller Corporation	Huntington Ingalls Industries (HII)	317
Siemens Environmental Systems and Services	Foster Wheeler (FWLT)	349	LT Energy Services and Wildcat Wireline	B/E Aerospace (BEAV)	318
25% of GreenTech	Abengoa (ABGB)	350	Hammco Corporation	Harsco Corporation (HSC)	319
Blue-Stream Services	United Rentals (URI)	351	Stream AS	MRC Global Inc. (MRC)	320
Homebuilding Operations of Crown Communities	D.R. Horton, Inc. (DHI)	352	Prime Colorants	A. Schulman, Inc. (SHLM)	321

JCA	RRsat Global Communications Network Ltd. (RRST)	383	Atlas Block Assets	Brampton Brick Limited (BBL.A.CA)	353
Dow Jones Local Media Group (NWSA)	Newcastle Investment Corp. (NCT)	384	Market Forge Industries, Inc.	The Middleby Corporation (MIDD)	354
Bisk Continuing Professional Education and CPA Test Preparation Division	Thomson Reuters (TRI)	385	Eclipse IOR Services, LLC	Flotek Industries, Inc. (FTK)	355
National Envelope	Acquirer: Cenveo, Inc. (CVO)	386	Citadel Floor Coatings Business	RPM International Inc. (RPM)	356
Significant Stake in Rdio	Cumulus Media Inc. (CMLS)	387	LS9	Renewable Energy Group (REGI)	357
National Envelope	Cenveo, Inc. (CVO)	388	LT Energy Services	B/E Aerospace (BEAV)	358
Operating Assets and Liabilities of ISD Corporation	The Daily Journal Corporation (DJCO)	389	GC Consulting & Investment Corp.	McVicar Industries Inc. (MCV.CA)	359
Jumtap	Millennial Media (MM)	390	Haas Group Inc	Wesco Aircraft Holdings, Inc. (WAIR)	360
John Watson & Company Limited	Multi-Color Corporation (LABL)	391	APPH	Hroux-Devtek (HRX.CA)	361
John Watson & Company Limited and Gern & Cie SA	Multi-Color Corporation (LABL)	392	Substantially all of the assets of Hi-Temp Coatings Technology Co., Inc.	PPG Industries (PPG)	362
PennySaver USA (HHS)	OpenGate Capital, LLC	393	Praxair Distribution Mid-Atlantic, LLC	Praxair (PX)	363
DukeNet Communications	Time Warner Cable (TWC)	394	MS Printing Solutions S.r.l.	Dover (DOV)	364
A. H. Belo Corporation Riverside Newspaper Operation (AHC)	Freedom Communications Holdings, Inc.	395	ATMI (ATMI)	Entegris (ENTG)	365
Connected Vehicle Services Unit of Agero	Sirius XM Radio (SIRI)	396	Assets of V-S Industries	NN, Inc. (NNBR)	366
Jumtap	Millennial Media (MM)	397	Young Ready-Mix	U.S. Concrete (USCR)	367
Seven Television Stations in Four Markets	Nexstar Broadcasting Group (NXST)	398	SiteLark, LLC	Flotek Industries (FTK)	368
Espresso Group Limited	Discovery Communications (DISCA)	399	Victor Technologies Holdings, Inc.	Colfax Corporation (CFX)	369
Bottle Rocket	WPP (WPPGY)	400	International Lease Finance Corporation	AerCap Holdings N.V. (AER)	370
Millennial Media (MM)	Jumtap (KIPO)	401	Nuclear Power Services Inc.	Curtiss-Wright Corporation (CW)	371
ICON International Communications	Ketchum (OMC)	402	Door-Stop	Masonite International Corporation (DOOR)	372
Young Broadcasting	Media General (MEG)	403	V-S Products Division	NN (NNBR)	373
E/OU	MRM (IPG)	404	B.W. Rogers Company	Kaman Corporation (KAMN)	374
KRNV-TV	Sinclair Broadcast Group, Inc. (SBGI)	405	Qantas Defence Services	Northrop Grumman Australia (NOC)	375
Newsy	The E.W. Scripps Company (SSP)	406	Unified Industries, Inc.	Columbus McKinnon (CMCO)	376
Fox Stations In Rapid City Market	Gray Television, Inc. (GTN)	407	Haas Group Inc.	Wesco Aircraft Holdings, Inc. (WAIR)	377
Six Television Stations in Two Markets	Nexstar Broadcasting Group and Mission Broadcasting (NXST)	408	EADS North America Test and Services Division	Astronics Completes (ATRO)	378
KMOV-TV	Meredith Corporation (MDP)	409	Substantially all of the assets of Hi-Temp Coatings Technology Co., Inc.	PPG Industries (PPG)	379
Belo Corp.	Gannett Co., Inc. (GCI)	410	DS SM A/S	Valmont Industries, Inc. (VMI)	380
North American Operations of Esselte	R.R. Donnelley & Sons Company (RRD)	411	Welding & Therapy Service, Inc	Airgas (ARG)	381
DukeNet Communications	Time Warner Cable Inc. (TWC)	412	Data Tactics Corporation	L-3 Communications (LLL)	382

Shaw Medea	Corus Entertainment Inc. (CJR.B.CA)	441	EME Holding GmbH	TransDigm Group Incorporated (TDG)	413
Eagle Publishing	Salem Communications Corporation (SALM)	442	AMCOL International (ACO)	Minerals Technologies (MTX)	414
ideeli	Groupon (GRPN)	443	Ready-mix assets of T&S Ventures, LLC	U.S. Concrete, Inc. (USCR)	415
SmartLinc	EFI (EFII)	444	Remaining Interest in Arminak & Associates in Packaging Segment	TriMas Corporation (TRS)	416
Global Digital Network Profero	Lowe and Partners (IPG)	445	Assets of Combustion Components Associates, Inc.	PMFG, Inc. (PMFG)	417
Ziggo	Liberty Global (LBTYA)	446	ATMI	Entegris, Inc. (ENTG)	418
DigitalSmiths	TiVo (TIVO)	447	New England-based Power Engineering and Services Firm	Sofame Technologies Inc. (SDW.CA)	419
Vci Controls Inc.	SustainCo Inc. (SMS.CA)	448	Substantially all of the assets of Canal Supplies, Inc.	PPG Industries (PPG)	420
Chellomedia	AMC Networks (AMCX)	449	100% of the Equity Interests of PACK Pharmaceuticals, LLC	ACETO Corporation (ACET)	421
Di-na-cal label business from Graphic Packaging International, Inc.	Multi-Color Corporation (LABL)	450	SensoryEffects	Balchem Corporation (BCPC)	422
Stock of Federated Media Publishing, Inc.	LIN Media (LIN)	451	UEC Electronics	Arotech Corporation (ARTX)	423
WBL5-FM and WLIB-AM in New York	Emmis Communications Corporation (EMMS)	452	Professional Power Products, Inc.	Power Solutions International, Inc (PSIX)	424
Victorville Daily Press along with other publications and related assets from Freedom Communications	New Media Investment Group Inc. (NEWM)	453	Woodbine Products, Inc.	Air Industries Group (AIRI)	425
MWT - Gesellschaft fr Industrielle Mikrowellentechnik mbH and assets of Machin-A-Mation	The ExOne Company (XONE)	454	Processing Equipment Solutions, Inc.	The Middleby Corporation (MIDD)	426
Internet Broadcasting Systems, Inc.	Nexstar Broadcasting Group, Inc. (NXST)	455	Certain Assets of Mining Technologies International, Inc.	Joy Global Inc. (JOY)	427
Remaining 20% of VTR	Liberty Global (LBTYA)	456	SiteLark, LLC	Flotek Industries (FTK)	428
Mood	Omnicom and TBWA (OMC)	457	Victor Technologies Holdings, Inc.	Colfax Corporation (CFX)	429
(SME) division of SureFire Search Limited	ReachLocal (RLOC)	458	Entegris	ATMI (ATMI)	430
North American Operations of Esselte	R. R. Donnelley & Sons Company (RRD)	459	B.W. Rogers Company and certain affiliated entities	Kaman Distribution (KAMN)	431
ByAllAccounts, Inc.	Morningstar, Inc. (MORN)	460	Filtration Business of Stanadyne Corporation	CLARCOR (CLC)	432
Brown Printing Company	Quad/Graphics, Inc. (QUAD)	461	Schulz Group	The Timken Company (TKR)	433
CrossKnowledge	John Wiley & Sons, Inc. (JW.A)	462	Aegis Flow Technologies	IDEX Corporation (IEX)	434
Group Rhapsody S.A.	EFI (EFII)	463	Dynamic Micro Systems Semiconductor Equipment GmbH	Brooks Automation, Inc. (BRKS)	435
Media Interactive SA	Omnicom Media Group LATAM (OMC)	464	PACK Pharmaceuticals, LLC	ACETO Corporation (ACET)	436
Twist Image	WPP (WPPGY)	465	Filter Specialists Inc.	Pall Corporation (PLL)	437
Harlequin	News Corp (NWSA)	466	Stanadyne Filtration Business	CLARCOR (CLC)	438
Assets of Capri Packaging	Transcontinental Inc. (TCL.A.CA)	467	RedCloud Security, Inc	Avigilon Corporation (AVO.CA)	439
fantasy movie league	National CineMedia, Inc. (NCMI)	468	The Camshaft Business of Muhr und Bender KG and Mubea	Linamar (LNR.CA)	440

			MotorKomponenten GmbH		
Prime	Weber Shandwick, part of Interpublic Group (IPG)	493	HFL Merger Corporation	Hallwood Financial Limited (HWG)	469
All3Media	Discovery Communications and Liberty Global (DISCA)	494	100% of its Remy Hubei Electric Joint Venture	Remy International (REMY)	470
Channel One News	Houghton Mifflin Harcourt (HMHC)	495	Robertex	The Dixie Group, Inc. (DXYN)	471
Oriental Brewery (KKR)	Anheuser-Busch InBev (BUD)	496	North American Bus Industries, Inc.	New Flyer Industries Inc. (NFLCA)	472
Harris Teeter Supermarkets, Inc. (HTSI)	The Kroger Co. (KR)	497	HPI Direct, Inc.	Superior Uniform Group, Inc. (SGC)	473
Zale Corporation (ZLC)	Signet Jewelers Limited (SIG)	498	Hudson Clothing	Joe's Jeans Inc. (JOEZ)	474
Jos. A. Bank (JOSB)	Men's Wearhouse (MW)	499	HomeLink	Gentex Corporation (GNTX)	475
ADM Fertilizer Distribution Business (ADM)	The Mosaic Company (MOS)	500	REVO Brand	Sequential Brands Group (SQBG)	476
Susser Holdings (SUSS)	Energy Transfer Partners (ETP)	501	Contech Castings	Shiloh Industries, Inc. (SHLO)	477
Multimedia Games (MGAM)	Everi Holdings (EVRI)	502	Siemens' stake in Nokia Siemens Networks	Nokia (NOK)	478
MEGA Brands (MB.CA)	Mattel (MAT)	503	Tianjin Automall	China Auto Logistics Inc. (CALI)	479
PNI Digital Media (PN.CA)	Staples (SPLS)	504	Nokia's Devices & Services business, license Nokia's patents and mapping services (NOK)	Microsoft Corporation (MSFT)	480
Stewart Enterprises, Inc. (STEI)	Service Corporation International (SCI)	505	Three La-Z-Boy Furniture Galleries Stores	La-Z-Boy Incorporated (LZB)	481
ExxonMobil's European Commercial Fuel Card Program (XOM)	WEX (WEX)	506	EV Assets	Kandi Technologies Group, Inc. (KNDI)	482
Schawk (SGK)	Matthews International Corporation (MATW)	507	Barkell Limited	Modine Manufacturing Company (MOD)	483
Hess Corporation's U.S. East Coast Bunkering Business (HES)	Aegean Marine Petroleum Inc. (ANW)	508	HomeLink	Gentex Corporation (GNTX)	484
Copano Energy LLC (CPNO)	Kinder Morgan Energy Partners, L.P. (KMP)	509	Apollo Tyres	Cooper Tire & Rubber Company (CTB)	485
Flow Improver Business from Phillips 66 (PSX)	Berkshire Hathaway (BRK.A)	510	The Camshaft Business of Muhr und Bender KG and Mubea MotorKomponenten GmbH	Linamar (LNR.CA)	486
PAA Natural Gas Storage, L.P. (PNG)	Plains All American Pipeline, L.P. (PAA)	511	Hudson Clothing	Joe's Jeans (JOEZ)	487
Cameron's Reciprocating Compression Division (CAM)	GE Oil & Gas (GE)	512	G.H. Bass & Co. Business	G-III Apparel Group, Ltd. (GIII)	488
Aviation Turbine Oil Business from BP (BP)	Eastman Chemical Company (EMN)	513	Maidenform Brands	HanesBrands (HBI)	489
Eagle Ford Natural Gas Gathering System from a subsidiary of Penn Virginia Corporation (PVA)	American Midstream Partners, LP (AMID)	514	M2M Embedded Module and Modem Assets of AnyDATA Corporation	Sierra Wireless (SWIR)	490
Clarke Inc. commercial tank and home heating business (CKI.CA)	TerraVest Capital Inc. (TVK.CA)	515	Creative Recreation Brand	Rocky Brands, Inc. (RCKY)	491
70 Bcfe of natural gas proved reserves in West Virginia and Virginia from GeoMet, Inc. (GMET)	Atlas Resource Partners, L.P. (ARP)	516	W.E.T. Automotive Systems AG	Gentherm (THRM)	492

Birch Lake Energy Inc. (BLK.CA)	Mooncor Oil & Gas Corp. (MOO.CA)	547	Bison Coach	Thor Industries, Inc. (THO)	517
Assets from MidCon Compression (CHK)	Exterran Partners (EXLP)	548	MapMyFitness	Under Armour (UA)	518
Williams' Canadian Assets (WMB)	Williams Partners (WPZ)	549	Beijing Baifen Tonglian Information & Technology Co., Ltd	Zoom Technologies Inc. (ZOOM)	519
Santonia Energy Inc. (STE.CA)	Tourmaline Oil Corp. (TOU.TO)	550	DZV Bearings Company	Federal-Mogul (FDML)	520
Touchstone Exploration Inc. (TAB.CA)	Petrobank Energy and Resources Ltd. (PBG.CA)	551	Assets of Dillon Yarn's American Drawtech Business	Unifi (UFI)	521
EPL Oil & Gas (EPL)	Energy XXI (EXXI)	552	Tianjin Zhonghe Auto Sales Service Co.	China Auto Logistics (CALI)	522
Amarok Energy (AMR.CA)	Passport Energy (PPO.CA)	553	Wahler	BorgWarner (BWA)	523
Longview Oil Corp. (LNV.CA)	Surge Energy Inc. (SGY.CA)	554	Radio Satellite Integrators, Inc.	CalAmp Corp. (CAMP)	524
Chevron Energy Solutions' Federal Operations (CVX)	Energy Systems Group (VVC)	555	Controlling Stake in EESstor	ZENN Motor Company Inc. (ZNN.CA)	525
Suroco Energy Inc. (SRN.CA)	Petroamerica Oil Corp. (PTA.CA)	556	VideoIQ	Avigilon Corporation (AVO.CA)	526
Susser Holdings (SUSS)	Energy Transfer Partners (ETP)	557	Twisted Pair Solutions	Motorola Solutions, Inc. (MSI)	527
Assets from Kinder Morgan, Inc. (KMI)	El Paso Pipeline Partners, L.P. (EPB)	558	Remanufacturing Operations of Pensacola Fuel Injection	Standard Motor Products, Inc. (SMP)	528
Jupiter natural gas gathering system from EQT Corporation (EQT)	EQT Midstream Partners, LP (EQM)	559	Significant Portion of Honeywell Friction Business	Federal-Mogul (FDML)	529
Forest Laboratories, Inc. (FRX)	Actavis (ACT)	560	Spontania	ClearOne (CLRO)	530
Cangene Corporation (CNJ.CA)	Emergent BioSolutions Inc. (EBS)	561	Automotive Electronics Business of Johnson Controls	Visteon Corporation (VC)	531
Emeritus Corporation (ESC)	Brookdale Senior Living Inc. (BKD)	562	Assets of USA Industries	Remy International (REMY)	532
Medistem (MEDS)	Intrexon Corporation (XON)	563	Tinho Union Holding Group	Zoom Technologies Inc. (ZOOM)	533
Cadence Pharmaceuticals, Inc. (CADX)	Mallinckrodt plc (MNK)	564	Affinia Chassis Components Business	Federal-Mogul (FDML)	534
Thermo Fisher Scientific Certain Biosciences Businesses (TMO)	GE Healthcare (GE)	565	Palm, IPAQ and Bitfone Patent Portfolio from HP	Qualcomm Incorporated (QCOM)	535
Ortho-Clinical Diagnostics (JNJ)	The Carlyle Group (CG)	566	Controlling Stake in EESstor	ZENN Motor Company Inc. (ZNN.CA)	536
Warnex (WNX.H.CA)	DIAGNOS Inc. (ADK.CA)	567	Doremi Labs	Dolby Laboratories, Inc. (DLB)	537
3M's Digital Signage Business (MMM)	LSI Industries Inc. (LYTS)	568	Barkell Limited	Modine Manufacturing Company (MOD)	538
Chelsea Therapeutics International, Ltd. (CHTP)	H. Lundbeck A/S (HLUN-A.CO)	569	Balance Of Iconix Latin America	Iconix Brand Group (ICON)	539
Texas Industries (TXI)	Martin Marietta Materials (MLM)	570	Cellular Specialties, Inc.	Westell Technologies, Inc. (WSTL)	540
Texas Industries, Inc. (TXI)	Martin Marietta Materials, Inc. (MLM)	571	In Motion Technology	Sierra Wireless (SWIR)	541
Enterprise Business from Motorola Solutions (MSI)	Zebra Technologies (ZBRA)	572	Sabine	ClearOne (CLRO)	542
Chemtura Agrochemicals Business (CHMT)	Platform Specialty Products Corporation (PAH)	573	Assets of Sport Truck USA	Fox Factory Holding Corp. (FOXF)	543
Alliant Techsystems Inc. (ATK)	Orbital Sciences Corporation (ORB)	574	Atlas Carpet Mills	The Dixie Group (DXYN)	544
Maidenform Brands (MFB)	HanesBrands (HBI)	575	Atlas Carpet Mills	The Dixie Group (DXYN)	545

Intermec (IN)	Honeywell (HON)	576	Gustav Wahler GmbH & Co. KG	BorgWarner (BWA)	546
Newmont's Midas underground operation and mill complex in Nevada (NEM)	Klondex Mines Ltd. (KDX.CA)	605	Global Thermoelectric Inc.	Gentherm (THRM)	577
REBgold Corporation (RBG.CA)	Aquila Resources (AQA.CA)	606	Spontania	ClearOne (CLRO)	578
Remaining 40% interest in the Clavos Gold property (SAS.CA)	Sage Gold Inc. (SGX.CA)	607	Kolpin Outdoors, Inc.	Polaris Industries Inc. (PII)	579
Brigus Gold Corp. (BRD)	Primero Mining Corp. (PPP)	608	Sleep Experts	Mattress Firm Holding Corp. (MFRM)	580
PMI Gold Corporation (PMV.CA)	Asanko Gold Inc. (AKG)	609	Sycamore Partners	The Jones Group Inc. (JNY)	581
Volta Resources Inc. (VTR.CA)	B2Gold Corp. (BTG)	610	Easton Baseball/Softball	Bauer Performance Sports (BAU.CA)	582
Tyhee Gold Corp (TDC.CA)	Santa Fe Gold (SFEG)	611	Air Distribution Technologies	Johnson Controls (JCI)	583
Pan American Goldfields (MXOM)	Canarc Resource (CCM.CA)	612	K-Z, Inc	Thor Industries, Inc. (THO)	584
Eagle Mountain (Z.CA)	Goldsource Mines (GXS.CA)	613	Annex Manufacturing	Standard Motor Products, Inc. (SMP)	585
Birch Hill Gold (BHG.CA)	Canoe Mining (CLV.CA)	614	FineLine Prototyping	Proto Labs, Inc. (PRLB)	586
100% of Osisko's issued and outstanding common shares (OSK.CA)	Yamana and Agnico Eagle (AUY)	615	Mattress King and BedMart Stores	Mattress Firm Holding Corp. (MFRM)	587
West Cirque Resources Ltd. (WCQ.CA)	Kaizen Discovery (KZD.CA)	616	prAna Living LLC	Columbia Sportswear Company (COLM)	588
Animas Resources Ltd. (ANI.CA)	GoGold Resources Inc. (GGD.CA)	617	Mill Road Capital	R.G. Barry Corporation (DFZ)	589
Azincourt Uranium (AAZ.CA)	Macusani Yellowcake (YEL.CA)	618	Affinia Chassis Components Business	Federal-Mogul (FDML)	590
ICN Resources Ltd. (ICN.CA)	Corazon Gold Corp. (CGW.CA)	619	Monarch Supply	Russel Metals Inc. (RUS.CA)	591
Titanium Metals Corporation (TIE)	Precision Castparts Corp. (PCP)	620	Portex Minerals Inc.	European Uranium Resources Ltd. (EUU.CA)	592
Metals USA Holdings Corp. (MUSA)	Reliance Steel & Aluminum Co. (RS)	621	89% of Rockgate	Denison Mines Corp. (DNN)	593
ATI's Tungsten Materials Business (ATI)	Kennametal (KMT)	622	XDM Royalty Corp.	Roxgold Inc. (ROG.CA)	594
Sunrise Senior Living, Inc. (SRZ)	Health Care REIT (HCN)	623	Balance of the OJVG that it does not already own with Franco-Nevada	Teranga Gold Corporation (TGZ.CA)	595
American Realty Capital Trust, Inc. (ARCT)	Realty Income Corporation (O)	624	Calumet Claims From Caribou King	Canada Carbon (CCB.CA)	596
Gaylord Entertainment Company, now Ryman Hospitality Properties, Inc. (RHP)	Marriott International, Inc. (MAR)	625	Global Royalty Corp.	Coeur Mining, Inc. (CDE)	597
CreXus Investment Corp. (CXS)	Annaly Capital Management, Inc. (NLY)	626	Springer Tungsten Mine and Mill	Silver Predator (SPD.CA)	598
American Realty Capital Trust (ARCT)	Realty Income (O)	627	First Uranium	Algold Resources Ltd. (ALG.CA)	599
CapLease, Inc. (LSE)	American Realty Capital Properties, Inc. (ARCP)	628	Remaining 30.8% of Cerro Del Gallo	Primero Mining Corp. (PPP)	600
Colonial Properties Trust (CLP)	Mid-America Apartment Communities (MAA)	629	North Dakota Oil and Gas Assets	Natural Resource Partners L.P. (NRP)	601
Dow Jones Local Media Group (NWSA)	Newcastle Investment Corp. (NCT)	630	Portex Minerals Inc.	European Uranium Resources Ltd. (EUU.CA)	602
Thomas Properties Group, Inc. (TPGI)	Parkway Properties, Inc. (PKY)	631	Prairie and Mountain coal mining operations of Sherritt International Corporation	Westmoreland Coal Company (WLB)	603
Cole Real Estate Investments (COLE)	American Realty Capital Properties (ARCP)	632	Assets of Atrium's Greenville, TX Vinyl Extrusion Facility	Quanex Building Products Corporation (NX)	604

BRE Properties (BRE)	Essex Property Trust, Inc. (ESS)	662	Springer Mining Company and Nevada Assets	Americas Bullion Royalty Corp. (AMB.CA)	633
Cole Real Estate Investments (COLE)	American Realty Capital Properties (ARCP)	663	Northcote Pottery	Griffon Corporation (GFF)	634
Remaining Common Shares of Brookfield Office Properties (BPO)	Brookfield Property Partners (BPY)	664	Osisko Mining Corporation	Goldcorp (GG)	635
Royal Host Inc. (RYL.CA)	Holloway Lodging Corporation (HLC.CA)	665	Minergia S.A.C.	Advanced Uranium Company (AAZ.CA)	636
Supertex (SUPX)	Microchip Technology (MCHP)	666	Portex Minerals Inc.	European Uranium Resources Ltd. (EUU.CA)	637
PNI Digital Media (PN.CA)	Staples (SPLS)	667	60% interest in the North East Tanjung Block	Mill City (MCYGF)	638
LSI Corporation (LSI)	Avago Technologies (AVGO)	668	66% interest in an engineering firm that specializes in wood structures	Canam Group (CAM.CA)	639
Dollar Thrifty Automotive Group (DTG)	Hertz Global Holdings (HTZ)	669	Deck and Cladding Products Business from Roll Form Group	Vicwest Inc. (VIC.CA)	640
USA Truck (USAK)	Knight Transportation (KNX)	670	Canadian Uranium Financing	Central Resources Corp. (CBC.CA)	641
Wheels Group Inc. (WGI.CA)	Difference Capital (DCF.CA)	671	Imerys	AMCOL International Corporation (ACO)	642
Clarke Transport Inc. and Clarke Road Transport Inc. (CKI.CA)	TransForce Inc. (TFI.CA)	672	Cancor Mines Inc.	Yorbeau Resources Inc. (YRB.A.CA)	643
Pacer International (PACR)	XPO Logistics, Inc. (XPO)	673	Oban Exploration Limited	Braeval Mining Corporation (BVL.CA)	644
Teavana Holdings, Inc. (TEA)	Starbucks Coffee Company (SBUX)	674	Sierra Mining Limited	RTG Mining Inc. (RTG.CA)	645
Ameristar Casinos, Inc. (ASCA)	Pinnacle Entertainment, Inc. (PNK)	675	Springer Mining Company	Silver Predator Corp. (SPD.CA)	646
WMS Industries Inc. (WMS)	Scientific Games Corporation (SGMS)	676	Azarga Resources Limited	Powertech Uranium Corp. (PWE.CA)	647
Three State-of-the-Art Theatres Totaling 52 Screens from Cinemark (CNK)	Carmike Cinemas (CKEC)	677	Champagne Resources	Mainstream Minerals Corporation (MJO.CA)	648
Gaiam, Inc.'s Entertainment Unit (GAIA)	Cinedigm Corp. (CIDM)	678	Mivisa Envasas, SAU	Crown Holdings (CCK)	649
PokerTek, Inc. (PTEK)	Multimedia Games (MGAM)	679	Identillect Technologies Inc.	Remo Resources Inc. (RER.CA)	650
Royal Host Inc. (RYL.CA)	Holloway Lodging Corporation (HLC.CA)	680	Wolf Trax, Inc.	Compass Minerals (CMP)	651
Aastra Technologies Limited (AAH.CA)	Mitel (MITL)	681	Atala Resources Corp.	Brionor Resources Inc. (BNR.CA)	652
Ameren Energy Resources (AEE)	Dynegy (DYN)	682	Vexxel Composites, LLC	Luxfer Group (LXFR)	653
UNS Energy Corporation (UNS)	Fortis Utility Group (FTS.CA)	683	Lorente y Pallares, S.L.	Solid Resources (SRW.CA)	654
Dynamics Research Corporation (DRCO)	Engility Holdings, Inc. (EGL)	684	Interest in Kilo Goldmines Ltd	Corona (CRG.CA)	655
EMCOR Group, Inc. (EME)	TRC Companies, Inc. (TRR)	685	100% of Belridge Enterprises Pty Ltd	Melior Resources Inc. (MLR.CA)	656
Intel Media Assets (INTC)	Verizon Communications Inc. (VZ)	686	Balkan Resources Inc	Arian Resources (ARC.CA)	657
Dominion's Retail Electric Business (D)	NRG Energy, Inc. (NRG)	687	Oban Exploration Limited	Braeval Mining Corporation (BVL.CA)	658
Superior Plus Corp. (SPB.CA)	Crius Energy Trust (KWH.UN.CA)	688	Silica Deposit for Emerging Lithium Ion Battery Technology	American Manganese Inc. (AMY.CA)	659
Constellation Energy (CEG)	Exelon Corporation (EXC)	689	Draco Resources, Inc.	Armco Metals Holdings (AMCO)	660
Harris Interactive Inc. (HPOL)	Nielsen Holdings N.V. (NLSN)	690	Assets of Wolfpack Gold	Timberline Resources Corporation (TLR)	661

Schawk (SGK)	Matthews International Corporation (MATW)	720	Springer Mining Company	Silver Predator Corp. (SPD.CA)	691
Telecommunications Infrastructure Services Subsidiaries From Quanta Services (PWR)	Dycom Industries, Inc. (DY)	721	Redtail Metals Corp.	Golden Predator Mining Corp. (GPY.CA)	692
ENGlobal's Gulf Coast Operations (ENG)	Furmanite Corporation (FRM)	722	Sandstorm Metals & Energy	Sandstorm Gold (SAND)	693
Belo Corp (BLC)	Gannett (GCI)	723	AM&M Advanced Machine and Materials Inc.	5N Plus (VNP.CA)	694
Cenveo Custom Envelope Group (CVO)	Ennis, Inc. (EBF)	724	Chillit Chillers	WaterFurnace Renewable Energy, Inc. (WFL.CA)	695
Empire District Electric Co (EDE)	Algonquin Power & Utilities (AQN)	725	Assets of Wolfpack	Timberline Resources Corporation (TLR)	696
Virgin America Inc (VA)	Alaska Air Group Inc (ALK)	726	Metates Royalty	Chesapeake Gold Corp. (CKG.CA)	697
Glacier Water Services Inc (GWSV)	Primo Water Corp (PRMW)	727	Palmer of Texas	Synalloy Corporation (SYNL)	698
Transocean Partners LLC (RIGP)	Transocean Ltd (RIG)	728	Compton Petroleum Corporation	MFC Industrial Ltd. (MIL)	699
Amsurg Corp (AMSG)	Envision Healthcare Corp (EVHC)	729	Texas Honing, Inc.	Precision Castparts Corp. (PCP)	700
Dts Inc (DTSI)	Adeia Inc (ADEA)	730	Maple Minerals Corporation	Trevali Mining Corporation (TV.CA)	701
Post Properties Inc (PPS)	Mid America Apartment Communiti (MAA)	731	Mitsui Zinc Powders LLC	Horsehead Holding Corp. (ZINC)	702
Aegerion Pharmaceuticals Inc (AEGR)	Novelion Therapeutics Inc (NVLNF)	732	Kokkola Cobalt Refinery	Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc. (FCX)	703
Full Circle Capital Corp (FULL)	Great Elm Capital Corp (GECC)	733	Sebree	Century Aluminum Company (CENX)	704
Chipmos Technologies Bermuda (IMOS1)	Chipmos Technologies Inc (IMOS)	734	Siltech	Globe Specialty Metals, Inc. (GSM)	705
Parkway Properties Inc (PKY1)	Cousins Properties Inc (CUZ)	735	Intergeo	Mercator Minerals (ML.CA)	706
Questar Corp (STR1)	Dominion Energy Inc (D)	736	Stake in ARITAS	Worthington Industries, Inc. (WOR)	707
Handy & Harman Ltd (HNH)	Steel Partners Holdings L.P (SPLP)	737	66% interest in an engineering firm that specializes in wood structures	Canam Group (CAM.CA)	708
Markwest Energy Partners L P (MWE)	Mplx Lp (MPLX)	738	Directed Manufacturing	RTI International Metals, Inc. (RTI)	709
Pericom Semiconductor Corp (PSEM)	Diodes Inc (DIOD)	739	Dynamic Flowform	Allegheny Technologies Incorporated (ATI)	710
Silvercrest Mines Inc (SVLC)	First Majestic Silver Corp (AG)	740	Silica Deposit for Emerging Lithium Ion Battery Technology	American Manganese Inc. (AMY.CA)	711
Trade Street Residential Inc (TSRE)	Independence Realty Trust Inc (IRT)	741	AM&M Advanced Machine and Materials Inc.	5N Plus (VNP.CA)	712
Kodiak Oil & Gas Corp (KOG)	Whiting Petroleum Corp (WLL2)	742	New York City's Essex House Hotel from the Dubai Investment Group	Strategic Hotels & Resorts, Inc. (BEE)	713
Qr Energy Lp (QRE)	Breitburn Energy Partners Lp (BBEPQ)	743	Portfolio of nine automotive dealerships	W. P. Carey & Co. LLC (WPC)	714
Digital Cinema Destinations Corp (DCIN)	Carmike Cinemas Inc (CKEC)	744	Credo Petroleum	Forestar (FOR)	715
Pioneer Southwest Energy Partne (PSE)	Pioneer Natural Resources Co (PXD)	745	Harris Teeter supermarket in Charlotte, North Carolina	Agree Realty Corporation (ADC)	716
Acreage Holdings (ACRGF)	Canopy Gwth(WEED)	746	Sotheby's International Realty Canada and Sotheby's International Realty Quebec	360 VOX Corporation (VOX.CA)	717
Acreage Holdings (ACRGF)	Canopy Gwth(CGC)	747	American Realty Capital Trust III, Inc.	American Realty Capital Properties, Inc. (ARCP)	718
Array BioPharma Inc.	Pfizer (PFE)	748	LNR Property LLC	Starwood Property	719

Com (ARR)				Trust(STWD)	
TC Energy(TRP)	UGI(UGI)	778	Tracy Pavilion	Excel Trust, Inc. (EXL)	749
Tableau Software (DATA)	Salesforce.com (CRM)	779	Archstone Enterprise LP	AvalonBay Communities, Inc. and Equity Residential (AVB)	750
AltaGas Power Holdings (U.S.)(ALA)	Atlantic Power (AT)	780	IMPACT-CORTI	CBRE Group, Inc. (CBG)	751
Hecla Mining(HL)	Monarch Gold (MQR)	781	MPG Office Trust, Inc.	Brookfield Office Properties Inc. (BPO)	752
Johnson & Johnson (JNJ)	j2 Global(JCOM)	782	Tommy Hilfiger European Distribution Center	W. P. Carey Inc. (WPC)	753
CSX(CSX)	Canadian National Railway(CNI)	783	Federal National Mortgage Association	Two Harbors Investment Corp. (TWO)	754
WageWorks(WAGE)	HealthEquity (HQY)	784	EF&A Funding, L.L.C, d/b/a Alliant Capital LLC	Ares Commercial Real Estate Corporation (ACRE)	755
PCM(PCMI)	Insight Enterprises (NSIT)	785	\$807 Million GE Capital Portfolio	American Realty Capital Properties, Inc. (ARCP)	756
NetEase(NTES)	Alibaba Group Holding (BABA)	786	Wexford Science & Technology	BioMed Realty (BMR)	757
Hydrogenics(HYGS)	Cummins(CMI)	787	Grace Pacific Corporation	Alexander & Baldwin, Inc. (ALEX)	758
Midsouth Bancorp(MSL)	Hancock Whitney(HWC)	788	17 Assisted Living Communities	National Health Investors, Inc. (NHI)	759
Peak Resorts(SKIS)	Vail Resorts(MTN)	789	Prologis Institutional Alliance Fund II	Prologis, Inc. (PLD)	760
Finisar(FNSR)	II-VI (IIVI)	790	American Realty Capital Trust IV, Inc.	American Realty Capital Properties, Inc. (ARCP)	761
GameStop(GME)	Cool Holdings (AWSM)	791	Longview Timber LLC	Weyerhaeuser Company (WY)	762
3M(MMM)	PAR Technology (PAR)	792	Corporate Property Associates 16 Global Incorporated	W. P. Carey Inc. (WPC)	763
AltaGas(ALA)	TerraForm Power (TERP)	793	Correctional Alternatives, Inc.	CCA (CXW)	764
VUNGLE	Blackstone Group (BX)	794	Means Knaus Partners	Jones Lang LaSalle (JLL)	765
Oaktree Capital Group (OAK)	Brookfield Asset Mgmt (BAM)	795	Minority Participation in KBC Bank Deutschland AG	Apollo Commercial Real Estate Finance, Inc. (ARI)	766
Party City Holdco (PRTY)	Canadian Tire Corp (CTC)	796	Three IASIS Facilities	Medical Properties Trust, Inc. (MPW)	767
Independent Bank Gr (IBTX)	Great Western Bancorp (GWB)	797	Curry Association Management	FirstService Corporation (FSRV)	768
Marathon Petroleum (MPC)	Andersons (ANDE)	798	Servicing advances from Nationstar Mortgage LLC	New Residential Investment Corp. (NRZ)	769
Pointer Telocation (PNTR)	I.D. Systems Inc (IDSY)	799	Bulk pool of mortgage servicing rights from Flagstar Bank, FSB	Two Harbors Investment Corp. (TWO)	770
Carbon Black (CBLK)	VMware (VMW)	800	American Realty Capital Trust IV	American Realty Capital Properties (ARCP)	771
Dick's Sporting Goods (DKS)	Sportsman's Warehouse (SPWH)	801	Fortress Portfolio	American Realty Capital Properties, Inc. (ARCP)	772
Presidio Bank (PDOB)	Heritage Commerce (HTBK)	802	Corporate Property Associates 16	W. P. Carey (WPC)	773
Micro Focus Intl (MFGP)	Open Text(OTEX)	803	Cole Real Estate Investments	American Realty Capital Properties (ARCP)	774
BorgWarner (BWA)	Enstar Gr(ESGR)	804	\$1.05 Billion Healthcare Real Estate Portfolio	NorthStar Realty Finance (NRF)	775
Roper Technologies (ROP)	AMETEK(AME)	805	Maltais Geomatics	Altus Group (AIF.CA)	776
C&J Energy Services(CJ)	Keane Group(FRAC)	806	The Meadows Racetrack and Casino	Gaming and Leisure Properties, Inc. (GLPI)	777
United Financial Bancorp (UBNK)	People's United Finl(PBCT)	835	BioPharm Systems	Perficient, Inc. (PRFT)	807
A&E Medical orporation	Zimmer Biomet Holdings ZBH	836	DraftDay.com	MGT Capital Investments, Inc. (MGT)	808

Stewardship Financial (SSFN)	Columbia Financial (CLBK)	837	Assets of Les technologies LUXELL Limited	Star Navigation Systems Group Ltd (SNA.CA)	809
Cerecor(CERC)	Aytu BioScience (AYTU)	838	Computer Management USA	Descartes Systems Group (DSGX)	810
Symantec(SYMC)	Broadcom (AVGO)	839	Grass Valley	Belden (BDC)	811
Roadrunner Transportation (RRTS)	Universal Logistics Hldgs (ULH)	840	Automotive Patent Portfolio	Wi-LAN Inc. (WILN)	812
ADT (ADT)	TELUS (T.TO)	841	Pixartprinting Srl	Vistaprint (VPRT)	813
Genomic Health (GHDX)	Exact Sciences (EXAS)	842	Apartments.com	CoStar Group (CSGP)	814
Shore Community Bank Toms (SHRC)	1st Constitution (FCCY)	843	Medical Modeling	3D Systems (DDD)	815
Chesapeake Energy (CHK)	Comstock Resources (CRK)	844	Harvest Technologies	Stratasys (SSYS)	816
Harsco(HSC)	SPX(SPXC)	845	CHCA Computer Systems Inc.	GE Healthcare (GE)	817
Noble Energy (NBL)	Noble Midstream Partners (NBLX)	846	SEACON Group	TE Connectivity (TEL)	818
Lockheed Martin (LMT)	Tejon Ranch (TRC)	847	Truesense Imaging, Inc.	ON Semiconductor (ONNN)	819
Gannett (GCI)	New Media Investment Gr(NEWM)	848	Critical Software Ltd.	j2 Global, Inc. (JCOM)	820
Celgene (CELG)	Bristol-Myers Squibb (BMY)	849	KBS Building Systems	Aetrium Incorporated (ATRM)	821
Marin Software (MRIN)	SharpSpring (SHSP)	850	Asset Acquisition of Interfacial Solutions	Stratasys (SSYS)	822
Barkerville Gold Mines (BGM)	Osisko Gold Royalties (OR)	851	Amilabo SAS	Mesa Laboratories, Inc. (MLAB)	823
IBM(IBM)	SS&C Technologies Hldgs(SSNC)	852	WeatherOne AS	ChyronHego (CHYR)	824
CUI Global(CUI)	Bel Fuse (BELFA)	853	Mindspeed ARM processor business from MACOM	Freescale Semiconductor (FSL)	825
Semgroup (SEMG)	Energy Transfer (ET)	854	100% of AutoPoint from Joint Venture with Welsh, Carson, Anderson & Stowe	Solera Holdings, Inc. (SLH)	826
Diplomat Pharmacy (DPLO)	UnitedHealth Group (UNH)	855	Rights to Crazy Market from CJ E&M	Electus International (IACI)	827
Viacom (VIAB)	CBS Corporation (CBS)	856	Majority Stake in Norway's ZXY Sport Tracking AS	ChyronHego (CHYR)	828
General Electric (GE)	Athene Holding (ATH)	857	Hazmasters, Inc.	WESCO International, Inc. (WCC)	829
Genworth MI Canada (MIC)	Brookfield Business (BBU)	858	Mark Boulton Design	Monotype Imaging Holdings Inc. (TYPE)	830
Impala Platinum Holdings (IMPUF)	North American Palladium (PDL)	859	Smart Data	Xerox (XRX)	831
Kinder Morgan (KMI)	Pembina Pipeline (PBA)	860	Cyvera	Palo Alto Networks (PANW)	832
Vitamin Shoppe (VSI)	Liberty Tax Inc Class A (TAXA)	861	Automotive Portfolio	Wi-LAN Inc. (WILN)	833
Campbell Soup (CPB)	KKR & Co (KKR)	862	Silverpop	IBM (IBM)	834
Corteva(CTVA)	American Vanguard (AVD)	896	Zygo Corporation	AMETEK (AME)	863
Carbonite(CARB)	Open Text(OTEX)	897	HiTek Power Group	Advanced Energy Industries, Inc. (AEIS)	864
Fortress Transportation (FTAI)	Canadian Pacific Railway (CP)	898	Titan Aerospace	Google (GOOG)	865

Pivotal Software(PVTL)	VMware(VMW)	899	BGI Instruments Business	Mesa Labs (MLAB)	866
Highlands Bankshares (HLND)	First Community (FCBC)	900	FeedMagnet	Bazaarvoice (BV)	867
Ecology and Environment (EEI)	WSP Global (WSP)	901	CHCA Computer Systems Inc	GE Healthcare (GE)	868
BioSpecifics Technologies BSTC	Endo International (ENDPQ)	902	Robtec	3D Systems (DDD)	869
United Insurance Holdings UIHC	HCI Group (HCI)	903	Time-Bandwidth Products	JDSU (JDSU)	870
Consol Coal Resources Lp CCR	Consol Energy Inc(CEIX)	904	All Remaining Shares of Advanced Inflight Alliance	Global Eagle Entertainment (ENT)	871
Allegro Ophthalmics	Bausch Health Cos (BHC)	905	Value Lighting Inc.	Revolution Lighting Technologies (RVLT)	872
ECHO DCL	SG Blocks (SGBX)	906	HowStuffWorks	Blucora (BCOR)	873
Deloitte's Life Sciences Pricing and Contracting Solutions	Model N (MODN)	907	AirPatrol Corporation	Sysorex Global Holdings Corp. (SYRX)	874
Groen Gas Gelderland B.V	Ellomay Capital (ELLO)	908	New iSoftStone Holdings Limited and New iSoftStone Acquisition Limited	iSoftStone Holdings Limited (ISS)	875
Ebro	TreeHouse Foods (THS)	909	OrgSpan	Interactive Intelligence (ININ)	876
Virtual Driver Interactive	Cemtrex (CETX)	910	Jasper Design Automation	Cadence Design Systems, Inc. (CDNS)	877
Voxbone	Bandwidth (BAND)	911	Nidec-Read Corporation and Nidec Copal Electronics Corporation	Nidec (NJ)	878
Compact Power Equipment, Inc	Home Depot (HD)	912	Accruity Inc.	Points International (PCOM)	879
Hanover Direct	Home Depot (HD)	913	itaas	Cognizant (CTSH)	880
Clear Genetics	Invitae(NVTA)	914	Liberate Ideas Inc.	NexJ Systems Inc. (NXJ.CA)	881
Peck Electric Co.	Jensyn Acquisition Corp. (JSYN)	915	docTrackr	Intralinks (IL)	882
Ouro Verde	Brookfield Business (BBU)	916	Nokia Devices and Services business	Microsoft Corp. (MSFT)	883
Colonial Circuits	Firan Technology Group (FTG)	917	Integrated Memory Logic Limited	Exar Corporation (EXAR)	884
iKentoo	Lightspeed POS (LSPD)	918	Jaspersoft	TIBCO Software (TIBX)	885
Portway International Inc	Avalara (AVLR)	919	Wolfson Microelectronics	Cirrus Logic (CRUS)	886
Infiltrator Water Technologies	Advanced Drainage Systems(WMS)	920	Inktank	Red Hat, Inc. (RHT)	887
Risk Capital Pty Ltd	Willis Towers Watson (WLTW)	921	7Delta, Inc.	ManTech International Corporation (MANT)	888
Prevtec Microbia Inc	Elanco Animal Health (ELAN)	922	i4C Analytics	Accenture (ACN)	889
Industria Grafica Foroni Ltd	ACCO Brands (ACCO)	923	Thermal, Renewables and Grid businesses of Alstom	GE (GE)	890
Cliniclands	Henry Schein (HSIC)	924	PlayFirst	Glu Mobile Inc. (GLUU)	891
Gardia Medical Ltd.	Cardiovascular Systems (CSII)	925	Jointech	EPAM Systems, Inc. (EPAM)	892
Northstream	Accenture (ACN)	926	SBG Innovatie BV and Navtronics BVBA	Raven Industries (RAVN)	893
Celect	Nike(NKE)	927	SpaceClaim Corporation	ANSYS (ANSS)	894
Alliance Reservations Network	Wyndham Destinations (WYND)	928	Vacation Home Rentals	TripAdvisor (TRIP)	895
Belatrix Software	Globant(GLOB)	964	Assets of Keragis Corporation	Hittite Microwave Corporation (HITT)	929
J. Kings Food Service Professionals	Sysco(SYY)	965	Truesense Imaging	ON Semiconductor (ONNN)	930
Greats Brand	Steven Madden(SHO)	966	DSSD, Inc.	EMC (EMC)	931

Chemstar Corporation	Ecolab(ECL)	967	ISG Holdings, Inc.	Xerox (XRX)	932
Budget Box Mobile Storage	Mobile Mini(MINI)	968	Soft-ex Communications	WidePoint Corporation (WYY)	933
BB Dakota	Steven Madden (SHOO)	969	DealTicker.com	LiveDeal Inc. (LIVE)	934
SentreHEART, Inc.	AtriCure(ATRC)	970	lafourchette	TripAdvisor (TRIP)	935
Truverra Inc	Supreme Cannabis Co (FIRE)	971	nPulse Technologies	FireEye (FEYE)	936
Northwest Painting	Universal Forest Products (UFPI)	972	Streetlight.Vision	Silver Spring Networks (SSNI)	937
TriSource Solutions	Repay Holdings (RPAY)	973	Assets of MeshLabs Software Private Limited	Pegasystems (PEGA)	938
Swiss Tool Systems AG	RBC Bearings (ROLL)	974	Convertro	AOL (AOL)	939
IMX Medical Management Services	Leidos Holdings (LDOS)	975	UpdateLogic, Inc.	Silicon Image (SIMG)	940
FTD Companies, Inc.	1-800-Flowers.com (FLWS)	976	CentraMed, Inc.	Streamline Health Solutions, Inc. (STRM)	941
Dollarcity	Dollarama(DOL)	977	Hotelmobi	Remark Media (MARK)	942
jClarity	Microsoft(MSFT)	978	Ionia Corporation	LogMeIn (LOGM)	943
Jibestream Inc.	Inpixon(INPX)	979	Forcea	IMS Health (IMS)	944
NurseFly	IAC/InterActiveCorp (IAC)	980	Wurldtech	GE (GE)	945
Intrinsic	Vmware (VMW)	981	LiveRamp	Axiom (ACXM)	946
Insomniac Games, Inc.	Sony(SNE)	982	MSM Group of Companies	Wheels Group Inc. (WGLCA)	947
DrillScan	Helmerich & Payne (HP)	983	Allied Transportation Company	Kirby Corporation (KEX)	948
BestTransport.com, Inc.	Descartes Systems Gr (DSGX)	984	Phoenix International, Inc.	C.H. Robinson Worldwide, Inc. (CHRW)	949
Cimpl	Upland Software (UPLD)	985	Pioneer Rental	Hertz Equipment Rental Co. (HTZ)	950
IDS Technology	Monaker Group (MKGI)	986	RailAmerica	Genesee & Wyoming Inc. (GWR)	951
Good Uncle	Aramark (ARMK)	987	United Ocean Services	International Shipholding Corporation (ISH)	952
ABS Technology	ePlus (PLUS)	988	Sharp Freight Systems, Inc.	Echo Global Logistics, Inc. (ECHO)	953
Fully	Knoll (KNL)	989	OHL's Turbo Logistics	XPO Logistics, Inc. (XPO)	954
Millis Transfer, Inc	Heartland Express (HTLD)	990	Marvir Logistics	Radiant Logistics, Inc. (RLGT)	955
Nordresa Motors, Inc.	Dana (DAN)	991	Assets of Reef Shipping	Matson, Inc. (MATX)	956
NuZinc, LLC	AZZ (AZZ)	992	Velocity Express	TransForce Inc. (TFICA)	957
Tuffy Manufacturing Industries, Inc.	Myers Industries (MYE)	993	Regional One, Inc.	Exchange Income Corporation (EIFCA)	958
G.&L. Clothing	Boot Barn Holdings (BOOT)	994	Total Quality, Inc.	Forward Air Corporation (FWRD)	959
Modis Therapeutics, Inc.	Zogenix (ZGNX)	995	Hyndman Transport Limited	Celadon Trucking Services (CGI)	960
MAPADOCbusiness	SPSCommerce (SPSC)	996	Deuce Disposal Ltd.	Contrans Group Inc. (CSS.CA)	961
Fairway Technologies	Accenture (ACN)	997	Carmen Knutsen	KNOT Offshore Partners LP (KNOP)	962
EBRO FOODS S.A.	Hain Celestial Group (HAIN)	998	Central Refrigerated Transportation, Inc.	Swift Transportation Company (SWFT)	963
XynManagement	CareDx (CDNA)	1030	90% of Pro-Par Group	Clarke Inc. (CKICA)	999
Cargex S.A.	FedEx (FDX)	1031	Two school bus companies	Student Transportation Inc. (STB)	1000
Rare Industries	48North Cannabis	1032	On Time Express, Inc.	Radiant Logistics (RLGT)	1001

	(NRTH)				
Astrix S.A	Unilever (UL)	1033	Selected Assets of N. Yanke Transfer Limited	Celadon Group, Inc. (CGI)	1002
Ciesse S.p.A.	LCI Industries (LCII)	1034	Westport Axle Corporation	Universal Truckload Services, Inc. (UACL)	1003
Sunflower Systems	CGI (GIB)	1035	Ownership interests in the company that will own and operate the Golar Igloo	Golar LNG Partners LP (GMLP)	1004
Olympus Controls Corp.	Applied Industrial Tech (AIT)	1036	Equity Interest in West Atlantic AB	Air Transport Services Group, Inc. (ATSG)	1005
Brickell Biotech, Inc.	Vical(VICL)	1037	Assets from two California operations of Atlantic Express	Student Transportation Inc. (STB)	1006
Brinig Taylor Zimmer, Inc	CBIZ (CBZ)	1038	Rich Logistics	Roadrunner Transportation Systems (RRTS)	1007
Presto Maintenance Supply.	HD Supply Holdings (HDS)	1039	Supaswift Businesses in Southern Africa	FedEx Corp. (FDX)	1008
Thunderhead Wind Energy Center.	WEC Energy Group (WEC)	1040	Cookie Jar Entertainment	DHX Media Ltd. (DHX.CA)	1009
AgDNA	CNHIndustrial (CNHI)	1041	Simply Wheelz, LLC	Franchise Services of North America Inc. (FSN.CA)	1010
Trilex	Transcontinental (TCL.A)	1042	Yard House USA, Inc.	Darden Restaurants, Inc. (DRI)	1011
Iowa Steel Fabrication LLC.	TerraVest Industries (TVK)	1043	Apex Car Rentals	Avis Budget Group, Inc. (CAR)	1012
Heritage One Door & Carpentry	BMC Stock Holdings (BMCH)	1044	Shell Vacations LLC	Wyndham Worldwide (WYN)	1013
Big 3 Precision	Eastern Co (EML)	1045	Mr. Souvlaki Ltd.	MTY Food Group Inc. (MTY.CA)	1014
Financial Database Services	Broadridge Financial Soln(BR)	1046	Riverwalk Casino and Hotel	Churchill Downs Incorporated (CHDN)	1015
Micralyne Inc.	Teledyne Technologies (TDY)	1047	Cookie Jar Entertainment	DHX Media Ltd (DHX.CA)	1016
Aspyr Engineering Ltd.	IBI Group(IBG)	1048	Lucasfilm Ltd.	The Walt Disney Company (DIS)	1017
GetFeedback, Inc.	SVMK(SVMK)	1049	Harrah's St. Louis	Penn National Gaming, Inc. (PENN)	1018
Bannockburn Global Forex, LLC	First Financial Bancorp (FFBC)	1050	Peninsula Gaming, LLC	Boyd Gaming Corporation (BYD)	1019
Arcadia Data	Cloudera (CLDR)	1051	Great Escape Theatres	Regal Entertainment Group (RGC)	1020
Hedvig	CommVault Systems (CVLT)	1052	Membership Units of Paradise Restaurants Group LLC	Luby's, Inc. (LUB)	1021
3LOG Systems, Inc.	Trimble (TRMB)	1053	Majority Of trivago	Expedia, Inc. (EXPE)	1022
New Century Software	MISTRAS Group (MG)	1054	Lucasfilm Ltd. LLC	The Walt Disney Company (DIS)	1023
Pacific Design Technologies, Inc	AMETEK (AME)	1055	Technomedia Solutions	Mood Media Corporation (MM.CA)	1024
BS Plastic A/S	LiqTech International (LIQT)	1056	Retama Park Racetrack	Pinnacle Entertainment, Inc. (PNK)	1025
Suppla	Iron Mountain (IRM)	1057	Romano's Macaroni Grill	Ignite Restaurant Group (IRG)	1026
ERJ Dining	Brinker International (EAT)	1058	Hollywood Theaters	Regal Entertainment Group (RGC)	1027
EuroKids International Pvt. Ltd.	KKR & Co (KKR)	1059	Majority Interest In trivago	Expedia, Inc. (EXPE)	1028
Redwood Holding Group, LLC	Cronos Group (CRON)	1060	Oxford Casino	Churchill Downs Incorporated (CHDN)	1029
Streamroot Inc	CenturyLink (CTL)	1093	Hollywood Theaters	Regal Entertainment Group (RGC)	1061
Voicea	Cisco Systems (CSCO)	1094	SushiGo	MTY Food Group Inc. (MTY.CA)	1062
XTRACT Technologies	Patriot One Technologies (PAT)	1095	AwesomenessTV	DreamWorks Animation SKG, Inc. (DWA)	1063

eZforex.com, Inc.	Currency Exchange Intl (CXI)	1096	Extreme Pita, PurBlendz and Mucho Burrito	MTY Food Group Inc. (MTY.CA)	1064
SequenceBase	Clarivate Analytics (CCC)	1097	Rave Theatres	Cinemark Holdings, Inc. (CNK)	1065
Walker Die Casting and C&R Tool and Engineering	Allison Transmission (ALSN)	1098	SushiGo	MTY Food Group Inc. (MTY.CA)	1066
Rebound Therapeutics	Integra Lifesciences (IART)	1099	The Blue Chip Company's Manufacturing Assets	Gaming Partners International Corporation (GPIC)	1067
The Hallen Construction Co., Inc.	Quanta Services (PWR)	1100	BDG Music Group	Live Nation Entertainment (LYV)	1068
Talech	US Bancorp(USB)	1101	Payless Car Rental	Avis Budget Group, Inc. (CAR)	1069
Shanghai TCH Energy Technology Co.	China Recycling Energy (CREG)	1102	Pacific Monarch Resorts and Island One	Diamond Resorts International (DRII)	1070
Royal Truck Body	Spartan Motors(SPAR)	1103	assets of Thai Zone	MTY Food Group Inc. (MTY.CA)	1071
TTT-Cubed, Inc.	Heico(HEI)	1104	iTVX	Rentrak (RENT)	1072
Pragsis Bidoop	Accenture(ACN)	1105	Ragdoll Worldwide	DHX Media (DHX.CA)	1073
Delego Software	EVO Payments (EVOP)	1106	Extreme Pita, PurBlendz and Mucho Burrito	MTY Food Group Inc. (MTY.CA)	1074
ATRM Holdings, Inc.	Digirad(DRAD)	1107	Convergent Media Systems	Ballantyne Strong, Inc. (BTN)	1075
Orevada Metals, Inc.	U.S. Gold(USAU)	1108	Thai Zone	MTY Food Group Inc. (MTY.CA)	1076
Jet Harvest Solutions	Marrone Bio Innovations (MBII)	1109	Quanjude	China Lodging Group, Limited (HTHT)	1077
Compass Analytics, LLC	Black Knight (BKIN)	1110	WMS Industries Inc.	Scientific Games (SGMS)	1078
SoundBetter	Spotify Technology (SPOT)	1111	Voodoo Music & Arts Experience	Live Nation Entertainment (LYV)	1079
Ecomdash	Endurance Intl Gr Hldgs (EIGI)	1112	Controlling Interest in Brazilian Joint Venture	Bloomin' Brands, Inc. (BLMN)	1080
RITEQ	Ceridian HCM Holding (CDAY)	1113	Bookabach	HomeAway, Inc. (AWAY)	1081
SGA's Food Group	US Foods Holding (USFD)	1114	Protea Hospitality Holdings	Marriott International, Inc. (MAR)	1082
Orchids Paper Products Company	Cascades (CAS)	1115	Eldorado HoldCo LLC	MTR Gaming Group, Inc. (MNTG)	1083
Intersect Beverage	Eastside Distilling (EAST)	1116	Nine State-of-the-Art Theatres and 147 Screens from Muvico Theatres	Carmike Cinemas, Inc. (CKEC)	1084
Pallet USA, LLC.	Universal Forest Products (UFPI)	1117	Family Channel, Disney XD, and Disney Junior from Bell Media	DHX Media (DHX.CA)	1085
VitreosHealth	HMS Holdings (HMSY)	1118	Aqua Hospitality and Aqua Hotels and Resorts	Interval Leisure Group (IILG)	1086
Chartwell Compliance	MVB Financial (MVBF)	1119	Non-Gaming Assets Of Atlantic Club	Caesars Entertainment (CZR)	1087
HSW RR, Inc.	Chemed (CHE)	1120	50 per cent stake in YoYo's Yogurt Caf	Cineplex (CGX.CA)	1088
Golub Capital Investment Corporation	Golub Capital BDC (GBDC)	1121	Protea Hospitality Holdings	Marriott International, Inc. (MAR)	1089
Luminaires Group	Acuity Brands (AYI)	1122	Majority Stake in YES Network	21st Century Fox (FOX)	1090
DataExpress	Landstar (LDSR)	1123	EasyToBook.com Group	MakeMyTrip Limited (MMYT)	1091
First Source Electronics, LL	Commercial Vehicle Group(CVGI)	1124	Travelocity Partner Network Assets	Orbitz Worldwide (OWW)	1092
Hangzhou Anow Microfiltration Co., Ltd	Entegris (ENTG)	1157	Yunshang Siji Hotel Management Company	Home Inns Group (HMIN)	1125
Bromium	HP (HPQ)	1158	GEMGROUP Inc.	Gaming Partners International Corporation (GPIC)	1126
NutriGuard Research, Inc.	Guardion Health Sciences (GHSI)	1159	Stake in Tribeca Enterprises	The Madison Square Garden Company (MSG)	1127

Louis Group	Blackstone Group (BX)	1160	Fitzgerald's Casino	Full House Resorts (FLL)	1128
Zingbox	Palo Alto Networks (PANW)	1161	Maker Studios	The Walt Disney Company (DIS)	1129
JACK Cincinnati Casino	VICI Properties (VICI)	1162	Four existing Red Robin franchised restaurants	Red Robin Gourmet Burgers, Inc. (RRGB)	1130
ONE Brands, LLC	Hershey (HSY)	1163	Protea Hospitality Group	Marriott International (MAR)	1131
American Panel Corporation	Mercury Systems (MRCY)	1164	Madisons New York Grill & Bar	MTY Food Group Inc. (MTY.CA)	1132
Zingle	Medallia (MDLA)	1165	Channel 5 Broadcasting	Viacom International Media Networks (VIA)	1133
2GET	Heidrick & Struggles Intl (HSII)	1166	Yunshang Siji Hotel Management Company	Home Inns Group (HMIN)	1134
LeanTeq Co., Ltd.	EnPro Industries, Inc (NPO)	1167	Vocalocity, Inc.	Vonage Holdings Corp. (VG)	1135
Achieve TMS	Greenbrook TMS (GBNH)	1168	Edison Mission Energy	NRG Energy (NRG)	1136
Trafigura Maritime Logistics Pte. Ltd.	Scorpio Tankers (STNG)	1169	Aggregate Knowledge	Neustar, Inc. (NSR)	1137
Solsys Medical, LLC	Misonix (MSON)	1170	Alaska Energy and Resources Company	Avista Corp. (AVA)	1138
Mike Shaw Subaru	Asbury Automotive Group(ABG)	1171	SYC Wastewater System	The York Water Company (YORW)	1139
G.G. Schmitt & Sons, Inc.	Patrick Industries (PATK)	1172	Voicenet Solutions	8x8, Inc. (EGHT)	1140
The Hotel Commercial Unit	Sotherly Hotels (SOHO)	1173	Dale Service Corporation	American Water Works Company, Inc. (AWK)	1141
Preferred Industries, Ltd	AZZ(AZZ)	1174	Tier 3	CenturyLink (CTL)	1142
Conscious Wholesale	Greenlane Holdings (GNLN)	1175	Guadalupe Power Partners Generating Facility	Calpine Corporation (CPN)	1143
Globacom Technologies	SS&C Technologies Hldgs(SSNC)	1176	Platanares Geothermal Project in Honduras	Ormat Technologies, Inc. (ORA)	1144
Cavion, Inc	Jazz Pharmaceuticals (JAZZ)	1177	EdgeCast Networks	Verizon (VZ)	1145
George K. Baum & Company	Stifel Financial (SF)	1178	Select Missouri Assets From U.S. Cellular	Verizon Wireless (VZ)	1146
AltaGas (ALA)	TerraForm Power (TERP)	1179	Operating Assets of Dunnigan Water System	California American Water (AWK)	1147
Vivint Smart Home, Inc.	Mosaic Acquisition (MOSC)	1180	Reliable Networks of Maine, LLC	Otelco Inc. (OTEL)	1148
Groupe PSA	Fiat Chrysler Automobiles (FCAU)	1181	Atheos	Orange Business Services (ORAN)	1149
DG Medios	Live Nation Entertainment (LYV)	1182	Globex Financial Services, Inc.	TIO Networks (TNC.CA)	1150
Australian Future Energy Pty Ltd	Synthesis Energy Systems(SYNE)	1183	Solaris Mobile Ltd.	EchoStar Corp. (SATS)	1151
Microchips Biotech	Dare Bioscience (DARE)	1184	MatchCom LLC	Tellza Communications Inc. (TEL.CA)	1152
Broadmark	Trinity Merger (TMCX)	1185	Certain gas transmission and distribution utility assets of MGTC, Inc.	Acquirer: Black Hills Corp. (BKH)	1153
Remington Holdings	Ashford(AINC)	1186	Virtela	NTT Communications (NTT)	1154
VUNGLE	Blackstone Group (BX)	1187	Vodafone Group PLC's indirect 45 percent interest in Verizon Wireless	Verizon Communications Inc. (VZ)	1155
Carrizo Oil & Gas (CRZO)	Callon Petroleum (CPE)	1188	Deloitte's Life Sciences Pricing and Contracting Solutions	Model N MODN	1156
AvedroInc (AVDR1)	Glaukos (GKOS)	1195	Interest in TerraCycle(R) Canada	Progressive Waste Solutions (BIN)	1189
Anadarko Petroleum (APC)	Occidental Petroleum (OXY)	1196	Griffith Energy Services, Inc.	Star Gas Partners, L.P. (SGU)	1190
Viacom Inc (VIAB)	Paramount Global	1197	Aastra Technologies	Mitel Networks Corporation	1191

	(PARA)		Limited	(MITL)	
Medidata Solutions Inc (MDSO)	DassaultSystemes Se (DASTY)	1198	Inmarsat's Energy Broadband Business	RigNet (RNET)	1192
Castle Brands Inc (ROX)	Pernod Ricard S A (PRNDY)	1199	Asset Purchase of Catalyst LED's	ForceField Energy (FNRG)	1193
Alliant Techsystems Inc (ATK)	Orbital Sciences (ORB)	1200	TekMate	Alaska Communications (ALSK)	1194

الملحق رقم (2): معاملات الإنحدار الخاصة بالشركات في العينة الفرعية الأولى

Standard error	β	α	الرمز	إسم الشركة المستحوذة أو الدامجة	الرقم
0,012658672	1,176431068	0,000163793	SIG	Signet Jewelers Limited	1
0,018587272	1,048080765	-0,001487128	MOS	The Mosaic Company	2
0,023354219	0,268234112	-0,000204995	EVRI	Everi Holdings	3
0,014654222	0,085519367	0,001159887	WEX	WEX	4
0,009632571	0,663904852	0,000305524	PAA	Plains All American Pipeline	5
0,012348018	1,507545909	-0,000823327	EMN	Eastman Chemical Company	6
0,012719792	0,678047614	0,001283751	WPZ	Williams Partners	7
0,019601532	-0,069777151	0,001702031	EBS	Emergent BioSolutions	8
0,013324484	1,391003874	-0,000876015	BKD	Brookdale Senior Living	9
0,023901025	0,06133115	0,00020763	LYTS	LSI Industries Inc.	10
0,012195556	0,98854398	-0,001148155	MAT	Mattel	11
0,028280103	1,755043208	-0,002580521	CPE	Callon Petroleum	12
0,03022138	1,655589018	0,002390977	GKOS	Glaukos	13
0,012756911	1,085602049	-0,001405113	OXY	Occidental Petroleum	14
0,050291001	1,403560987	-0,000552895	ENDPQ	Endo International	15
0,007997495	0,022355418	0,000259347	MAA	Mid-America Apartment Communities	16
0,026858641	0,6574613	9,05866E-05	HCI	HCI Group	17
0,014937474	1,820563189	0,000961735	PXD	Pioneer Natural Resources	18
0,009244021	0,639715693	-0,000584671	EXC	Exelon Corporation	19
0,013241954	1,083233157	-0,000220495	EBF	Ennis	20
0,017598685	1,120877128	0,001143435	ALK	Alaska Air Group	21
0,039307996	1,701761995	-0,000607266	RIG	Transocean	22
0,014327163	0,503907868	0,000922876	AQN	Algonquin Power & Utilities	23
0,021013293	0,958692285	0,000906468	PRMW	Primo Water Corp	24
0,01442888	1,105328745	-0,000439388	ADEA	Adeia Inc	25
0,011923919	1,014749817	0,000209311	CUZ	Novelion Therapeutics	26
0,009457836	0,568318024	-0,00052826	D	Dominion Energy	27
0,009808486	0,291855891	0,000978018	SPLP	Steel Partners Holdings	28
0,022015495	0,858122321	0,000212178	MPLX	MplxLp	29
0,016774596	1,227063036	2,00544E-05	DIOD	Diodes Inc	30
0,041611052	0,128560394	-0,003816248	AG	First Majestic Silver Corp	31
0,014745931	0,690726187	-0,000978928	IRT	Independence Realty Trust	32
0,016816034	1,380910141	0,001141075	WLL2	Whiting Petroleum Corp	33
0,06876264	1,337213856	-0,005861106	CEIX	Consol Energy	34
0,027007801	0,846604029	-0,001028422	SPWH	Sportsman's Warehouse	35
0,006607132	0,05060721	0,000128891	T	Telus	36
0,02667702	1,111752364	-0,00194613	ULH	Universal Logistics Hldgs	37
0,039933367	1,81955887	-0,00135318	CRK	Comstock Resources	38
0,013651166	0,590392045	-0,000864272	TRC	Tejon Ranch	39
0,048182986	1,011983092	-0,00244323	BELFA	Bel Fuse	40

0,028280103	1,755043208	-0,002580521	PARA	Paramount Global	41
0,014942454	0,888028924	-0,000104228	DASTY	DassaultSystemes Se	42
0,010139761	0,431176036	0,000316458	PRNDY	PernodRicard S A	43
0,013324454	1,405746527	0,000894006	ORB	Orbital Sciences	44
0,013743834	0,788262514	0,001121495	ZBRA	Zebra Technologies	45
0,01281519	0,147071789	0,000961826	MTX	Minerals Technologies	46
0,01018668	0,750098097	0,000712974	NLSN	Nielsen Holdings N.V.	47
0,009664933	0,820453931	-0,000651811	ESS	Essex Property Trust	48
0,032813284	1,207663524	0,001180488	ANW	Aegean Marine Petroleum	49
0,009883115	0,516105027	-0,000746435	BPY	Brookfield Property	50

المصدر: بيانات تمت معالجتها من طرف الباحث بواسطة برنامج Eviews 10

الملحق رقم (3): معاملات الإنحدار الخاصة بالشركات في العينة الفرعية الثانية

Standard error	β	α	الرمز	إسم الشركة المستحوذة أو الدامجة	الرقم
0,018176215	1,213167523	-0,000118959	ATRC	AtriCure	1
0,014064985	0,742725737	-0,000102895	HTLD	Heartland Express	2
0,028796157	1,696785147	0,000443723	BOOT	Boot Barn Holdings	3
0,025396591	0,663153589	-0,001488997	HAIN	Hain Celestial Group	4
0,058076993	1,189200627	0,003424349	CRON	Cronos Group	5
0,01211909	0,796984963	0,000583788	BKIN	Black Knight	6
0,03230598	0,451007882	-0,001766869	EAST	Eastside Distilling	7
0,013187808	0,915870296	-0,000578488	LDSR	Landstar	8
0,025666247	1,33517943	-0,00103545	CVGI	Commercial Vehicle G	9
0,032051642	0,407163006	-0,001972899	AINC	Ashford	10
0,017381942	1,081570871	-0,002074569	CVLT	CommVault Systems	11
0,041101458	-0,176343225	0,002432211	LIQT	LiqTech International	12
0,008140882	0,883667799	0,000553746	CVS	CVS Caremark	13
0,011948731	0,730597573	0,00033025	CALM	Cal-Maine Foods, Inc	14
0,009342358	0,679362396	0,000331868	BH	Biglari Holdings Inc	15
0,031499676	0,549073219	-0,002826132	LFVN	LifeVantage	16
0,009825593	0,799753229	-0,000496912	HSB	Hillshire Brands	17
0,016021143	0,970540378	0,001542465	SYX	Systemax	18
0,0130608	0,992988269	-0,001739648	BTE	Baytex Energy Corp	19
0,025384628	0,41320487	0,000877468	PDO	Pyramid Oil Company	20
0,011283526	0,552878029	0,000221335	TOO	Teekay Offshore Partners	21
0,036645503	1,258204332	-0,000267721	TEAR	TearLab Corporation	22
0,041900046	0,606941148	0,001569553	KOOL	ThermoGenesis Corp	23
0,021733779	0,933982722	-0,000360146	CPIX	Cumberland Pharmaceuticals	24
0,013088588	0,838455592	0,000806596	COLM	Columbia Sportswear Company	25

0,017566596	0,736897787	-0,000118737	CMP	Compass Minerals	26
0,021448244	1,794146364	-0,00071461	FOR	Forestar	27
0,009646936	0,644690885	-0,000270136	EQR	Equity Residential	28
0,008431744	0,616288922	0,000562154	STWD	Starwood Property Trust	29
0,01138552	1,275671337	0,000298959	WY	Weyerhaeuser Company	30
0,02483252	1,057378812	-0,001773439	GLPI	Gaming and Leisure Properties, Inc.	31
0,078353915	0,355093708	0,005790083	LIVE	LiveDeal Inc.	32
0,011713602	0,92093652	-0,000246813	SWFT	Swift Transportation Company	33
0,009371938	0,744630607	-0,000578963	HTLD	Heartland Express, Inc.	34
0,01834676	0,868087384	-0,000628981	RRTS	Roadrunner Transportation Systems	35
0,024048435	2,044556217	-0,001424198	BYD	Boyd Gaming Corporation	36
0,029014354	0,827201781	-0,002101326	ALSK	Alaska Communications	37
0,014662711	0,790146779	0,001035116	AMCX	AMC Networks	38
0,024652663	1,282569462	-0,000808707	QUAD	Quad/Graphics, Inc.	39
0,009222771	1,014287023	2,78334E-05	OMC	Omnicom Media Group	40
0,02706997	1,965405555	0,00097339	ACTG	Acacia Research Corporation	41
0,028424328	1,359844911	-0,002171134	BHC	Bausch Health Cos	42
0,131467594	0,424328059	-0,00676589	SGBX	SG Blocks	43
0,030732169	1,054298008	-0,000896957	MODN	Model N	44
0,02188566	1,002855004	-0,000478149	ASX	ASE Technology Holding	45
0,045213763	0,595114621	0,003613163	ELLO	Ellomay Capital	46
0,023539181	0,948555177	-0,000469838	ZBH	Zimmer Biomet Holdings	47
0,022522863	0,529637741	-0,001060003	THS	TreeHouse Foods	48
0,100603871	0,513247321	-0,001596997	CETX	Cemtrex	49
0,028243605	0,597192764	0,0041783	BAND	Bandwidth	50

المصدر: بيانات تمت معالجتها من طرف الباحث بواسطة برنامج Eviews 10