وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة سعيدة الدكتور مولاي الطاهر
كلية العلوم الاقتصادية، والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، تسييروعلوم تجارية

التخصص:مالية

أثر عمليات الإستحواذ على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية بإستخدام منهجية دراسة الحدث (Event Study)

من إعداد الطالبة:
قادري إيمان

تحت إشراف الأستاذ:
تاهي عبد الرحمان

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: .....

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/ / رئيسا
الدكتور / تاهي عبد الرحمان / مشرفا
الدكتور / / ممتحنا

السنة الجامعية: 2026/2025

بسم الله الرحمن الرحيم

الإهداء

﴿وَآخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ﴾

الحمدُ لله الذي بنعمته تتمُّ الصالحات، الحمدُ لله الذي وفقني بعد تعبٍ طويل، وأعانني حتى بلغت هذه اللحظة التي طالما حلمت بها.

أهدي ثمرة جهدي المتواضعة هذه...

إلى أعظم نعمةٍ في حياتي، إلى القلب الذي منحني الحب دون مقابل، والدعاء دون انقطاع، والصبر دون ملل...إلى أمي الغالية، حفظها الله وأدامها نورًا يضيء طريقي، فمهما كتبت من كلمات فلن أوفيها حقها.

إلى من كان سندي وفخري وقدوتي، إلى من علّمني أن النجاح لا يأتي إلا بالإصرار والعمل، وكان دائمًا إلى جانبي في كل خطوة...إلى أبي العزيز، أطال الله عمره وبارك فيه، وجعلني دائمًا سببًا لفخره.

إلى إخوتي وأخواتي، الذين كانوا مصدر قوتي وفرحي، وشركاء أيامي الجميلة والصعبة، شكرًا لوجودكم الدائم بقربي.

إلى كل أستاذ علّمني حرفًا، وأنار لي طريق العلم والمعرفة، لكم مني خالص الشكر والامتنان. إلى كل من دعمني بكلمة طيبة، أو دعوة صادقة، أو موقفٍ جميل لن أنساه.

وإلى نفسي...

إلى تلك التي صبرت كثيرًا، وتجاوزت لحظات التعب والخوف واليأس، حتى وصلت اليوم بكل فخر إلى هذه اللحظة، أهدي هذا النجاح الذي كان يومًا حلمًا وأصبح اليوم حقيقة بفضل الله.

كما أتوجه بالشكر إلى أدوات الذكاء الاصطناعي، التي كانت رفيقًا مساعدًا لي في إعداد هذا العمل، وساهمت في تسهيل العديد من خطوات البحث والتنظيم والصياغة.

كما لا يفوتني، وأنا أعيش لحظة فرح تخرّجي، أن أوجّه كلمة من القلب إلى أرض الصمود... إلى فلسطين الحبيبة.

إلى شعبٍ يعلّم العالم معنى الصبر والثبات رغم الألم، قلوبنا معكم، ودعاؤنا لا ينقطع لأجل الحرية والسلام والرحمة لكل روحٍ بريئة رحلت ظلمًا.

فمهما اكتملت أفراحنا، يبقى في القلب حزنٌ على معاناة إخوتنا في فلسطين، سائلين الله أن ينصرهم، ويحفظ أرضهم، ويربط على قلوبهم.

وفي الختام، أسأل الله أن يجعل هذا النجاح بداية خيرٍ وتوفيق، وأن يرزقني دوام السعي والنجاح، وأن يبارك لي فيما هو آتٍ.

الشكر و التقدير

انطلاقاً من قوله تعالى: ﴿لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ﴾، واعترافاً بالفضل لأهله بعد شكر الله عز وجل على توفيقه وإعانته لي في إنجاز هذه المذكرة.

أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى الأستاذ المشرف الفاضل تاهي عبد الرحمان، الذي تكرّم بقبول الإشراف على هذا العمل. لقد كان لتوجيهاته المنهجية القيمة، وملاحظاته الدقيقة، وسعة صدره الأثر البالغ في إثراء هذا البحث وإخراجه بصورته الحالية، فله مني كل التقدير والاحترام.

كما أتوجه بخالص الشكر والامتنان إلى السادة الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة، لتفضلهم باقتطاع جزء من وقتهم الثمين لقراءة هذا العمل وتقييمه، وتقويم ما قد يعتريه من نقص.

ويمتد شكري وتقديري إلى كافة الطاقم الإداري والتربوي في المعهد الوطني المتخصص في التكوين المهني، وبشكل خاص أساتذة تخصص أمانة مديرية، الذين رافقونا طيلة مسارنا ، ولم يبخلوا علينا بعلمهم وخبراتهم لتأهيلنا وإعدادنا للحياة المهنية والعملية.

وأخيراً، إلى زملائي وزميلاتي في الدفعة، شركاء هذه الرحلة الأكاديمية... لكم مني خالص الأمنيات بالتوفيق والنجاح المهني.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر قرارات الإستحواذ على تعظيم قيمة الشركة المستحوذة في الأجل القصير، ومدى تأثير هذا التوجه الإستراتيجي على أداء الأسهم في السوق المالي. واعتمدت المذكرة في جانبها النظري على المفاهيم الأساسية للإستحواذ والإندماج، مع ربطها بنظريات الهيكل المالي مثل أطروحة موديجلياني وميلر (M&M) وتكاليف الوكالة والإفلاس.

أما في الجانب التطبيقي، فقد تم الاعتماد على منهجية "دراسة الحدث (Event Study) "كنموذج قياسي واقعي لقياس رد فعل السوق، حيث تم تحليل بيانات يومية لأسعار الأسهم باستخدام لغة البرمجة **R** وتطبيق نموذج السوق (Market Model) لتقدير العوائد العادية على عينة من عمالقة قطاع الطاقة العالمي تشمل شركات:ExxonMobil ، وTotalEnergies، وShell plc.

وقد خلصت نتائج الدراسة التطبيقية بمجملها إلى تباين ردود فعل السوق الإستثمارية؛ حيث ثبت وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية واضحة لشركة ExxonMobil يعكس تخوف المستثمرين من تكاليف الصفقات وفقاً لفرضيات نظرية الوكالة، مقابل إستجابة سوقية محايدة وغير دالة إحصائياً لشركتي TotalEnergiesوShell plc تندرج ضمن التقلبات العادية. كما كشف التحليل المقارن عن توجه عام ومهم وهو حذر وتفاعل السوق الأكثر سلبية تجاه صفقات الإستحواذ الموجهة نحو قطاع الطاقة المتجددة مقارنة بالقطاع التقليدي، نظراً لإرتفاع درجة مخاطر عدم اليقين المرتبطة بالتحول الطاقوي. وتوصي الدراسة بناءً على ذلك بضرورة التقييم المالي السليم للأصول وتعزيز الإفصاح لتقليل ضبابية المعلومات لدى المساهمين.

الكلمات المفتاحية :عمليات الإستحواذ، قيمة الشركة، دراسة الحدث، لغةR ، العوائد غير العادية التراكمية (CAR)، قطاع الطاقة.

Abstract:

This study aims to examine the short-term impact of acquisition announcements on maximizing the market value of acquiring firms. The theoretical framework addresses the fundamental concepts of mergers and acquisitions, linked to capital structure theories including the Modigliani-Miller (M&M) theorem, agency costs, and financial distress costs.

In the empirical framework, the **Event Study methodology** was adopted using the **Market Model** to capture stock market reactions. The quantitative analysis was executed via **R programming** on a comprehensive financial dataset. The research sample comprised three global energy giants: ExxonMobil, TotalEnergies, and Shell plc.

The empirical findings collectively revealed a clear variance in market reactions; exhibiting a statistically significant negative reaction for ExxonMobil driven by investor pessimism over transaction costs in alignment with Agency Theory, contrasted with neutral and statistically insignificant responses for TotalEnergies and Shell plc. Furthermore, the sectoral variance analysis highlighted a more pronounced negative reaction toward renewable energy acquisitions compared to traditional oil and gas deals, showing that investors perceive energy transition strategies as inherently riskier. Consequently, the study recommends enhancing reporting transparency and implementing robust asset valuation before executing acquisitions to mitigate market uncertainty.

Keywords: Acquisitions, Firm Value, Event Study, R Programming, Cumulative Abnormal Returns (CAR), Energy Sector.

فهرس المحتويات:

الإهداء

الشكر

الملخص

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الإختصارات و الرموز

المقدمة:.....أ

1 الإطار المفاهيمي لعمليات الإستحواذ.....**3**

1.1 مفهوم الإستحواد و تمييزه عن الإندماج:..... 3

1.1.1 مفهوم الإستحواذ:..... 3

1.1.2 تمييزه عن الإندماج:..... 5

1.2 أشكال و طرق الإستحواذ:..... 6

1.2.1 أشكال الإستحواذ:..... 6

1.2.2 طرق الإستحواذ:..... 7

1.3 الدوافع الماية و الإقتصادية للإستحواذ:.....13

1.3.1 الدوافع الإقتصادية:..... 13

1.3.2 الدوافع المالية :..... 13

1.4 المخاطر واثار عملية الإستحواذ:..... 14

1.4.1 المخاطر:..... 14

1.4.2 أثار عملية الإستحواذ:..... 15

2 قيمة الشركة في الاسواق المالية: **16**

2.1 مفهوم قيمة الشركة:..... 16

2.2 نظريات تعظيم القيمة:..... 17

2.2.1 نظرية موديجلياني وميلر (M&M) وأثر الوفر الضريبي: 17

2.3 مؤشرات قياس قيمة الشركة:..... 27

2.3.1 المقاييس الإقتصادية:..... 27

2.3.2 المقاييس السوقية:..... 28

2.4 أثر القرارات الإستراتيجية على القيمة :..... 29

2.4.1 القرارات الإستثمارية الإستراتيجية: 29

2.4.2 دور الحوكمة في مراقبة قرارات الإستحواذ:..... 32

1 الأسس النظرية لدراسة منهجية الحدث: **35**

1.1 نشأة وتطور منهجية دراسة الحدث:(Event Study Analysis) 37

1.1.1 الجذور والأولى:..... 37

1.1.2 الانطلاقة الحقيقية (النموذج المعاصر):..... 37

1.1.3 مرحلة النضج والتطور:..... 37

1.2 فرضية كفاءة السوق :..... 39

1.3 مبررات إستخدام دراسة الحدث:..... 40

1.4 الإطار المنهجي والتقني:..... 42

1.4.1 تحديد الحدث وتاريخ الإعلان: 42

1.4.2 نافذة التقدير ونافذة الحدث: 42

1.4.3 نماذج حساب العوائد العادية.(Market Model) 42

1.4.4 العوائد غير العادية والتراكمية: 43

1.4.5 العوائد غيرالعادية متراكمة:..... 44

1.4.6 إختبارات الدلالة الإحصائية:..... 44

1.5 الدراسات السابقة:.....44

1.5.1 الدراسات الأجنبية:..... 44

1.5.2 الدراسات العربية:..... 49

2 الدراسة التطبيقية و تحليل النتائج: 50

2.1 تقديم العينة والنهجية التطبيقية:..... 50

2.1.1 تقديم الشركة:..... 50

2.1.2 المنهج المستخدم وأدوات التحليل: 51

2.2 **عرض النتائج وتحليلها:..... 52**

2.2.1 تحليل العوائد غير العادية:..... 52

- **أولا شركة ايكسو موبيلExxonMobil** 52
- **ثانيا شركة توتال للطاقة Total Energy** 62
- **ثالثا شركةSHELL** 74

2.2.2 اختبار الفرضيات:..... 79

2.2.3 مناقشة النتائج في ضوء الدراسات السابقة:..... 80

خاتمة:..... 85

قائمة المراجع:..... 86

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	الفصل بين الاندماج و الاستحواذ	05
02	تعريف للشركات	51
03	الاحصائيات الوصفية لسعر السهم والعوائد لشركة ExxonMobil	53
04	معاملات نموذج السوق (α) و (β)لشركةExxonMobil	54
05	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الأول لشركةExxonMobil	54
06	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	56
07	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الثاني لشركة ExxonMobil	57
08	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	58
09	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الثالث لشركة ExxonMobil	59
10	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	59
11	العوائد غير العادية المتراكمة	60
12	الاحصائيات الوصفية لسعر السهم والعوائد لشركة Total Energy	64
13	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الأول لشركة Total Energy	65
14	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	66
15	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الثاني لشركة Total Energy	67
16	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	68
17	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الثالث لشركةTotal Energy	69
18	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	69
19	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الرابع لشركة Total Energy	70
20	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	70
21	العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث لشركة Total Energy	71
22	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	73
23	الاحصائيات الوصفية لسعر السهم والعوائد لشركة SHELL	76
24	العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث لشركة SHELL	77
25	العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث لشركةSHELL	78
26	اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة	79

قائمة الاشكال

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	أشكال الاستحواذ	06
02	أطروحةM & M في علم بدون ضرائب	19
03	تكلفة الأموال و قيمة المنشأة في ظل مدخل M & M	21
04	العلاقة بين الرفع المالي و قيمة المنشأة بوجود الضرئب و تكلفة الافلاس	25
05	قيمة المنشأة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة	26
06	مزايا وعيوب منهجية دراسة الحدث	41
07	تطور سعر سهم ExxonMobil خلال الفترة 2015-2025	52
08	تطور العوائد اليومية للسهم ExxonMobil خلال الفترة 2015-2025	52
09	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الأول لشركة ExxonMobil	55
10	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الثاني لشركة ExxonMobil	57
11	تباين العوائد غير العادية المتراكمة حسب قطاع الاستحواذ للطاقة التقليدية مقابل الطاقة المتجددة	61
12	تطور سعر سهم Total Energyخلال الفترة 2015-2025	63
13	تطور العوائد اليومية للسهم Total Energyخلال الفترة 2015-2025	63
14	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الأول لشركة Total Energy	65
15	العوائد غير العادية المتراكمة للحدث الثاني لشركة Total Energy	67
16	العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث لشركة Total Energy	72
17	تباين العوائد غير العادية المتراكمة حسب قطاع الاستحواذ للطاقة التقليدية مقابل الطاقة المتجددة	73
18	تطور سعر سهم SHELL خلال الفترة 2015-2025	75
19	تطور العوائد اليومية للسهم SHELL خلال الفترة 2015-2025	75
20	العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث لشركةSHELL	77
21	العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث لشركةSHELL	78

قائمة الاختصارات و الرموز

الإختصار	الوصف الكامل باللغة الانجليزية	الوصف الكامل باللغة العربية
EVA	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
ESG	Environmental, Social, and Governance	المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة
M&M	Modigliani and Miller Theory	نظرية موديجلياني وميلر
M&A	Mergers and Acquisitions	عمليات الاندماج والاستحواذ
GDP	Gross Domestic Product	الناتج المحلي الإجمالي
OPA	Offre Publique d'Acha	عرض عمومي للشراء
AR	Abnormal Return	العائد غير العادي
R	Actual Return of Security	العائد الفعلي للورقة المالية
AAR	Average Abnormal Return	متوسط العوائد غير العادية
CAAR	Cumulative Average Abnormal Return	متوسط العوائد غير العادية التراكمية
CAR	Cumulative Abnormal Return	العائد غير العادي التراكمي
XOM	Exxon Mobil Corporation Stock Ticker Symbol	رمز تداول شركة إكسون موبيل في البورصة
CAPM	Capital Asset Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
t	Time / Time Period	الزمن أو الفترة الزمنية
td	Calculated t-value	القيمة المحسوبة لاختبار t
p-value	Probability Value	القيمة الاحتمالية
CI 95%	95% Confidence Interval	فترة الثقة عند مستوى 95%
Mean of x	Mean of the Variable x	متوسط المتغير x

المقدمة

مقدمة:

في ظل التحولات الإقتصادية والمالية التي يشهدها العالم في السنوات الأخيرة، برزت الشركات في بيئة تنافسية متزايدة التعقيد، الأمر الذي دفعها إلى تبني استراتيجيات حديثة تهدف إلى تعزيز مكانتها في السوق وتحقيق النمو المستدام. ومن بين أبرز هذه الاستراتيجيات، تبرز عمليات الاستحواذ كأداة فعالة لإعادة هيكلة الشركات وتوسيع نطاق نشاطها، حيث لم تعد هذه العمليات مجرد وسيلة للتوسع، بل أصبحت خياراً استراتيجياً يعكس توجهات الشركات نحو تحقيق مزايا تنافسية وتعظيم قيمتها السوقية.

تكتسي عمليات الاستحواذ أهمية خاصة في الأدبيات المالية، بالنظر إلى ما يمكن أن تحققه من آثار إيجابية أو سلبية على قيمة الشركة المستحوِذة، إذ قد تسهم في خلق قيمة من خلال تحقيق وفورات الحجم والتكامل بين الأنشطة، كما قد تؤدي في حالات أخرى إلى تدمير القيمة نتيجة سوء التقدير أو ضعف الكفاءة في التسيير. ومن هنا، أصبح تقييم أثر هذه العمليات على أداء الشركات من المواضيع الأساسية التي تحظى باهتمام الباحثين في مجال المالية.

وفي هذا السياق، يلعب سوق رأس المال دوراً محورياً في عكس المعلومات المرتبطة بعمليات الاستحواذ، حيث تتفاعل أسعار الأسهم بشكل سريع مع الأخبار والإعلانات المتعلقة بهذه العمليات، وهو ما يعكس درجة كفاءة السوق في استيعاب المعلومات الجديدة. ويُعد تحليل سلوك أسعار الأسهم عند الإعلان عن الاستحواذ من الأدوات المهمة لفهم كيفية تقييم المستثمرين لهذه العمليات.

ومن بين المناهج الكمية التي أثبتت فعاليتها في هذا المجال، تبرز منهجية دراسة الحدث (Event Study) كأداة تحليلية دقيقة تُستخدم لقياس الأثر الفوري للإعلانات على عوائد الأسهم، من خلال مقارنة العوائد الفعلية بالعوائد المتوقعة، مما يسمح بتحديد ما إذا كانت هذه العمليات تؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية تعكس خلق أو تدمير القيمة.

وانطلاقاً من أهمية هذا الموضوع، تسعى هذه الدراسة إلى تحليل أثر عمليات الاستحواذ على قيمة الشركات المستحوِذة في الأجل القصير، بالاعتماد على منهجية دراسة الحدث، وذلك من خلال مقاربة تجمع بين الجانب النظري الذي يوضح المفاهيم الأساسية المرتبطة بالاستحواذ وكفاءة السوق، والجانب التطبيقي الذي يركز على تحليل بيانات حقيقية لقياس هذا الأثر.

وتأسيساً على ما سبق، تتمحور إشكالية هذه الدراسة حول التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى تؤثر عمليات الاستحواذ على قيمة الشركة المستحوِذة في الأجل القصير، وفقًا لمنهجية دراسة الحدث؟

ومن هنا تتشكل الأسئلة الفرعية التالية:

- ما الإطار النظري لعمليات الاستحواذ؟
- كيف تُقاس قيمة الشركة في الأسواق المالية؟
- ما مدى استجابة السوق لإعلان الاستحواذ؟
- هل تحقق عمليات الاستحواذ عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية؟

فرضيات الدراسة:

لمعالجة إشكالية البحث تم الإعتماد على الفرضيات التالية :

- ✓ تؤدي عمليات الاستحواذ إلى تحقيق عوائد غير عادية موجبة للشركة المستحوِذة.
- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن الاستحواذ وقيمة الشركة.
- ✓ تختلف العوائد غير العادية باختلاف نافذة الحدث.

أهمية الدراسة: تكتسي هذه الدراسة أهمية بالغة من الناحيتين العلمية والتطبيقية، وهو ما يمكن توضيحه كما يلي:

← الأهمية العلمية:

- تساهم هذه الدراسة في تعميق البحث في مجال التمويل الحديث، خاصة ما يتعلق بعمليات الاستحواذ وأثرها على قيمة الشركات.
- إبراز أهمية توظيف المناهج الكمية المتقدمة، وعلى رأسها منهجية دراسة الحدث(Event Study) ، في تحليل الظواهر المالية بدقة وموضوعية.
- إثراء الأدبيات الأكاديمية المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية ومدى استجابتها للمعلومات الجديدة.

← الأهمية التطبيقية:

- تساعد هذه الدراسة المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر عقلانية، من خلال فهم تأثير إعلانات الاستحواذ على أسعار الأسهم.
- تمكّن متخذي القرار داخل الشركات من تقييم جدوى عمليات الاستحواذ قبل الإقدام عليها، وتفادي القرارات التي قد تؤدي إلى تدمير القيمة.
- تقديم مؤشرات عملية حول كيفية تفاعل السوق مع هذه العمليات، بما يدعم تحسين الاستراتيجيات المالية للشركات.

حدود الدراسة: تخضع هذه الدراسة إلى مجموعة من الحدود التي تؤطرها وتحدد نطاقها، وتتمثل فيما يلي:

الحدود الزمنية: تقتصر الدراسة على فترة الإعلان عن عمليات الاستحواذ، باعتبارها المرحلة التي تشهد تفاعل السوق المالي مع المعلومات الجديدة.

الحدود المكانية: تُجرى الدراسة على مستوى سوق مالي محدد، يتم اختياره وفق توفر البيانات وإمكانية تطبيق منهجية دراسة الحدث عليه.

الحدود المنهجية: تعتمد الدراسة على منهجية دراسة الحدث (Event Study) لقياس الأثر في الأجل القصير، دون التطرق إلى الآثار طويلة المدى لعمليات الاستحواذ.

تقسيمات البحث:

يتناول الفصل الأول الإطار النظري لعمليات الاستحواذ وقيمة الشركة، من خلال عرض مفهوم الاستحواذ وأشكاله ودوافعه ومخاطره، إضافة إلى مفهوم قيمة الشركة ومؤشرات قياسها.

أما الفصل الثاني فقد خُصص لمنهجية دراسة الحدث والدراسة التطبيقية، حيث تم التطرق إلى الأسس النظرية والمنهجية لدراسة الحدث، مع عرض الدراسات السابقة، ثم تقديم الدراسة التطبيقية وتحليل العوائد غير العادية واختبار فرضيات الدراسة.

واختتم البحث بخاتمة تضمنت أهم النتائج والتوصيات المتعلقة بأثر عمليات الاستحواذ على قيمة الشركة.

الفصل الأول: الإطار النظري لعمليات الإستحواذ وقيمة الشركة

تمهيد:

تشهد الشركات في ظل بيئة الأعمال الحديثة منافسة متزايدة تدفعها إلى تبني استراتيجيات مختلفة لتحقيق النمو والتوسع وتعزيز قدرتها التنافسية. وتُعد عمليات الاستحواذ من أهم هذه الاستراتيجيات، حيث تلجأ الشركات إلى السيطرة على شركات أخرى بهدف توسيع نشاطها وتحقيق مزايا اقتصادية ومالية مثل زيادة الحصة السوقية وتحقيق التآزر بين الموارد.

في هذا السياق، يبرز موضوع قيمة الشركة كأحد المؤشرات الأساسية لقياس نجاح هذه العمليات، إذ يسعى المستثمرون والإدارات إلى تعظيم قيمة الشركة في الأسواق المالية. وعليه، يهدف هذا الفصل إلى تقديم الإطار النظري لعمليات الاستحواذ وعلاقتها بقيمة الشركة، وذلك من خلال التطرق في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي لعمليات الاستحواذ، ثم تناول مفهوم قيمة الشركة وأهم مؤشرات قياسها في المبحث الثاني.

1. الإطار المفاهيمي لعمليات الإستحواذ:

1.1 مفهوم الإستحواذ وتمييزه عن الإندماج:

1.1.1.مفهوم الإستحواذ:

***الإستحواذ في معناه اللغوي:** يعني الاستيلاء والاحاطة ، حيث جاء في قوله تعالى" استحوذ عليهم الشيطان فأنساهم ذكرالله" (القرآن الكريم، الاية 18،سورة المجادلة) ، أي استولى أو أحاط عليهم ، وأحوذ الشيئ أي جمعه وضمه، ومنه يقال استحوذ على كذا بمعنى حواه. (عباس نورالهدى، 2020/2021)

***الإستحواذ في معناه الاصطلاحي:** يُعرَّف الاستحواذ في مجال الاقتصاد وإدارة الأعمال بأنه عملية تقوم من خلالها شركة بالسيطرة المالية والإدارية على شركة أخرى، وذلك من خلال شراء كامل أسهمها أو نسبة كبيرة منها تمنحها حق التحكم في قراراتها. وبموجب هذه العملية تصبح الشركة المستحوِذة مخوَّلة قانونيًا بتعيين مجلس إدارة الشركة المستحوذ عليها، مما يؤدي إلى خضوع هذه الأخيرة لسلطتها الإدارية والمالية. وغالبًا ما يتم اللجوء إلى الاستحواذ بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية، مثل توسيع النشاط التجاري، وتعزيز القدرة التنافسية، وزيادة الحصة السوقية، ويتم ذلك في بعض الحالات بموافقة مجلس إدارة الشركة المستهدفة. (مولفرعة نعيمة، 2023)

*وعرَّف الإستحواذ الا**قتصادي العام:** بأنه إحدى الصيغ القانونية والاقتصادية لتركيز المشروعات، ويتمثل في قيام شركة بالسيطرة على شركة أخرى من خلال تملكها لكامل أو غالبية أسهمها التي تخوّل حق التصويت، أو عن طريق شراء أصولها وموجوداتها. ويترتب على ذلك انتقال السيطرة المالية والإدارية إلى الشركة المستحوِذة، بما يمكنها من توجيه سياسات الشركة المستحوَذ عليها وإدارتها .

وقد يتحقق الإستحواذ بامتلاك نسبة تزيد عن (51%) من الأسهم العادية للشركة المستهدفة، وهو ما يمنح الشركة المستحوِذة سلطة التحكم في قراراتها الاستراتيجية والتشغيلية. وفي هذه الحالة تصبح الشركة المستحوِذة شركة قابضة، بينما تُعد الشركة المستحوَذ عليها شركة تابعة، مع احتفاظ كل منهما بشخصيتها القانونية المستقلة.

وعلى الرغم من الإستقلال القانوني لكل من الشركة القابضة والشركات التابعة، إلا أنهما يُعدّان من الناحية الاقتصادية كيانًا واحدًا، مما يستوجب إعداد قوائم مالية موحّدة تعكس المركز المالي ونتائج الأعمال للمجموعة ككل، بما يحقق الشفافية والدقة في عرض البيانات المالية. (معهد، 2013)

* المفهوم القانوني والهيكلي للإستحواذ في التشريع الجزائري:

- الأمر رقم 75-59 المتضمن القانون التجاري **رقم 27** المؤرخة في 30 سبتمبر 1975:

يتجلى تنظيم عمليات الإستحواذ في التشريع الجزائري من خلال مجموعة من القواعد القانونية التي تؤطر تأسيس الشركات التجارية وعلاقات السيطرة بينها، حيث سمح المشرع للشخصيات المعنوية بتملك حصص أو أسهم في شركات أخرى، باعتبار ذلك آلية أساسية للتوسع الاقتصادي وتعزيز التمركز في السوق.

- الأمر رقم 75-59 المتضمن القانون التجاري **رقم 30** المؤرخة في 14 أكتوبر 1975:

وفي هذا السياق، كرس المشرع الجزائري معيار "التبعية" كأحد أهم صور الاستحواذ، حيث تُعتبر الشركة تابعة عندما تمتلك شركة أخرى أكثر من نصف رأس مالها، وهو ما يمنح الشركة المستحوِذة سلطة فعلية في اتخاذ القرارات الاستراتيجية وتوجيه السياسة المالية والإدارية للشركة التابعة.

كما نظم المشرع حالات الإستحواذ الجزئي من خلال مفهوم "المساهمة"، والتي تتحقق عندما تمتلك شركة نسبة تتراوح بين 10% و50% من رأس مال شركة أخرى، وهو ما يمنحها نفوذاً قانونياً يمكنها من التأثير في قرارات الجمعية العامة، دون بلوغ درجة السيطرة الكاملة.

ومن جهة أخرى، حرص التشريع الجزائري على حماية الرأسمال ومنع الممارسات التي قد تؤدي إلى تضخيم صوري له، وذلك من خلال فرض قيود على ما يعرف بالاستحواذ المتبادل (التقاطع)، حيث تم منع الشركات المساهمة من حيازة أسهم بعضها البعض إذا تجاوزت نسباً معينة، بهدف حماية حقوق المساهمين والدائنين وضمان الشفافية المالية.

وفي إطار تعزيز مبادئ الحوكمة والشفافية، أقر المشرع الجزائري واجب الإفصاح عن عمليات الاستحواذ، حيث ألزم مسيري الشركات المستحوِذة بتقديم تقارير مفصلة حول المساهمات التي تملكتها الشركة خلال السنة المالية، بما يضمن اطلاع مختلف الأطراف المعنية، من مساهمين ودائنين وعمال، على التغيرات التي تطرأ على هيكل الملكية أو السيطرة داخل الشركة. (الجمهورية الجزائرية، 2026)

* يعرّف موقع **Investopedia** الإستحواذ بأنه عملية تقوم فيها شركة كبيرة بشراء شركة أصغر منها. وغالبًا ما يؤدي هذا النوع من العمليات إلى تحقيق فوائد مشابهة لفوائد الاندماج، غير أنه لا يشترط أن يكون القرار مشتركًا بين الطرفين، إذ قد تبادر الشركة الأكبر إلى تنفيذ استحواذ غير ودي على الشركة الأصغر رغم معارضة إدارتها. وعلى عكس الاندماج، فإن الشركة المستحوِذة في عملية الاستحواذ تقوم عادة بتقديم عرض نقدي مقابل كل سهم من أسهم الشركة المستهدفة، أو تعرض أسهمًا من أسهمها لمساهمي الشركة المستهدفة وفق نسبة تحويل محددة، وبذلك تقوم بتمويل عملية شراء الشركة المستهدفة لصالح مساهميها.

*كما يعرّف موقع **Answer.com** الإستحواذ بأنه عملية تقوم فيها شركة بالحصول على حصة مسيطرة في شركة أخرى.

* ومن جانبه يرى **Machiraju (2003)** أن الإستحواذ التقليدي يتم من خلال مفاوضات بين مشتري راغب وبائع راغب، حيث يتم الاتفاق على شروط العملية. ويشير إلى أن الاستحواذ يحدث عندما تقوم شركة بشراء شركة أخرى بحيث تتوقف الشركة المستحوذ عليها عن الوجود ككيان مستقل، وتصبح أصولها مملوكة للشركة المستحوِذة، كما يحصل مساهمو الشركة المستحوذ عليها على مقابل نقدي أو أسهم في الشركة المستحوِذة.

* أما **McCarthy (1963)** فيعرّف الإستحواذ بأنه عملية قد تأخذ شكل تبادل الأسهم بين الشركات، حيث تقوم شركة بالحصول على أسهم التصويت لشركة أخرى مقابل أسهمها الخاصة، ويمكن أن تتم هذه العملية أيضًا من خلال الدفع النقدي أو أدوات مالية أخرى مثل السندات.

* بينما يعرّف **DePamphilis (2001)** الإستحواذ بأنه عملية تحصل فيها شركة على حصة مسيطرة في شركة أخرى أو في أحد أصولها، مثل منشأة إنتاجية، بحيث تصبح الشركة المستحوذ عليها تابعة قانونيًا للشركة المستحوِذة. (Adeyinka، 15 نوفمبر 2015)

1.1.2 تمييزه عن الإندماج:

وهو الفرق بين عمليتي الإندماج والإستحواذ، ففي حالة الاندماج يتم انتقال الذمة المالية للشركات المندمجة انتقالًا كاملًا لتكوين رأس مال شركة جديدة أو الاندماج في شركة قائمة، ويترتب على ذلك زوال الشخصية المعنوية للشركة المندمجة وتحول مساهميها إلى مساهمين في الشركة الجديدة، مع ظهور كيان قانوني جديد وإلغاء تسجيل الشركة المندمجة ككيان مستقل في السجل التجاري. أما في حالة الاستحواذ، فتبقى الشركة المستحوذ عليها قائمة كشخصية معنوية مستقلة وتواصل نشاطها بشكل عادي، إلا أن ملكية أسهمها تنتقل إلى الشركة المستحوِذة التي تصبح لها السيطرة على قراراتها. وعليه يمكن إبراز أهم نقاط الاختلاف بين الأسلوبين من خلال عدة جوانب. (عباس نورالهدى، 2020/2021)، و فيما يلي جدول يفصل بينهما:

الجدول رقم(1) : الفصل بين الاندماج و الاستحواذ

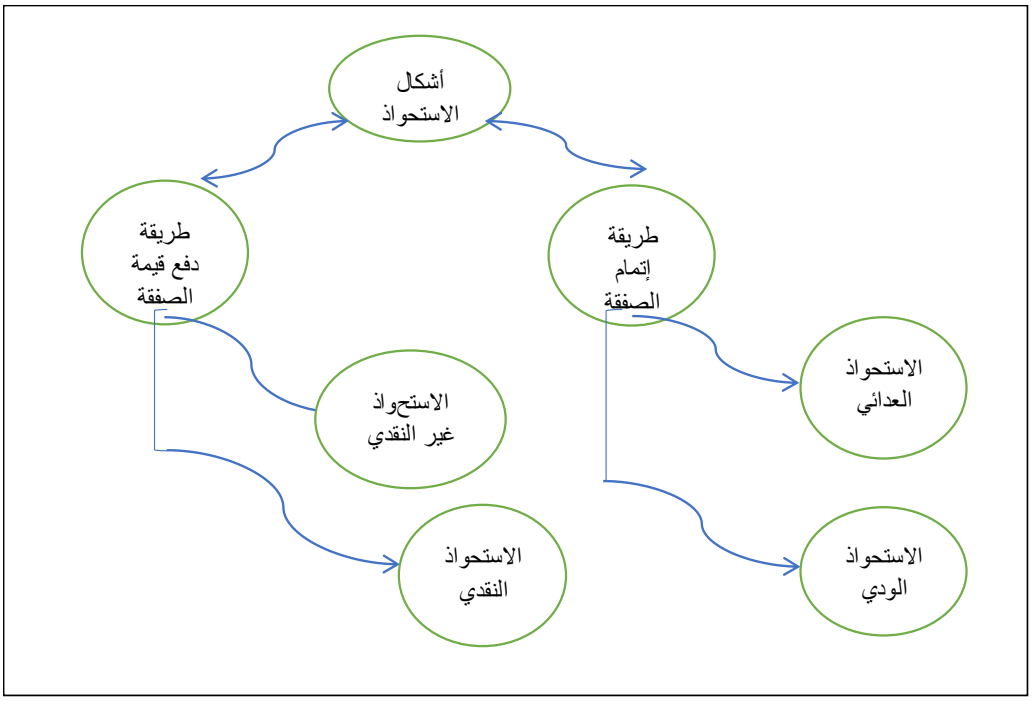
العملية	الشخصية الاعتبارية	الملكية	المسؤولية والسيطرة
الاندماج	يؤدي الإندماج غالبًا إلى زوال الشخصية الاعتبارية لإحدى الشركات أو كلتيهما، وقد ينتج عنه إنشاء شخصية اعتبارية جديدة للشركة الناتجة عن الاندماج.	تصبح الملكية مشتركة بين مساهمي الشركتين المندمجتين في الكيان الجديد الناتج عن عملية الاندماج.	تتحمل الشركة الناتجة عن الاندماج مسؤولية جميع العمليات التشغيلية والمالية للشركات المندمجة، وفي حالة الاندماج غير الودي قد تفرض الشركة الدامجة سيطرتها على الشركة الأخرى.
الاستحواذ	تبقى الشخصية الاعتبارية لكل من الشركة المستحوِذة والشركة المستهدفة قائمة دون زوال.	تقوم الشركة المستحوِذة بشراء أسهم أو أصول الشركة المستهدفة بنسبة معينة أو بشكل كامل بهدف السيطرة عليها.	تتحمل الشركة المستحوِذة مسؤولية إدارة العمليات التشغيلية للشركة المستهدفة، بينما تبقى الجوانب المالية مرتبطة بالشركة الدامجة، وقد تتحقق السيطرة خاصة في حالة الاستحواذ غير الودي.

المصدر :من إعداد الطالبة اعتمادًا على نجم، محمد (2015)، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، صفحة174

2.1 أشكال و طرق الإستحواذ:

1.2.1 أشكال الإستحواذ: يتم تصنيف الإستحواذ بناءً على معيارين رئيسيين :كيفية إجراء الصفقة وطريقة سداد ثمن الصفقة، كما هو موضح في الرسم التالي

الشكل رقم (1): أشكال الاستحواذ



المصدر:غندير، أيمن واخرون (2023)، مذكرة ماستر، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، صفحة18

وفيما يلي تعريف موجز لكل من هذه الأنواع :

- **الإستحواذ العدائي** Hostile Takeover : يحدث الاستحواذ العدائي عندما لا يوافق مجلس إدارة الشركة التي يُراد الاستيلاء عليها على عملية الاستحواذ .وهذا يدفع الشركة التي تريد الاستحواذ لتقديم عرض مباشر لملاك الأسهم في الشركة المستهدفة .

- **الإستحواذ الودي(Friendly Takeover)** : يتم هذا النوع من الاستحواذ عندما تتم عملية الاستحواذ بموافقة الشركة المستهدفة، حيث تجري مفاوضات بين الشركة المستحوِذة ومجلس إدارة الشركة المستحوذ عليها، ويتم الاتفاق بين الطرفين على شروط إتمام العملية.
- **الإستحواذ النقدي (Cash Takeover)** : يقصد به قيام الشركة المستحوِذة بدفع قيمة أسهم مساهمي الشركة المستحوذ عليها نقدًا مقابل انتقال ملكية هذه الأسهم إليها. وغالبًا ما يحدث هذا النوع عندما لا يرغب مساهمو الشركة المستهدفة في المشاركة في الكيان الجديد الناتج عن عملية الاستحواذ.
- **الإستحواذ غير النقدي (Non-Cash Takeover)** : يقوم هذا النوع على استبدال أسهم مساهمي الشركة المستحوذ عليها بأسهم في الشركة المستحوِذة أو في الكيان الجديد الناتج عن عملية الاستحواذ، مما يسمح لمساهمي الشركة المستهدفة بالاستمرار كشركاء في الكيان الجديد. (غندير أيمن، 2023)

2.2.1 طرق الإستحواذ:

❖ **الشراء بالاتفاق المباشر**

يُعد الشراء عن طريق الاتفاق المباشر من الأساليب المعتمدة في الاستحواذ على الشركات، خاصة تلك غير المدرجة في البورصة، والتي لم يتم طرح أسهمها للاكتتاب العام أو تداولها عبر أدوات مالية في الأسواق المنظمة. وتتم هذه العملية من خلال اتفاق مباشر بين طرفين، يتمثل الأول في الجهة الراغبة في الاستحواذ، بينما يتمثل الطرف الثاني في الجهة المسؤولة عن إدارة الشركة المستهدفة. ويتم تنفيذ هذه العملية عبر ما يعرف بأسواق الاتفاق المباشر، وهي أسواق غير منظمة تخضع فيها المعاملات للشروط والاتفاقات التي يحددها الأطراف المعنيون.

أولاً: التكييف القانوني للاتفاق

يُبرم الاتفاق عندما يُبدي الطرف الراغب في الاستحواذ نيته في امتلاك الشركة المستهدفة كليًا أو جزئيًا، ويتم توجيه هذا الطلب إلى الجهة المسؤولة عن إدارة الشركة. وفي حال قبول الطلب، يتحقق تلاقي الإرادتين، حيث تمثل إرادة المشتري عرضًا، بينما تمثل إرادة المسؤول عن الشركة قبولًا لهذا العرض، وهو ما يعبر عن الرضا المتبادل بين الطرفين.

وقد يشمل الاتفاق مختلف ممتلكات الشركة سواء كانت منقولات أو عقارات، وتشمل المنقولات بدورها الأصول المادية والمعنوية. وقد أكدت الأحكام القضائية أن للشركة ذمة مالية مستقلة عن ذمم الشركاء، وأنها تملك أموالًا وأسهمًا وأصولًا خاصة بها، الأمر الذي يسمح بالتصرف في هذه الأصول متى كان ذلك قائمًا على سبب مشروع. وفي حال وجود نية واضحة للسيطرة على الشركة، فإن هذا التصرف يعد مشروعًا ما لم ينص النظام الأساسي للشركة على قيود معينة تتعلق بالتصرف في أصولها.

وعند توفر أركان العقد الأساسية المتمثلة في الرضا والمحل والسبب المشروع، فإن الاتفاق يُعد عقد بيع إذا كان المقابل المالي نقديًا أو يغلب عليه الطابع النقدي، أما إذا كان المقابل غير نقدي في معظمه فإن العقد يأخذ شكل المقايضة.

وتجدر الإشارة إلى أن مصطلحي البيع والشراء يعبران في الواقع عن وجهين لعملية تعاقدية واحدة، حيث يشير البيع إلى التصرف في الشيء المملوك، بينما يشير الشراء إلى اكتساب ذلك الشيء. وبالتالي فإن العقد ذاته قد يسمى عقد بيع من جانب البائع، بينما يسمى عقد شراء من جانب المشتري. (عبد السلام محسن، 2 – تشرين الأول – 2022م)

ثانياً: الطبيعة التجارية لاتفاق الشراء

بوجه عام، تقوم العقود على ثلاثة أركان أساسية وهي الرضا والمحل والسبب. وقد جرى الفقه القانوني على تقسيم العقود إلى عقود مدنية وعقود تجارية، رغم الانتقادات التي وُجهت لهذا التقسيم. ومع ذلك، فقد أخذ القانون المصري بهذا التصنيف، حيث تنص المادة الثالثة من القانون رقم 17 لسنة 1999 على أنه إذا كان العقد تجاريًا بالنسبة لأحد الأطراف فقط، فإن أحكام القانون التجاري تطبق على التزامات هذا الطرف دون غيره، بينما تظل التزامات الطرف الآخر خاضعة للقانون المدني ما لم يوجد نص مخالف.

وبناءً على ذلك، يُعد العقد تجاريًا إذا ارتبط بنشاط تجاري يمارسه أحد الأطراف، مثل استغلال مشروع تجاري أو قيام تاجر بإبرام العقد لتلبية احتياجات نشاطه التجاري.

وفي اتفاق الشراء الخاص بعمليات الاستحواذ، يكون موضوع العقد عادة أموال الشركة المستهدفة، والتي قد تكون شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم. وتمثل هذه الأموال في الغالب الأوراق المالية التي تصدرها الشركة، والتي تُعد من الأموال المنقولة المعنوية.

ويظهر في هذا الاتفاق طرفان أساسيان هما طالب الاستحواذ والمسؤول عن إدارة الشركة المستهدفة. وقد يكون طالب الاستحواذ شخصًا طبيعيًا أو معنويًا، سواء كان تاجرًا أو غير تاجر، بينما يكون المسؤول عن التصرف في الشركة غالبًا شخصًا طبيعيًا يمثل الشخصية المعنوية للشركة.

وبناءً عليه، فإن عقد الشراء يُعد تجاريًا بالنسبة للشخص المسؤول عن التصرف في الشركة، بينما قد يكون مدنيًا بالنسبة لطالب الاستحواذ إذا لم يكن تاجرًا، وفي هذه الحالة تطبق عليه أحكام القانون المدني، أما إذا كان تاجرًا فإن أحكام القانون التجاري تسري عليه. (عبد السلام محسن، 2 – تشرين الأول – 2022م)

ثالثاً: الآثار القانونية لعقد الشراء

يخضع عقد الشراء في الأصل لمبدأ حرية التعاقد، الذي يتيح للأطراف حرية تنظيم العلاقة التعاقدية وفق ما يرونه مناسبًا، دون تدخل المشرع إلا في حدود منع الشروط المخالفة للنظام العام أو القواعد القانونية الآمرة. لذلك يترك المجال واسعًا لما يمكن أن يتفق عليه الأطراف وفقًا للأعراف السائدة، ويترتب على عقد الشراء مجموعة من الالتزامات المتبادلة بين الطرفين، بحيث يكون الاتفاق ملزمًا لهما وللغير، وتنقسم هذه الالتزامات إلى التزامات تقع على عاتق المشتري وأخرى تقع على عاتق البائع وفيما يلي يوضح ذلك:

1– التزامات المشتري: يلتزم المشتري بأمرين أساسيين هما دفع الثمن واستلام الشركة.

☆ دفع الثمن:

يقصد بالثمن المقابل المالي الذي يدفعه المشتري مقابل الحصول على الشيء المبيع. ويجب أن يكون هذا المقابل نقديًا حتى يُعد العقد عقد بيع، أما إذا كان المقابل غير نقدي فإنه يتحول إلى عقد مقايضة. ومع ذلك يمكن أن يكون جزء من الثمن نقديًا وجزء آخر عينيًا، بشرط أن يكون الجزء النقدي هو الغالب حتى يظل العقد خاضعًا لأحكام البيع. كما يمكن للطرفين الاتفاق على طريقة الدفع سواء كانت فورية أو مؤجلة أو على شكل أقساط، وذلك وفقًا لمبدأ حرية التعاقد.

☆ استلام الشركة:

بما أن الشركة تُعد كيانًا قانونيًا، فإن استلامها لا يتم بصورة مادية مباشرة، وإنما يتم من خلال تسليم الوثائق والمستندات المتعلقة بها، مثل السجلات المالية والوثائق الخاصة بملكيتها وأصولها، سواء كانت منقولة أو عقارية. ويُعد التسليم متحققًا بمجرد حصول المشتري على هذه الوثائق التي تمكنه من السيطرة على الشركة وإدارتها.

2– التزامات البائع: يلتزم البائع بمجموعة من الالتزامات أهمها التسليم ونقل الملكية والضمان.

✰ الالتزام بالتسليم:

وفقًا **للمادة 345** من القانون المدني، يُقصد بالتسليم وضع الشيء المبيع تحت تصرف المشتري بحيث يتمكن من حيازته والانتفاع به دون عوائق. وفي حالة الشركات يتم التسليم عن طريق تسليم الوثائق والمستندات التي تثبت ملكية الشركة وتمكن المشتري من التصرف فيها.

✰ الالتزام بنقل الملكية:

يختلف انتقال الملكية في عقد البيع التجاري حسب طبيعة الشيء المبيع. فإذا كان الشيء معينًا بنوعه تنتقل الملكية بالتخصيص وفقًا **للمادة 200** من القانون المدني، أما إذا كان معينًا بذاته فتنتقل الملكية بمجرد إبرام العقد وفقًا للمادة 209 من القانون المدني. وبالنسبة لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم فإن الأوراق المالية الصادرة عنها تُعد منقولات معنوية، وبالتالي تنتقل ملكيتها بمجرد إبرام العقد.

✰ الالتزام بالضمان:

يتحمل البائع التزام الضمان وفقًا للقواعد العامة، ويشمل ذلك ضمان الاستحقاق وضمان العيوب الخفية. ويقصد بضمان الاستحقاق التزام البائع بعدم التعرض للمشتري أو تمكين الغير من التعرض له في ملكية الشيء المبيع. أما ضمان العيوب الخفية فيتعلق عادة بالسلع المادية التي قد يظهر بها عيب غير ظاهر وقت البيع، ولذلك فإن تطبيق هذا الضمان يكون محدودًا في عقود شراء الشركات. (عبد السلام محسن، 2 – تشرين الأول – 2022م)

❖ **العرض العام للشراء**

يُعد العرض العام للشراء من أهم الأساليب المستخدمة للاستحواذ على الشركات المدرجة في البورصة والتي تصدر أوراقًا مالية قابلة للتداول. ويقصد به في المجال القانوني التزام غير قابل للرجوع يوجه إلى مساهمي الشركة المتداولة في السوق المالية، يتضمن عرضًا لشراء عدد محدد من أسهمهم بسعر معين غالبًا ما يكون أعلى من السعر المتداول في السوق، أو مقابل استبدالها بأوراق مالية أخرى.

وقد عرّف **Picon** العرض العام للشراء بأنه الوسيلة الطبيعية التي تُمكّن من الحصول على السيطرة على الشركة. كما نصت المادة الأولى من لائحة **COB رقم 3/89** على أن العرض العام يمثل إجراء يسمح لأي شخص طبيعي أو معنوي بالإعلان عن رغبته في الاستحواذ على جزء أو كل أسهم شركة مدرجة في السوق الرسمي أو في السوق الثانوية أو المتداولة خارج السوق في بورصة الأوراق المالية.

أما في القانون المصري، فيُقصد بعرض الشراء الاقتراح الذي يُقدَّم إلى مالكي الأوراق المالية للشركة المستهدفة، سواء كان المقابل نقديًا أو من خلال تبادل بأوراق مالية أخرى أو عبر عرض يجمع بين الطريقتين. وقد يكون هذا العرض إما إلزاميًا أو اختياريًا.

وبناءً على ذلك، يمكن تعريف العرض العام للشراء بأنه طلب موجَّه لاقتناء مجموعة من الأوراق المالية مثل الأسهم أو السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو شهادات الإيداع المتداولة في البورصة، وذلك بنسبة معينة من رأس مال شركة ما. وإذا تجاوزت هذه النسبة ثلث رأس المال يصبح العرض إجباريًا. وقد يكون المقابل نقديًا أو في شكل تبادل أوراق مالية أو مزيجًا من الاثنين، كما يمكن أن يتم العرض بناءً على اتفاق مسبق أو بدونه وفق الإجراءات التي تحددها الهيئة الرقابية المالية.

1- صور العرض العام للشراء:

أولاً: حسب مقابل الوفاء: ويقصد به المقابل الذي يدفعه مقدم العرض للحصول على الأوراق المالية للشركة المستهدفة، وينقسم إلى:

- **العرض النقدي** :حيث يتم دفع مقابل نقدي لشراء الأوراق المالية، ويُعرف بالعروض العامة للشراء.
- **العرض بالمبادلة** :ويكون المقابل في شكل تبادل بأوراق مالية أخرى، ويُعرف بالعرض العام للتبادل.
- **العرض المختلط** :ويكون المقابل مزيجًا من جزء نقدي وجزء عيني، مثل أسهم أو سندات لشركة أخرى يمتلكها مقدم العرض.

ثانياً: حسب كمية الشراء

- **العرض الكلي** :عندما يستهدف شراء 100% من رأس مال الشركة المستهدفة.
- **العرض الجزئي** :عندما يقتصر الطلب على شراء نسبة أقل من كامل رأس المال.

ثالثاً: حسب وجود اتفاق مسبق

- **العرض الودي** :ويحدث عندما يتم تقديم العرض بالتنسيق مع إدارة الشركة المستهدفة.
- **العرض العدائي** :ويحدث عندما ترفض إدارة الشركة العرض، فيتوجه مقدم العرض مباشرة إلى المساهمين عبر وسائل الإعلان المختلفة.

رابعاً: حسب الإلزام القانوني

- **العرض الاختياري** :يسمح القانون لأي شخص بشراء أسهم لا تتجاوز ثلث رأس مال الشركة أو حقوق التصويت دون إلزام بتقديم عرض شراء رسمي.
- **العرض الإجباري** :إذا تجاوزت نسبة الشراء ثلث رأس المال أو حقوق التصويت، يصبح من الضروري تقديم عرض شراء إجباري وفقًا للقواعد المنظمة للسوق المالية. (عبد السلام محسن، 2 – تشرين الأول – 2022م)

2- شروط العرض العام للشراء:

- أن يكون موجهاً لجميع المساهمين في الشركة المستهدفة وأن يكون عرضًا نهائيًا يلتزم به مقدمه طوال فترة سريانه، ولا يجوز سحبه أو تعديله إلا في حالة وقوع حدث جوهري ضار وبعد موافقة هيئة الرقابة المالية. كما يجب أن يكون العرض جديًا وغير معلق على شروط، باستثناء بعض الحالات مثل الحصول على نسبة معينة من حقوق التصويت.
- تحقيق مبدأ المساواة بين جميع المساهمين، وكذلك بين مقدمي العروض إذا تعددوا، بحيث لا يتم تفضيل أحدهم بإتاحة معلومات خاصة دون الآخرين.
- تحقيق الشفافية من خلال الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالعرض، بما يسمح للمساهمين بتقييمه ومقارنة مزايا قبوله بمخاطر رفضه. كما يجب على مقدم العرض الكشف عن خططه المستقبلية تجاه الشركة وموظفيها والمستثمرين فيها.

- تحديد مدة للعرض بحيث لا تقل فترة سريانه عن عشرة أيام في الحالات العادية ولا تقل عن عشرين يومًا في بعض الحالات الخاصة، على ألا تتجاوز ثلاثين يومًا من تاريخ نشر الإعلان.
- أن يكون محل العرض أوراقًا مالية مثل الأسهم أو السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو شهادات الإيداع وفق ما يقرره القانون.
- أن يتم العرض كتابةً مع إخطار مجلس إدارة الشركة المستهدفة ونشره في وسائل الإعلام لإعلام جميع المساهمين.

3- آثار العرض العام للشراء:

أولاً: بالنسبة لمقدم العرض

يلتزم مقدم العرض بالحفاظ على سرية المعلومات المتعلقة بالعرض المحتمل لمنع تأثيرها على أسعار الأسهم في السوق. كما يتعين عليه الإفصاح عن نيته في تقديم العرض وتقديمه خلال مدة لا تتجاوز ستين يومًا من تاريخ الإفصاح، وإلا يُمنع من تقديم عرض جديد لمدة سنة، كما يجب عليه إيداع مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات لدى الهيئة الرقابية المالية، وإبلاغ الشركة المستهدفة بهما، ونشر إعلان عن العرض خلال المدة المحددة. ولا يجوز تعديل شروط العرض إلا بعد موافقة الهيئة وبشرط أن يكون التعديل في مصلحة مالكي الأوراق المالية.

ثانياً: بالنسبة للمنافسين

يعد منافسًا كل شخص أو كيان يتقدم بعرض شراء آخر للشركة المستهدفة، ويجب عليه اتباع نفس الإجراءات القانونية المعمول بها. كما ينبغي أن يكون السعر المقترح أعلى بنسبة معينة من العرض السابق، إلا إذا قبلت الهيئة عرضًا منافسًا بشروط مختلفة تحقق مصلحة المساهمين.

ثالثاً: بالنسبة للشركة المستهدفة

يلتزم مجلس إدارة الشركة المستهدفة بمراعاة مصالح الشركة ومساهميها، والامتناع عن اتخاذ أي إجراءات قد تعيق المساهمين عن تقييم العرض بصورة موضوعية.

رابعاً: بالنسبة لمساهمي الشركة المستهدفة: تمتع المساهمون بحقوق متعددة أهمها:

- المساواة بينهم في الاستفادة من العرض.
- الحصول على المعلومات الكافية لتقييمه.
- قبول العرض أو رفضه أو سحب طلب البيع خلال فترة سريانه.
- حق الأقلية التي تمتلك نسبة معينة من رأس المال في طلب عرض شراء لأسهمها في حالة سيطرة مساهم رئيسي على أغلبية الأسهم.

خامساً: بالنسبة لهيئة الرقابة المالية

تتولى الهيئة الإشراف على عروض الشراء ومراقبة احترام مبادئ الشفافية والمساواة وحماية مصالح المساهمين. كما تقوم بدراسة مشروع العرض ومذكرة المعلومات، ولها الحق في قبول المشروع أو طلب تعديله أو رفضه إذا كان مخالفًا للقواعد المنظمة.

سادساً: بالنسبة لإدارة البورصة

تتولى إدارة البورصة نشر المعلومات المتعلقة بعرض الشراء على شاشات التداول، كما تقوم بنشر الإخطارات الخاصة بالأشخاص أو الكيانات التي تحصل على نسب معينة من أسهم الشركة المستهدفة خلال فترة العرض. (عبد السلام محسن، 2 – تشرين االول – 2022م)

3.1 الدوافع المالية والاقتصادية للاستحواذ:

1.3.1 الدوافع الاقتصادية:

– **زيادة الإيرادات (Revenue super additivities)** : الهدف من هذا النوع من الدوافع هو تعزيز قدرة الشركة على توليد دخل أعلى من خلال توسيع قاعدة العملاء، دمج منتجات أو خدمات جديدة، أو دخول أسواق جديدة. الشركات تنظر إلى الاستحواذ على شركات أخرى كطريقة أسرع لتحقيق نمو الإيرادات مقارنة بالاعتماد على التطوير الداخلي فقط. هذا النوع من الدوافع يظهر بشكل واضح في الشركات التي تسعى لتغيير موقعها التنافسي بسرعة.

– **خفض التكاليف :(Cost Subadditivities)** هذا الدافع يرتبط بتحقيق كفاءة تشغيلية أعلى من خلال دمج عمليات الشركتين، تقليل التكرار في الإنتاج أو الخدمات، ورفع القدرة التفاوضية مع الموردين والعملاء. على سبيل المثال، الاستحواذ على شركة منافسة يمكن أن يقلل من تكلفة الإنتاج لكل وحدة، وبالتالي تحسين الهامش التشغيلي وزيادة الربحية (Irwin، 2025).

– **التآزر التشغيلي (Operational Synergy)** : التآزر التشغيلي يعني أن الشركة بعد الدمج تستطيع العمل بشكل أكثر كفاءة من خلال دمج الموارد، تحسين العمليات، واستغلال القدرات المشتركة. هذا يمكن أن يؤدي إلى زيادة الإنتاجية، خفض التكاليف، وتحقيق ميزة تنافسية في السوق. في حالات عديدة، يكون هذا التآزر سببًا رئيسيًا في قرار الاستحواذ لأنه يزيد القيمة المضافة لكلا الشركتين .(Yılmaz، 2016)

– **التوسع في السوق: (Market Expansion/Diversification)** : الدافع هنا اقتصادي بحت، حيث تسعى الشركات لدخول أسواق جديدة أو توسيع عروضها للمنتجات والخدمات. هذا يسمح بتقليل الاعتماد على سوق واحد وزيادة فرص النمو. الاستحواذ على شركات تعمل في مناطق جغرافية أو قطاعات مختلفة يوفر للشركة المستحوذة قاعدة أوسع للعملاء ويقلل المخاطر المرتبطة بالاعتماد على منتج أو سوق واحد .(Ochirova، 2019)

2.3.1 الدوافع المالية :

تستهدف الدوافع المالية تعظيم قيمة الشركة وتحسين مركزها المالي، وتشمل عدة عناصر رئيسية:

– **التآزر المالي (Financial Synergies)** :الشركات تنظر إلى الاستحواذ كفرصة لتحقيق مزايا مالية مباشرة. على سبيل المثال، التآزر المالي قد يسمح باستخدام خسائر الشركة المستحوذ عليها لتعويض الأرباح الضريبية، أو زيادة القدرة على الحصول على تمويل أكبر للمشاريع الجديدة. كما يمكن للشركة المستحوذة استغلال الموارد النقدية الفائضة للشركة المستهدفة في تمويل مشاريع استراتيجية، مما يقلل الحاجة للتمويل الخارجي ويزيد من العوائد المالية للمساهمين– .الوفورات الضريبية :(Tax Savings) تسعى الشركات من خلال هذا الدافع إلى تقليل العبء الضريبي وزيادة صافي الأرباح عبر استغلال المزايا الضريبية الناتجة عن الصفقات .

– **تعظيم القيمة للمساهمين** (Value Creation for Shareholders) : الهدف المالي الأساسي للاستحواذ هو زيادة القيمة للمساهمين من خلال تحسين العوائد على الاستثمار. الدراسات تظهر أن المساهمين في الشركات المستهدفة غالبًا يحصلون على عوائد إيجابية كبيرة بعد الإعلان عن الاستحواذ، في حين أن النتائج للمستحوذ أقل وضوحًا. هذا يدفع الشركات إلى تقييم الصفقات بدقة للتأكد من أنها ستضيف قيمة فعلية للمساهمين .(Yılmaz، 2016)

– **الوصول إلى التمويل وتنويع المخاطر(Access to Capital & Risk Diversification)** : الاستحواذ يمنح الشركة فرصة لتنويع أنشطتها المالية وتقليل المخاطر المرتبطة بمركز مالي ضعيف أو اعتماد على سوق أو منتج واحد. كما يمكن للشركة المستحوذة استخدام الأصول المالية للشركة المستهدفة لزيادة قدرتها على الاقتراض أو الاستثمار في مشاريع جديدة، مما يدعم نموها المالي طويل المدى .(Irwin، 2025)

– **الربحية الفائضة(Excess Profitability)**: هذا يعكس القيمة المالية للاستحواذات التي تحسن العمليات أو التكنولوجيا، حيث يؤدي الاستثمار في شركة تمتلك قدرات تكنولوجية متقدمة إلى زيادة ربحية الشركة المستحوذة على المدى القصير والمتوسط، وبالتالي تحسين تقييمها في السوق .(Ochirova، 2019)

4.1 المخاطر واثار عملية الاستحواذ:

1.4.1 المخاطر:

أ– المخاطر المالية (Financial Risks):

- عدم تحقق التآزر المالي المتوقع(Failure of Financial Synergies) : تفشل أحياناً الشركات في تحقيق التآزر المالي المتوقع بعد الاستحواذ، مثل عدم القدرة على استغلال المزايا الضريبية أو السيولة النقدية بالشكل المطلوب، مما قد يقلل العوائد المتوقعة للمساهمين.
- مخاطر التمويل والديون(Capital & Debt Risks) : الاستحواذ غالباً يحتاج تمويل كبير، سواء نقدي أو عن طريق الاقتراض، مما يزيد من المخاطر المالية إذا لم تتحقق العوائد المتوقعة أو واجهت الشركة مشاكل في إدارة الديون . (Irwin، 2025)

ب- المخاطر التشغيلية(Operational Risks) :

- فشل التكامل التشغيلي(Integration Failure) : التحدي الأساسي بعد الاستحواذ هو دمج العمليات والموظفين، خاصة إذا كان الاستحواذ يعتمد على رأس المال البشري. فقد يؤدي فقدان الكفاءات إلى فشل تحقيق التآزر التشغيلي وتقليل قيمة الصفقة.
- الاختلافات الثقافية والتنظيمية(Cultural & Organizational Differences) : دمج شركتين لهما ثقافات تنظيمية مختلفة يمكن أن يؤدي إلى صراعات داخلية، تأخير في العمليات، وفقدان فعالية بعض الفرق، مما يقلل من قيمة التآزر المتوقع .(Yılmaz، 2016)

ت- المخاطر السوقية والاستراتيجية(Market & Strategic Risks) :

- ردود فعل المستثمرين غير المتوقعة(Investor Reactions) : المستثمرون قد يقلقون من القيمة الحقيقية للشركة المستحوذ عليها، خصوصاً في القطاعات التقنية، مما يؤدي إلى تقلب أسعار الأسهم وعدم الاستقرار في العوائد قصيرة المدى.
- مشاكل في التطوير والبحث(R&D & Innovation Risks) : في بعض الصناعات، خصوصاً الابتكارية، قد يؤدي الاستحواذ إلى فقدان بعض الكفاءات أو تعطيل المشاريع البحثية، مما يؤثر على العائد الاستراتيجي للشركة المستحوذة . (Ochirova، 2019)

2.4.1 اثار عملية الاستحواذ:

1- الآثار العامة:

- يساهم الاستحواذ في رفع الكفاءة الإدارية وتحسين أداء الشركات المعنية، كما يساعد على تطوير جودة المنتجات والخدمات التي تقدمها هذه الشركات، وذلك من خلال الاستفادة من الخبرات العلمية والعملية المتوفرة لدى الشركات المشاركة في العملية. إضافة إلى ذلك، يؤدي إلى تعزيز المنافسة في السوق نتيجة حصول الشركات على دعم وإمكانات أكبر تمكّنها من تطوير منتجاتها وخدماتها.
- يساهم الاستحواذ كذلك في تحقيق التكامل الاقتصادي بين الشركات، الأمر الذي ينعكس إيجابًا على تنشيط السوق المالية وتحسين مستوى السلع والخدمات التي تقدمها الشركات المشاركة في العملية.
- كما يؤدي الاستحواذ إلى تشجيع الاستثمارات الأجنبية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة، حيث يسعى المستثمرون الأجانب غالبًا إلى الدخول في مشاريع قائمة بدل إنشاء مشاريع جديدة، لما يوفره ذلك من تقليل في التكاليف والوقت، إضافة إلى إمكانية تطوير المشروع وفق رؤيتهم بما يحقق الأرباح والأهداف الاستثمارية المرجوة. (واده عبد الرحمن، 2023)

2- الاثار الخاصة:

- آثار الاستحواذ على الشركة المستحوذة: تتمثل أهم الآثار التي تعود على الشركة المستحوِذة نتيجة عملية الاستحواذ فيما يلي:

- الحصول على ملكية الشركة المستهدفة سواء من خلال اتفاق مباشر بين الأطراف أو عن طريق شراء أسهمها في سوق الأوراق المالية.
- ممارسة السيطرة الفعلية على إدارة الشركة والاستفادة من الأرباح التي تحققها.
- تحقيق أهداف التوسع وزيادة الحصة السوقية وتقليل حدة المنافسة، دون الحاجة إلى المرور بالإجراءات الإدارية المرتبطة بتأسيس شركة جديدة.
- تسهيل إعادة هيكلة الشركات المتعثرة ماليًا بطريقة أكثر مرونة مقارنة بإجراءات الإفلاس.
- الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة والخبرات التقنية المتوفرة لدى الشركة المستهدفة، مما يساهم في تحسين الأداء وتعزيز القدرة التنافسية.

- آثار الاستحواذ على الشركة المستهدفة: ينتج عن عملية الاستحواذ مجموعة من التغيرات التي تمس الشركة المستهدفة، ومن أبرزها:

- استمرار الشخصية المعنوية للشركة المستحوذ عليها رغم انتقال ملكية جزء كبير من أسهمها إلى الشركة المستحوِذة.
- تغير هيكل الملكية تبعًا لنسب توزيع رأس المال بعد إتمام عملية الاستحواذ.
- إعادة تشكيل مجلس الإدارة من المساهمين وفقًا لنسبة مساهمتهم في رأس المال، وذلك لإدارة شؤون الشركة وتمثيلها أمام الغير.
- تعديل النظام الأساسي للشركة بما يتوافق مع الأهداف والاستراتيجيات الجديدة التي يسعى القائم بعملية الاستحواذ إلى تحقيقها.

- آثار الاستحواذ على أقلية المساهمين: بعد إتمام عملية الاستحواذ، يجد المساهمون من الأقلية أنفسهم أمام خيارين رئيسيين، حيث يمكنهم:

- الاستمرار في الاستثمار داخل الشركة إذا اعتقدوا أن دخول المستثمر الجديد سيضيف قيمة للشركة ويعزز فرص نموها وتطورها.
- أو بيع أسهمهم في السوق، إما بسبب ارتفاع السعر السوقي للسهم بعد الاستحواذ، أو رغبةً في الخروج من الشركة نتيجة فقدان الثقة في القائم بعملية الاستحواذ أو تخوفهم من سياساته المستقبلية. (السبع راشدة، 2020)

2. قيمة الشركة في الاسواق المالية

1.2 مفهوم قيمة الشركة:

تشير قيمة الشركة إلى القيمة الاقتصادية الإجمالية التي يعكسها السوق عن أداء المؤسسة وقدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية واستدامة نموها. وتُعد من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم جاذبية الشركة واتخاذ قرارات الاستثمار، بما في ذلك قرارات الاندماج والاستحواذ، وتتحدد قيمة الشركة من خلال عدة أبعاد، أهمها:

- **القيمة السوقية** :وتمثل حاصل ضرب سعر السهم في عدد الأسهم المصدرة، وتعكس تقييم السوق لأداء الشركة .
- **القيمة الدفترية** :وتعبر عن صافي الأصول كما تظهر في الميزانية .

- **القيمة الاقتصادية المضافة :(EVA)** وتقيس القدرة على خلق أرباح تفوق تكلفة رأس المال .
- **قيمة الأصول :**وتشمل الأصول الملموسة وغير الملموسة .

إلى جانب ذلك، تلعب العوامل غير المالية دورًا مهمًا في تحديد قيمة الشركة، مثل جودة الإدارة، الابتكار، السمعة، والميزة التنافسية، وهي عناصر أصبحت أساسية في التقييم الحديث للشركات.

وقد شهد مفهوم قيمة الشركة تطورًا ملحوظًا في الأدبيات المالية، حيث انتقل من التركيز على الربحية قصيرة الأجل إلى مفهوم أكثر شمولية يعتمد على خلق قيمة مستدامة لجميع أصحاب المصلحة. وفي هذا السياق، تؤكد الدراسات الحديثة (Ren & Lin, 2025)و (Zhang et al., 2025) أن القيمة لم تعد تقتصر على الأداء المالي فقط، بل أصبحت تعكس القدرة على تحويل الأداء التشغيلي إلى قيمة سوقية حقيقية.

كما تشير دراسات أخرى إلى أن قيمة الشركة ترتبط أيضًا بتوقعات السوق المستقبلية(Chu et al., 2025) ، وبقدرة المؤسسة على الابتكار وإعادة تنظيم المعرفة.(Huang et al., 2025)

وفي الاتجاه الحديث، أصبح يُنظر إلى القيمة من منظور أوسع يشمل أبعاد الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة(ESG) ، باعتبارها عناصر مؤثرة في تقييم الشركة وليس مجرد عوامل إضافية (Wang & Xia, 2024; Bani-Khaled, 2025)

وعليه، فإن قيمة الشركة لم تعد مفهوماً محاسبياً فقط، بل أصبحت مفهوماً استراتيجياً متعدد الأبعاد يعكس قدرة المؤسسة على التكيف والنمو وخلق القيمة في بيئة تنافسية متغيرة (د.هبة عبدالعاطي محمد، 2024).

2.2نظريات تعظيم القيمة:

1.2.2 نظرية موديجلياني وميلر (M&M) وأثر الوفر الضريبي:

- **المرحلة المثالية :**

ظل الفكر التقليدي مسيطراً في مجال التمويل إلى غاية ظهور الدراسة الشهيرة لـ موديجلياني وميلر (M&M) سنة 1958، والتي وجهت انتقادات قوية للنظرية التقليدية، خاصة فيما يتعلق بفكرة وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة. وقد خلصت هذه النظرية إلى أن طريقة التمويل لا تؤثر في تكلفة رأس المال ولا في القيمة السوقية للمؤسسة.
ويرتكز تحليل هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات الأساسية، من أهمها:

- إمكانية تقسيم المؤسسات إلى مجموعات متجانسة من حيث درجة المخاطر المرتبطة بطبيعة نشاطها.
- تماثل توقعات المستثمرين الحاليين والمحتملين بشأن مستقبل المؤسسة وأدائها.
- افتراض أن ديون المؤسسة خالية من المخاطر، أي أن سعر الفائدة المفروض على القروض لا يتضمن أي علاوة مقابل المخاطرة، وينطبق ذلك على ديون الأفراد والشركات على حد سواء.
- ثبات تكاليف التمويل، بحيث لا تتأثر بتغير هيكل التمويل داخل المؤسسة.

وبناءً على هذه الفرضيات، ترى النظرية أن القيمة السوقية للمؤسسة تعتمد أساساً على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل. أي أن قيمة المؤسسة تتحدد وفق العوائد المتوقعة من استثماراتها ومستوى المخاطر المرتبط بها، بينما لا يكون لتغير نسبة الاقتراض في الهيكل المالي أي تأثير على هذه القيمة. ويمكن التعبير عن ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$V_i = \frac{y_i}{Ka_i} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث:

y_i: معدل العائد على االستثمار

V_i : القيمة السوقية للمنشأة

Ka_i: تكلفة التمويل الثابتة

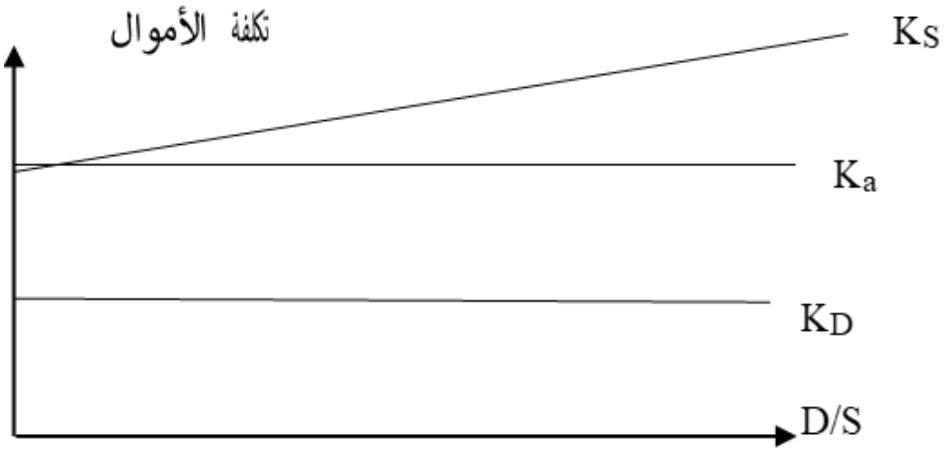
تؤكد نظرية **موديجلياني وميلر (M&M)** في ظل افتراض الأسواق الكاملة أن تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسات التي تنتمي إلى نفس فئة المخاطر تبقى ثابتة ولا تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على هيكلها المالي. وبعبارة أخرى، فإن هذه التكلفة لا تتغير نتيجة اختلاف نسب الدين وحقوق الملكية في تمويل المؤسسة.

كما تشير النظرية إلى أن قيمة المؤسسة يمكن تحديدها من خلال معرفة العائد المتوقع من الاستثمارات قبل خصم الفوائد والضرائب، إضافة إلى تكلفة رأس المال. وبناءً على ذلك، إذا وُجدت مؤسستان تتشابهان في مستوى المخاطر وطبيعة النشاط، ولكنهما تختلفان فقط في تركيبة هيكلهما المالي، حيث تكون إحداهما ممولة بالكامل من حقوق الملكية، في حين تعتمد الأخرى على مزيج من الديون وحقوق الملكية، فإن القيمة السوقية لكلتا المؤسستين ستظل متساوية ما دامت تنتميان إلى نفس فئة المخاطر.

وفي حال حدوث اختلاف في القيمة السوقية بين المؤسستين، فإن آلية **المراجحة (Arbitrage)** في الأسواق المالية ستعمل على إعادة التوازن بينهما، حيث يستغل المستثمرون هذا الاختلاف لتحقيق أرباح دون مخاطر، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى عودة القيم السوقية إلى مستوى التوازن.

وبالتالي، يمكن تلخيص وجهة نظر **موديجلياني وميلر** في ظل أسواق رأس المال الكاملة في أن قرارات التمويل لا تؤثر في القيمة السوقية للمؤسسة، وأن القيمة تعتمد أساسًا على قرارات الاستثمار والعوائد المتوقعة منها. يمكن تحديد وجهة نظر M & M في أسواق رأس المال الكاملة كما يلي:

الشكل رقم (2): أطروحة M & M في علم بدون ضرائب



المصدر: د.زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأ من خلال النظرية المالية، الصفحة179

يتضح من التحليل السابق أن المؤسسة يمكنها اختيار أي هيكل مالي لتمويل نشاطها، إلا أن هذا الاختيار قد ينعكس على تكلفة رأس المال ومن ثم على قيمة المؤسسة. ومع ذلك، فقد تم تجاهل الرأي الذي يربط بين الرفع المالي والمخاطر المرتبطة به باعتباره أحد مصادر التمويل المهمة للمؤسسة، كما أن هذا الطرح لا يقدم توجيهاً واضحاً للإدارة عند اتخاذ قرارات تتعلق بهيكل التمويل.

ومن خلال ذلك يمكن القول إنه في ظل افتراضات السوق المثالي ظهرت اختلافات في الآراء حول مدى تأثير الهيكل المالي على تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة. فبينما يرى بعض أنصار الفكر التقليدي إمكانية وجود هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل وزيادة القيمة السوقية للمؤسسة، فإن نموذج **موديجلياني وميلر (M&M)** لا يتفق مع هذا الطرح، حيث يؤكد أن قرارات التمويل لا تؤثر في القيمة السوقية للمؤسسة. في المقابل، يدعم نموذج **صافي الدخل** فكرة وجود هيكل مالي مثالي، إلا أنه يقوم أساساً على الاعتماد الكامل على القروض كمصدر للتمويل.

وبناءً على ذلك، فإن دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل افتراضات السوق المثالي لم تحسم الجدل بشكل نهائي حول وجود هذه العلاقة من عدمها، الأمر الذي يستدعي مواصلة تحليل هذه العلاقة في إطار فرضيات أكثر واقعية، مثل وجود الضرائب، وتكاليف الإفلاس، وتكاليف الوكالة.

- **المرحلة الواقعية:**

في ظل الأسواق غير الكاملة، يتم تحليل العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة رأس المال بطريقة أكثر واقعية، وذلك من خلال إدخال مجموعة من العوامل التي لم تكن مأخوذة بعين الاعتبار في نموذج السوق المثالي، مثل الضرائب وتكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة. كما أن اختلاف توقعات المستثمرين وتفضيلاتهم في السوق قد يؤدي إلى نتائج مختلفة تؤثر بدورها في العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة.

وفي هذا الإطار، تشير النظرية إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على الاقتراض تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد كليًا على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها، مضافًا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن استخدام الديون. ويعني ذلك أن اعتماد المؤسسة على القروض يمكن أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، وذلك نتيجة استفادتها من الخصم الضريبي للفوائد، مما يؤدي إلى انخفاض معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

ومع ذلك، فإن زيادة نسبة الاقتراض إلى مستويات مرتفعة قد تؤدي إلى ظهور آثار سلبية، حيث ترتفع احتمالات التعثر المالي وتكاليف الإفلاس. ويترتب على ذلك مطالبة كل من المساهمين والمقرضين بعوائد أعلى لتعويض المخاطر المتزايدة المرتبطة بارتفاع مستوى المديونية.

وبناءً على ذلك، فإن ارتفاع نسبة الاقتراض قد يؤثر سلبًا على القيمة السوقية للمؤسسة عندما تتجاوز مزايا الوفورات الضريبية الناتجة عن الديون التكاليف المرتبطة بالإفلاس والمخاطر المالية. كما تشير العديد من الدراسات إلى أن ارتفاع مستوى الديون يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة، الأمر الذي يعزز من التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة

1- تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود الضرائب:

في إطار الأسواق غير الكاملة، قدم **موديجلياني وميلر (M&M)** تحليلاً مهماً يوضح تأثير الضرائب على العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المنشأة. حيث بيّنا أن القيمة السوقية للمنشأة التي تعتمد على الاقتراض في تمويل استثماراتها لا تساوي فقط قيمة منشأة مماثلة تعتمد كلياً على التمويل الذاتي، بل تضاف إليها كذلك القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن استخدام الديون. ويمكن التعبير عن هذه العلاقة بالمعادلة التالية:

$$VT = VU + TD$$

حيث:

VT: القيمة السوقية لمنشأة مقترضة

VU: القيمة السوقية لمنشأة غير مقترضة

TD: القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن االقتراض

نظرًا لأن التوفير الضريبي يُحسب بناءً على قيمة الفائدة مضروبة في معدل الضريبة على دخل الشركة، يمكن تحديد القيمة الحالية لهذه التوفيرات باستخدام المعادلة التالية :

$$TD = \frac{Kd \times D \times t}{Kd}$$

حيث:

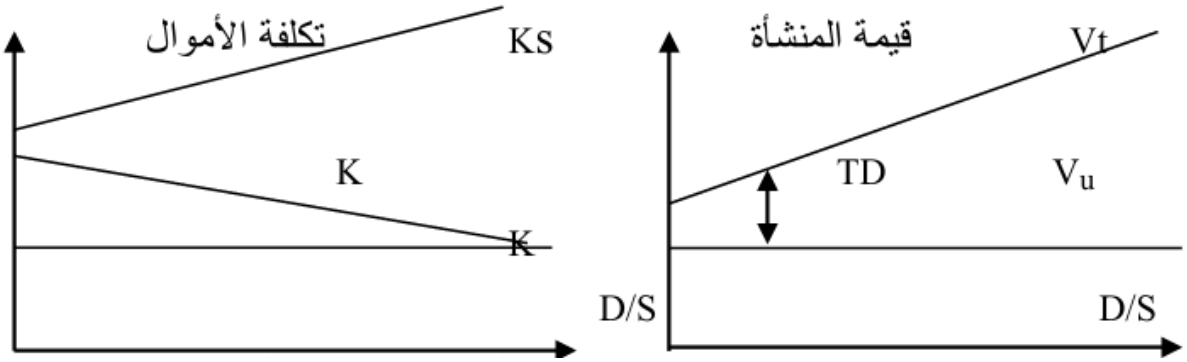
T: معدل الضريبة على دخل المنشيأة

Kd: تكلفة الاقتراض

D: القيمة السوقية للقروض

بالتالي، فإن الهيكل المالي المثالي هو الهيكل الذي يحقق أكبر نسبة ممكنة من الاقتراض ، يظهر هذا في الشكل الأتي وفي هذه الحالة ستنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى مستوى ممكن:

الشكل رقم (3): تكلفة الأموال و قيمة المنشأ في ظل مدخل M & M



المصدر: مرجع سابق، صفحة161

يرى **موديجلياني وميلر (M&M)** أن الفرق بين القيمة السوقية للمنشأة المقترضة والقيمة السوقية للمنشأة غير المقترضة لا ينبغي أن يتجاوز القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض. وفي حال حدوث اختلاف عن هذا المستوى، فإن آلية **المراجحة** في السوق تعمل على إعادة التوازن بين قيمتي المنشأتين.

وفي محاولة لإعادة النظر في هذا الطرح، قام **ميلر (Miller)** سنة 1977 بإسقاط فرضية عدم وجود ضرائب على الأفراد، موضحًا أن وجود الضرائب على كل من الشركات والأفراد يمكن أن يؤدي إلى ظهور هيكل مالي أمثل على مستوى المؤسسة. وقد استند في ذلك إلى فكرة أن الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة نتيجة الاقتراض قد تتلاشى بسبب الضرائب التي يدفعها حملة الأسهم والسندات. ومن خلال مجموعة من الافتراضات، توصل إلى وجود مستوى توازن للدين على المستوى القومي. غير أن هذا التحليل أعاد الجدل حول وجود هيكل مالي مثالي من عدمه، حيث خلص في النهاية إلى أن تكلفة الأموال الإجمالية قد لا تتغير بشكل واضح مع اختلاف نسبة الاقتراض.

وفي سياق متصل، أدخل **دي أنجليو وماسيليس (DeAngelo & Masulis)** متغير الوفورات الضريبية البديلة في دراستهما، حيث أثبتا أن لكل مؤسسة هيكلًا ماليًا مثاليًا يتحقق عند نقطة التوازن بين الوفورات الضريبية الناتجة عن الفوائد والوفورات الضريبية الأخرى. ورغم أهمية نموذج **M&M**، إلا أنه تعرض لعدد من الانتقادات، من أبرزها ما يلي:

- عدم واقعية افتراض وجود أسواق مالية كاملة، إضافة إلى أن المستثمرين لا يتصرفون دائمًا بطريقة عقلانية، كما أن الحصول على المعلومات الكاملة لاتخاذ القرارات الاستثمارية ليس متاحًا في جميع الحالات.
- بساطة النموذج وعدم أخذه بعين الاعتبار القيود المالية التي قد تحد من قدرة المستثمرين على القيام بعمليات المراجحة.
- افتراض عدم وجود تكاليف للإفلاس، في حين أن المؤسسات التي تعتمد بشكل كبير على الديون قد تصبح أقل جاذبية للمستثمرين في حالة تعرضها لمخاطر الإفلاس.
- إمكانية ارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي بدرجة كبيرة، وهو ما قد يعرض المؤسسة لمخاطر مالية نتيجة زيادة أعباء الفوائد وصعوبة سدادها خاصة في فترات الركود الاقتصادي.
- افتراض أن الرفع المالي هو العامل الوحيد المؤثر في تكلفة التمويل، رغم وجود عوامل أخرى تؤثر في هذه التكلفة، مثل هيكل الاستثمارات وطبيعة النشاط الاقتصادي للمؤسسة.

كما أشار **باندي (Pandey)** إلى أن الضرائب المفروضة على دخل المؤسسة قد تؤثر على نتائج تحليل نموذج **M&M**، إذ إن الاقتراض يحقق وفورات ضريبية من خلال خصم الفوائد من الوعاء الضريبي، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل الفعلية مقارنة بتكلفة الاقتراض الاسمية.

ومن جهة أخرى، إذا كان دخل المستثمر خاضعًا للضريبة، فإنه قد يستفيد هو أيضًا من مزايا ضريبية مرتبطة بالاقتراض، رغم أن هذه الفوائد الضريبية قد تختلف عن تلك التي تحققها المؤسسة بسبب اختلاف معدلات الضرائب المفروضة على دخل الشركات مقارنة بدخل الأفراد.

وقد أثار ذلك تساؤلات حول مدى تأثير ضرائب المستثمرين والمقرضين على العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما دفع **ميلر** إلى تقديم نموذج يوضح كيفية احتساب القيمة الحالية للفوائد الضريبية في ظل هذه الظروف:

$$G = \left[1 - \frac{(1-t)(1-te)}{(1-td)} \right] D$$

حيث:

t: ضريبة دخل الشركات.

t_e: ضريبة دخل الملكية (الأسهم).

t_d: ضريبة دخل المديونية (السندات).

استنتج "ميلر" من هذه المعادلة أنه في حال كانت الشركة تعمل في بيئة خالية من الضرائب، حيث تكون القيم t_d و t_e و t تساوي صفر، فإن القيمة الحالية للتوفير الضريبي وفقاً للمعادلة (1) تساوي صفر أيضاً .نتيجة لذلك، تتساوى القيمة السوقية لشركة تعتمد هيكلياً على حقوق الملكية فقط مع القيمة السوقية لشركة مماثلة تعتمد في هيكلها المالي على القروض وحقوق الملكية .هذا الاستنتاج يتماشى مع ما قدمه "M & M"في وقت سابق .في حالة وجود ضريبة على دخل الشركة وعدم فرض ضريبة على دخل المستثمرين (أي يكون كل من t_e و t_d تساوي صفر)، فإنه وفقاً للمعادلة (1) ستكون القيمة

الحالية للتوفير الضريبي مساوية لـ (t.D)، وهو ما يتوافق مع ما سبق أن تم التوصل إليه في "M & M"بينما إذا كان دخل الملاك خاضعاً لمعدل ضريبي أقل من دخل المقرضين، بسبب انخفاض الضريبة على الأرباح الرأسمالية للأسهم، فإن مستوى دخل المقرضين يجب أن يكون مرتفعاً لتعويضهم عن أي زيادة في الضريبة على دخلهم، وإلا لن يقوم أحد بشراء السندات .يعني ذلك أنه إذا كان الاقتراض يوفر فوائد ضريبية، يجب أن تكون هذه الفوائد مرتفعة لتعويض المستثمرين في السندات عن أي زيادة في المعدل الضريبي على دخلهم، وهذا يعني أن ما تحققه الشركة من وفورات من ناحية قد ينقصه جزئياً من ناحية أخرى .ومع ذلك، في ظل النظام الضريبي التصاعدي، يمكن للشركة تحقيق وفورات ضريبية طالما أن القيمة $(1-t)(1-t_e)$ تفوق القيمة $(1-t_d)$ ولكن هذا لا يمثل حالة التوازن، لذلك من المتوقع أن تستمر الشركة في الاقتراض حتى تتساوى القيمة $(1-t)(1-t_e)$ مع القيمة $(1-t_d)$ عندها تكون الوفورات الضريبية مساوية للصفر لن تؤدي زيادة نسبة الاقتراض إلى أي تأثير على القيمة السوقية للشركة .هذه هي حالة التوازن العامة لسوق رأس المال التي تسعى إليها جميع الشركات، وهو ما دفع "ميليير "إلى استبعاد فكرة الهيكل المالي المثالي على مستوى الشركة،واعتقاده بضرورة وجود نموذج مماثل على مستوى سوق رأس المال .

بالرغم من التحليل العميق الذي قدمه "ميلر"، إلا أن هناك العديد من التحفظات التي أثيرت حول النموذج فقد أوضحت دراسة "ليفي وسرنات" أن افتراض "ميلر "بغياب الضريبة على دخل المستثمرين هو افتراض غير واقعي، وإذا حدث شيء مختلف فقد نصل إلى نتائج غير مقبولة .على سبيل المثال، إذا افترضنا أن معدل الضريبة على دخل المساهمين هو 12%، فإن نقطة التوازن ستعني أن معدل الضريبة على دخل حملة السندات يكون 5111%، وهو رقم غير معقول، حيث أن أعلى معدل للضريبة في الولايات المتحدة لا يتجاوز 52% كما أدى التغيير الضريبي في الولايات المتحدة إلى نقض بعض افتراضات تحليل "ميلر"، الذي يعتمد على أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من معدل الضريبة على التوزيعات ، ومن جانب آخر، أشارت دراسة "دي أنجليو وماسيليس "إلى أن تحليل "ميلر "يغفل أهمية تكاليف الإفلاس، وأخذ هذا العنصر في الاعتبار سيؤدي إلى عدم تحقيق التوازن الذي أظهره، حيث ستبقى الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض قائمة .كما أكد "تاجارت "من جانبه على الدور المهم والفعال الذي تلعبه تكاليف الإفلاس في قرار الاقتراض .

يعتبر ميلر أن تكلفة الإفلاس ليست لها أهمية كبيرة، حيث تلعب دورًا في التأثير على الهيكل المالي وأشار "ميلر "إلى نماذج نسب القروض في عقدي العشرينات والخمسينات، رغم أن معدل الضريبة كان يتراوح في الفترة الأولى ما بين 11 % و12%، بينما كان هذا المعدل في الفترة الثانية .5%وبما أن الإعفاءات الضريبية المرتبطة بالاقتراض تزداد مع ارتفاع معدل الضريبة، كان من المتوقع أن تكون هناك زيادة في نسبة الأموال المقترضة خلال الخمسينات، لكن ذلك لم يحدث .

بناءً على ما سبق، يمكن أن نستنتج أن الاعتماد على القروض قد يؤدي إلى خفض تكلفة الأموال بسبب انخفاض تكلفة معدل العائد المطلوب .بالإضافة إلى ذلك، فإن الإعفاءات الضريبية الناتجة عن الاقتراض تسهم في هذا الأمر، مما يمثل التأثير الإيجابي للديون على القيمة السوقية للمؤسسة .ومع ذلك، فإن الزيادة في نسبة الاقتراض ضمن حدود معينة قد تؤدي إلى ظهور بعض التكاليف مثل تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وهو ما يترجم إلى ارتفاع في معدلات العائد المطلوبة من قبل الملاك والمقرضين لتفادي المخاطر .

2- نظرية المقايضة – Static Trade-off (تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود تكلفة الإفلاس):

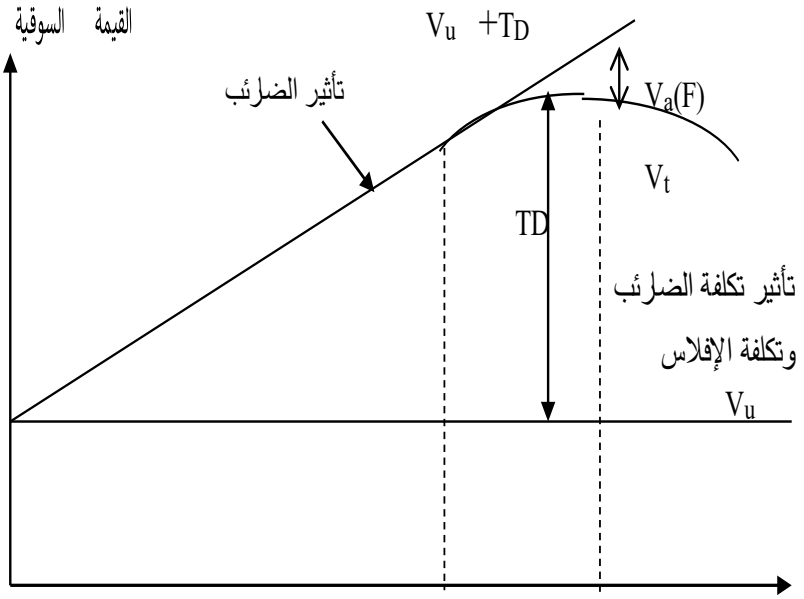
كثير من العلماء قرروا أن افتراض أن الديون ليس لها مخاطر يعد خاطئا، لذا فإن عدم قدرة الشركة على سداد القروض والفوائد عندما يحين وقت الدفع يحمل مخاطر تُعرف بمخاطر الإفلاس .تحدث هذه المخاطر عندما يقوم المقرضون باتخاذ إجراءات قانونية لاستعادة أموالهم مما قد يؤدي إلى إعلان إفلاس الشركة .هذه المخاطر المتعلقة بالإفلاس تؤدي إلى زيادة في معدل العائد الذي يُطلب للاستثمار في أسهم وسندات الشركة، مما يعني أن تكلفة الأموال ترتفع، وبالتالي تتراجع القيمة السوقية للشركة .يتم ذلك من خلال نوعين من التكاليف، حيث تشمل التكاليف المباشرة النفقات القانونية والإدارية المتعلقة بالإجراءات القضائية، أو الخسائر الناتجة من بيع الأصول بأقل من قيمتها الدفترية .أما التكاليف غير المباشرة فتظهر في تراجع أرباح الشركة لعدة أسباب مثل ارتفاع الفوائد الناتجة عن زيادة الأموال المقترضة أو بسبب ارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضون وفقدان ثقة الدائنين والموردين .وفي هذا السياق، يشير "بريجهام وجابنسكي "إلى أن مخاطر الإفلاس تزداد وتزداد التكاليف المصاحبة لها مع زيادة نسبة الأموال المقترضة .فإذا اعتبرنا أن F(Va) هي القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، فإن صيغة قيمة الشركة المقترضة يمكن التعبير عنها رياضياً كما يلي:

$$V_t = V_u + T_D - V_a(F)$$

زيادة مستوى الدين تؤثر بشكل سلبي على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية للتوفير من الضرائب .لذلك، ترتبط نسبة الدين المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تصل فيها تكلفة الإفلاس إلى أدنى مستوياتها، بينما تكون قيمة المؤسسة عند أعلى مستوياتها .

من خلال الشيكل يتضح أن زيادة نسبة الاقتراض تجاه حقوق الملكية في ظروف معينة تؤدي إلى ظهور تكاليف الإعسار، مما يزيد من تكاليف الأموال .وتعتمد هذه الأخيرة على مقدار التوفير الضريبي الذي يتم العمل على تقليصه، بالإضافة إلى تكاليف الإعسار التي تزيد بدورها .بعيداً عن نقطة X، ستستمر تكاليف الأموال في الانخفاض بفعل التوفير الضريبي، حتى تصل إلى مستوى أقل من السابق)ظهور تكلفة الإعسار بعد النقطة .(X وعندما تصل نسبة الاقتراض إلى النقطة Y، تبدأ تكاليف الأموال في الارتفاع مع زيادة تكلفة الإعسار حسب قيمة التوفير الضريبي .لذلك يمكن القول إن نسبة الاقتراض المثالية في حالة وجود تكاليف الإعسار تتحدد عند النقطة Y، التي تكون عندها تكاليف الأموال في أدنى مستوى لها، وتحصل المؤسسة المقترضة على أعلى قيمة ممكنة .حيث تتساوى القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد على القروض في تمويل أصولها مع القيمة السوقية لمؤسسة تمول بالكامل عبر الأموال الخاصة، إلى جانب القيمة الحالية للتوفير الضريبي مطروحاً منها تكلفة الإعسار .وقد تم تطوير نظرية الهيكل المالي المثالي لكل مؤسسة، والذي يعتمد على التوازن بين العائد الحدي للتوفير الضريبي والتكلفة الحدودية للإعسار .يركز الدارسون في مجال الإدارة المالية على حجم تكاليف الإعسار ونسبتها إلى قيمة المؤسسة، وإذا كان بعض الأشخاص يعتقدون أن التكاليف ضئيلة .

الشكل رقم (4): العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المنشأة بوجود الضرائب وتكلفة الافلاس



المصدر: مرجع سابق، صفحة 167

عندما يتعلق الأمر بالإفلاس، توجد أيضًا التكاليف غير المباشرة التي يتحملها المالكون .نتيجة للإفلاس، قد يتم إعادة ترتيب الشركة أو تصفيتها .أظهرت دراسة من "ألتميان "أن الأبحاث المتعلقة بالإفلاس كانت قد تجاهلت التكاليف غير المباشرة، حيث بلغت هذه التكاليف نسبة تأثر تصل إلى 17%من القيمة السوقية للشركة في المتوسط .لتفادي مخاطر الإفلاس، يقوم المقرضون بنقل تكاليف الإفلاس إلى المالكون، مما يؤدي إلى زيادة متوسط العائد المطلوب للاستثمار في سندات الشركة، أو زيادة متوسط الفائدة على القروض المقدمة .بما أن المالكون لا يمكنهم التخلص من هذه المخاطر، فإن الخيار الوحيد المتاح لهم هو المطالبة بعائد أعلى على الاستثمار ليتعوضوا عن ذلك، مما يعني أن هناك علاقة غير مباشرة بين نسبة الاقتراض والأموال الخاصة، إضافة إلى معدل العائد المطلوب من قبل المالكون على الاستثمار .

يفترض التحليل السابق أنه عندما تزداد نسبة الاقتراض، ستظهر تكاليف الإفلاس، ولكن زيادة نسبة الاقتراض في حدود معينة قد تؤثر قليلاً على التكاليف المعروفة بتكاليف الوكالة .

3- أثر الاقتراض في ظل تكاليف الوكالة – Agency Theory :

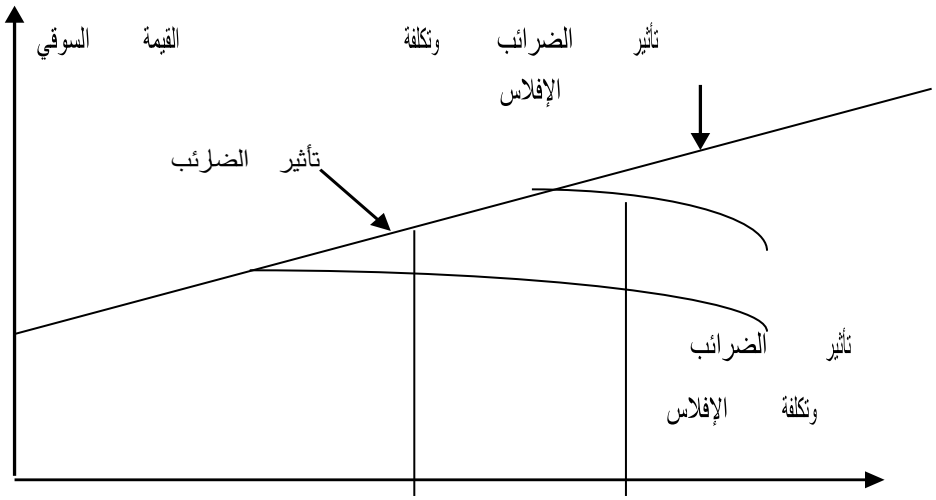
ينص اتفاق القرض على ضرورة الحصول على إذن من المقرضين قبل اتخاذ أي خطوات تتعلق بشراء أصول جديدة أو توزيع أرباح أو زيادة رواتب المديرين .وحتى يطمئن المقرضون أن الإدارة تلتزم بشروط العقد، يُعتبر من الضروري عليهم متابعة ما يجري داخل المؤسسة إما بأنفسهم أو من خلال وكلاء معتمدين .ومن ثم يمكن أن يتحمل المقرضون بعض التكاليف في هذا السياق، أو قد يقوم المقرضون في البداية بتعديل معدل الفائدة على القروض .تُعرف التكاليف التي يتحملها المقرضون نتيجة عملية المتابعة باسم تكاليف الوكالة .في عام 1976، قدم "ميكلين وجنسين "فرضية تفيد بوجود تكاليف للوكالة تؤثر بشكل كبير على قرارات التمويل، حيث أظهرا أنه توجد تكلفة وكالة لأن الدائنين يلعبون دورًا رئيسيًا في اتخاذ القرارات التمويلية .وبوجود هذه التكاليف، يتحدد الهيكل المالي المثالي من خلال التوازن بين العوائد الضريبية للفوائد وتكاليف

الوكالة وتكاليف الإفلاس .كما هو الحال مع تكاليف الإفلاس، يقوم المقرضون في المعتاد بنقل التكلفة إلى الملاك، وهذا يتجلى في زيادة معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يحفز الملاك أيضًا لرفع معدل العائد المطلوب على استثماراتهم، والنتيجة هي ارتفاع تكاليف الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة .وفي هذا السياق، يشير" سورنسن وكيم " في ردهما على ما ذكرته نتائج دراسات "ميلر "حول استقرار نسب الاقتراض خلال العشرينات والخمسينات رغم تغير معدلات الضرائب، إلى أن ذلك يبرز أهمية تأثير تكاليف الوكالة .خلال الخمسينات، زاد عدد الشركات المساهمة مقابل الشركات الفردية والصغيرة، وترافق ذلك مع ارتفاع تكاليف الوكالة، مما دفع الشركات لتقليل الاقتراض على الرغم من الفوائد الضريبية الناتجة عن ذلك .بعبارة أخرى، قد تكون تكاليف الوكالة قد زادت بنفس القدر الذي زادت به الحوافز الضريبية، مما أدى إلى استقرار تشكيل هيكل رأس المال .قد تتجلى تكاليف الوكالة في خسائر ناتجة عن انفصال الإدارة عن الملكية، أو في القيود التي يفرضها الدائنون والتي تؤدي إلى انخفاض كفاءة التشغيل أو تتمثل في ارتفاع تكلفة الاقتراض .وقد أظهرت العديد من الدراسات أن تكاليف الوكالة تزداد مع تصاعد نسب الأموال المقترضة، ويزداد بالتالي الأثر السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة، مما يعني أن هذه القيمة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الوكالة .إذا اعتبرنا A(Va)هي القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، فإن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، ويتم تحديد ذلك بالطريقة الموضحة في المعادلة:

$$V_t = V_u + T_D - V_a(F) - V_a(A)$$

تؤدي تكلفة الوكالة إلى تقليل نسبة الأموال المأخوذة كقرض في بنية رأس المال

الشكل رقم (5): قيمة المنشأة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة



المصدر: مرجع سابق، صفحة169

يظهر النموذج السابق أن النسبة المناسبة بين الاقتراض ورأس المال قد تراجعت من Yإلى X .يجب أن نلاحظ أن النقطة Xتعادل الفوائد الضريبية الناتجة عن الاقتراض مع تكلفة الإفلاس وتكاليف الوكالة .قبل أن تصل نسبة الاقتراض إلى هذه النقطة، تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك النفقات، ولكن بعد ذلك يحدث الأمر المعاكس .(د. زغيب، جوان 2009)

3.2مؤشرات قياس قيمة الشركة:

1.3.2 المقاييس الاقتصادية:

المؤشرات الاقتصادية هي القياسات التي تركّز على مقدار الارتفاع في قيمة الاستثمارات وتشمل :

– مقياس القيمة السوقية المضافة: والذي يعتمد كليًا على القيمة السوقية للشركة المستندة إلى أسعار الأسهم .وتظهر هذه الأسعار الأداء السابق والحالي وكذلك المتوقع من قبل المستثمرين .يتم حساب هذا المقياس من خلال

MVA=MVE – BVE

بحيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة للشركة

MVE: القيمة السوقية لاجمالي حقوق الملكية و يتم حسابها من خلال حاصل ضرب عدد الاسهم في سعر السهم

BVE: القيمة الدفترية لاجمالي حقوق الملكية

–مقياس القيمة الاقتصادية المضافة: يعتمد هذا المقياس على مختلف العناصر المرتبطة بأنشطة الشركة يمكن الوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة عبر تحقيق الربح الاقتصادي .كما أوضح "البغدادي، 2013" يتم احتسابها عن طريق :

EVA= (ROIC – WACC) * IC

بحيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة للشركة

ROIC: العائد على رأس المال المستثمر ،و يتم قياسه من خلال صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة على رأس المال المستثمر

IC: رأس المال المستثمر ،ويتم حسابه من خلال جمع رأس المال العامل مع الأصول الثابتة

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال ،ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$WACC = \frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T) + \frac{E}{V} \times R_e$$

بحيث:

WACC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة

D : اجمالي قيمة الأصول المقترضة اي ديون الشركة

V : اجمالي مكونات رأس المال الديون + حقوق الملكية

R : تكلفة الديون ويتم حسابها من خلال قسمة مصروف الفوائد على اجمالي الديون قروض طويلة الاجل

T: تكلفة حقوق الملكية

R : معدل الضريبة على الدخل

E: اجمالي حقوق الملكية

2.3.1 المقاييس السوقية: تعتبر هذه الطريقة التي تستخدم القيمة السوقية لتقييم الشركة .وتشمل المعايير التالية :

– مقياس القيمة السوقية الى القيمة الدفترية : يُحسب ذلك بقسمة القيمة السوقية للأسهم على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول .تعتبر القيمة السوقية للأسهم نتيجة ضرب عدد الأسهم المتاحة في نهاية الفترة بسعر الإغلاق .

– مقياس القيمة السوقية لحقوق الملكية : يعني ضرب اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم في سعر الإغلاق، وذلك بعد مرور ثلاثة أشهر من تاريخ نشر القوائم المالية .

– نموذج Tobin's Q: جيمس توبين هو الشخص الذي أنشأ هذا المقياس، ويعد من الأدوات الأكثر شيوعًا في تقييم قيمة الشركات نظرًا لدقته ووجوده في العديد من الأبحاث السابقة .يتكون هذا المقياس من نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية الإجمالية لها، ويحسب عن طريق :

$$Tobin's\ Q = \frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} + \text{القيمة الدفترية للديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

يتم حساب القيمة السوقية للملكية عن طريق ضرب عدد الأسهم في سعر الإغلاق عندما تكون نتيجة هذا الحساب أكبر من واحد، فهذا يشير إلى أن القيمة السوقية للأصول تفوق قيمتها الدفترية ،يدل ذلك على زيادة العائد على الاستثمار واحتمالات التوسع في المستقبل، كما أنه يعكس زيادة في قيمة الشركة .(ضياء محمد صلاح الدين، 2025)

4.2اثر القرارات الاستراتيجية على القيمة :

1.4.2 القرارات الاستثمارية الاستراتيجية:

تعتبر عملية اتخاذ القرار عملية نشطة تتأثر بعدة عوامل، مثل البيئة الداخلية والخارجية، والمعرفة، والمهارات، والدافع . تمر هذه العملية بعدة مراحل تبدأ بتحديد الخيارات وجمع المعلومات المتعلقة بها ووضع معايير لاختيار الأفضل منها لتحقيق الأهداف الكبرى التي يسعى متخذ القرار لتحقيقها .ترتبط هذه الأهداف بعوامل من البيئة الخارجية والداخلية للشركات،

بالإضافة إلى الصفات الفردية لمتخذ القرار، مثل كفاءته الإدارية، ومستوى تعليمه، ومهاراته، ورؤيته تجاه أصحاب المصلحة، وتفضيلاته تجاه العائدات والمخاطر .وليس بالضرورة أن يكون القرار الذي يتخذه متخذ القرار هو الأنسب دائماً، بل يجب أن يتلاءم مع السياق التنظيمي للشركة والضغوطات التي تواجهها، سواء كانت داخلية أو خارجية .

تعتبر الخيارات التي تدعم استراتيجيات الأعمال مهمة وصعبة في بيئة تجارية مليئة بالمخاطر وتزداد فيها حالة عدم اليقين بسرعة .وقد شهدت عملية اتخاذ القرارات تغيرات متعددة، تبدأ من التركيز على الأساليب في صنع القرار الاستراتيجي، مروراً بالاختيار القائم على التدفقات النقدية المتعلق بالتكاليف أو الإيرادات، وصولاً إلى اتخاذ القرارات التي تدعم استراتيجيات الشركات .المشاركون في هذا المجال يشيرون إلى أن اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة يلعب دوراً أساسياً في تحويل الشركات نحو الاستدامة وخلق ثقافة مستدامة مستمرة داخل هذه المؤسسات .كما يسهم اتخاذ القرار الاستراتيجي الصحيح في تحقيق التكامل بين الموارد الداخلية والخارجية، مما يساهم في تعزيز قدرات الابتكار للشركات .

يرى البعض أن اتخاذ القرار الاستراتيجي يعتبر وسيلة لتوجيه الموارد في المنظمة .يتعامل هذا مع مستوى من عدم اليقين، مما يتطلب من الشركات تحقيق الاستراتيجية .عادة ما تصاحب هذه القرارات تأثيرات طويلة المدى .يحتاج اتخاذ مثل هذه القرارات إلى معرفة واسعة وخبرة من قبل صانعي القرار بشأن العوامل التي تؤثر على بيئة الشركات، بما في ذلك العناصر التي يمكن التحكم فيها وتلك التي لا يمكن السيطرة عليها .

يركز الحديث على كيفية تطوير أداء الشركات بصورة عامة، من خلال تحسين تصميم الخدمات والمنتجات من الضروري استخدام الموارد لفترات طويلة وتقليل الهدر في المواد والطاقة، بالإضافة إلى إعادة استخدام المنتجات أكثر من مرة .يجب التركيز أيضاً على كفاءة الاستثمار وتعزيز الميزة التنافسية ،جميع هذه الجوانب تعتبر عوامل أساسية تتعلق باتخاذ قرارات استراتيجية مستدامة للاستثمار، و اشار إليه Fahleviو Ardiniفي عام 2024.

إن القرار يؤثر على مستقبل الشركة على المدى الطويل، مما يجعله استراتيجياً .تتميز القرارات الاستراتيجية بثلاث سمات رئيسية، وهي أنها نادرة وغير تقليدية، وغالباً ما تحتاج إلى موارد كبيرة .ترتبط هذه القرارات بتخصيص موارد ضخمة، وتحتاج إلى التزام من جميع مستويات الشركات لتحقيق الأهداف والتوجيه .تعتبر هذه القرارات توجيهات استباقية من أجل اتخاذ خطوات أقل أهمية وتحديد إجراءات مستقبلية في مختلف جوانب الشركة، كما ذكر Bayoو Akintokunboفي عام 2022.

تظهر أهمية التركيز على اتخاذ القرارات الاستثمارية الاستراتيجية مع مراعاة الاستدامة، كجهد ضروري لمواجهة تأثيرات التغيرات المناخية التي تتجلى بشكل واضح في العالم اليوم، مما يؤدي إلى تدهور الأراضي والمياه وزيادة التصحر وغياب الأمن الغذائي .هذا الأمر يستدعي من الشركات أن تستثمر في الطاقة النظيفة وتتجنب استثمارات الوقود الأحفوري، بجانب الحفاظ على موارد البيئة وتقليل النفايات، كما أشار Aranda–Usónوآخرون في عام 2019.

في بيئة الأعمال الحالية، من الضروري الاعتماد على دراسة وتحليل العوامل البيئية أثناء وضع وتنفيذ الاستراتيجية، وكذلك عند تقييم ومراقبة القرارات الاستراتيجية .عندما تتماشى القرارات الاستراتيجية مع القرارات التشغيلية وتهدف نحو تحقيق الاستراتيجية، تصبح الشركة أكثر قدرة على إنجاز هذه الاستراتيجية .

تؤدي الخيارات المتعلقة بالاستثمار الاستراتيجي إلى التحكم في الموارد المالية وغير المالية للشركات، ولها أثر طويل الأمد على أدائها .من بين هذه الخيارات نجد التي تتعلق بالتحولات التكنولوجية، مثل تطبيقات الثورة الصناعية الرابعة،

وأخرى ترتبط بالتغييرات الكبيرة في الإنتاج والعمليات .يتضمن ذلك أيضًا عمليات الدمج والاستحواذ، إدخال خطوط إنتاج جديدة، والاستثمار في مصادر الطاقة المتجددة وتحسين الأداء البيئي للشركات .

عند اتخاذ قرارات الاستثمار الاستراتيجية، يجب أن تُراعي المتطلبات المتعلقة بالاقتصاد الدائري الذي يركز على الكفاءة في استخدام الموارد والطاقة، وإدارة المخلفات، وزيادة عمر المنتجات .وهذا يتطلب تحليل فرص الاستثمار من زوايا جديدة، مع الابتعاد عن التركيز فقط على كفاءة الأداء المالي أو سرعة استرداد الأموال .بل يجب أن يُعطى الاهتمام لتطوير المنتجات والعمليات، وكذلك إدارة الموارد التنظيمية، وتحقيق كفاءة استثمار أفضل، وزيادة الإنتاجية والحد من الآثار البيئية وتحقيق إنتاج أنظف .

يتطلب اتخاذ القرارات الاستثمارية الاستراتيجية المرور بعدة خطوات تتطلب توفر بيانات حديثة ومؤشرات تقييم دقيقة ومهمة .تؤكد الباحثة أن المعلومات التي تقدمها المحاسبة الإدارية يجب أن تتناسب مع الهدف من اتخاذ القرار، الذي يتحدد بناءً على التغيرات والتحديات التي تواجه الشركات حالياً، وذلك من أجل الانتقال إلى الأداء المستدام .تحتاج الشركات لترشيد استخدام الموارد وإدارة الطاقة بطرق فعالة، والاعتماد على مصادر الطاقة المتجددة .

لذا، يجب أن توفر المحاسبة الإدارية معلومات حول فعالية القرار الاستراتيجي في دعم ابتكار عمليات أو خدمات أو منتجات تقدم أداء مستداماً على المدى الطويل .كما يجب أن تعطي معلومات عن قدرة الاستثمار الاستراتيجي على توفر الموارد، وخاصة المواد الخام والطاقة، وإمكانية توليد الطاقة من النفايات .عند تحقيق هذه المعايير في الاختيار الاستراتيجي، سيكون لتنفيذ هذا القرار أثر إيجابي على خلق أداء مستدام طويل الأمد للشركة، مما ينتج عنه قيمة إضافية لكل من المساهمين والمجتمع .

تشترك الباحثة في الرأي مع دراسة (Wang et al, 2024) بأن تعديل منهج إنشاء القيمة وتحقيق الأهداف من خلال اتخاذ قرارات استثمارية استراتيجية سليم هو أمر يساهم في تعزيز الأداء المستدام على المدى الطويل .كما يساعد أيضًا في إضافة قيمة للمساهمين وللمجتمع بشكل عام .

أظهرت دراسة (Radivojević et al, 2024) أن الاقتصاد الدائري يمثل حلاً للتغيرات السريعة في النمو الاقتصادي ولتحقيق الاستدامة المستدامة .وبناءً على مبادئ الاقتصاد الدائري، تحتاج الشركات إلى تعريف وقياس فعالية الاستثمارات المُخطط لتنفيذها، مما يساعد في إنشاء حلقات إنتاج مغلقة، بالإضافة إلى تقليل استهلاك الموارد لتحقيق كفاءة الطاقة .كما يتطلب تقليص الفائض وإدارته، وتقدير آثار هذه القرارات على إدارة المخاطر في الشركات، وكل ذلك يحدث عندما تقوم الشركة بتطبيق نموذج العمل الدائري بفاعلية .

من منظور مختلف، أوضحت إحدى الدراسات أن اختيار قرار استراتيجي يركز على إنتاج منتجات صديقة للبيئة يعتبر الخيار الأمثل في ظل محدودية الموارد وزيادة الاهتمام بالتأثير البيئي للأنشطة الاقتصادية، مما يمنح الشركات ميزة تنافسية تتعلق بحماية المواد الخام .(Watto et al, 2023)

عند تخصيص الموارد لتعزيز الاستدامة بشكل دائم عبر اتخاذ القرارات الاستثمارية، يؤدي ذلك إلى تقليص التحديات البيئية الكبيرة التي يواجهها العالم اليوم، مثل نقص إمدادات الطاقة والآثار الضارة التي تنتج عن مصادر الطاقة غير المتجددة .

تتفق الباحثة مع دراسة (Wang et al, 2024) على أن تغيير الطريقة التي يتم بها خلق القيمة وتحقيق الأهداف من خلال اتخاذ قرارات استثمارية استراتيجية صحيحة يسهم في تعزيز الأداء المستدام على المدى الطويل .كما أنه يساعد في زيادة القيمة لكل من المساهمين والمجتمع بشكل عام .

أكدت دراسة (Radivojević et al, 2024) على أن الاقتصاد الدائري يعتبر حلاً للتغيرات السريعة في النمو الاقتصادي ولتحقيق الاستدامة .وبناءً على مبادئ الاقتصاد الدائري، يصبح لزامًا على الشركات أن تحدد وتقيّم فعالية الاستثمارات التي تخطط لتنفيذها، مما يعزز من إنشاء حلقات إنتاج مغلقة، إضافة إلى تقليل استهلاك الموارد لتعزيز كفاءة الطاقة .كما يتطلب الأمر تقليل وإدارة الفائض، وتقدير التأثيرات التي تترتب على هذه القرارات فيما يتعلق بإدارة المخاطر في الشركات، وكل ذلك يتحقق عند تطبيق الشركة لنموذج العمل الدائري بشكل فعال .

من طرف آخر، أظهرت إحدى الدراسات أن اتخاذ قرار استراتيجي يركز على إنتاج منتجات صديقة للبيئة يعتبر أفضل خيار في ظل محدودية الموارد وزيادة الاهتمام بالتأثير البيئي للأنشطة الاقتصادية، حيث يمنح ذلك الشركات ميزة تنافسية في حماية المواد الخام .

عند تخصيص الموارد بشكل دائم لدعم الاستدامة من خلال اتخاذ قرارات استثمارية، يمكن أن يقلل ذلك من التحديات البيئية الكبيرة التي يواجهها العالم اليوم، مثل ندرة إمدادات الطاقة والتأثيرات الضارة الناتجة عن استخدام مصادر الطاقة غير المتجددة .

من العوامل التي تؤثر على اتخاذ القرارات سلوك الأفراد المسؤولين عن اتخاذها ومستوى مهاراتهم المعرفية .إحدى الدراسات المهمة في هذا المجال هي دراسة (Huikku et al 2024) التي استفسرت كيف تنهض معرفة المديرين حول المؤثرات البيئية الخارجية لشركاتهم مثل بيئة العمل، والاستراتيجيات، وعوامل النجاح الأساسية بتأثيرها على قراراتهم .كما أن البحث تناول العناصر التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات، وقد أظهرت النتائج أن العوامل الخارجية غير القابلة للتحكم، وإرادة أصحاب المصالح، وأرباح الشركات في السنة السابقة، كانت عوامل رئيسية في التأثير على متخذي القرارات .

أيضاً، تتطلب عملية اتخاذ القرارات الاستراتيجية وجود رقابة استراتيجية فعالة، بهدف ضمان توافق تصرفات المديرين مع الاستراتيجيات التنظيمية .يمكن تحقيق ذلك من خلال اعتماد آليات تحكم مناسبة توجه قرارات الاستثمار الاستراتيجي نحو تحقيق الاستراتيجية (Alkaraan& Floyd, 2020) يتم ذلك عبر وضع حدود ومعايير يتم التقييم استناداً إليها .تشمل آليات الرقابة الاستراتيجية الفعالة تقنيات تحليل المخاطر وطرق غير مالية مثل آليات إدارة الكربون واتباع التشريعات، والانبعاثات الحرارية .

من خلال فهم دور مجلس الإدارة عبر مناقشة دراسة أخرى، تم التركيز على اعتقادات المديرين حول أدوارهم في المجلس .وقد أوضحت النتائج أن بعض المديرين يرون أن مهمتهم هي حماية المساهمين، في حين يعتقد آخرون أنهم ينبغي أن يدعموا المديرين ويساعدوهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية الأفضل لمصلحة الشركة ككل .أوصت الدراسة بالنظر إلى مجلس الإدارة كشريك استراتيجي يعمل مع الفريق التنفيذي لتحسين استراتيجيات الشركات .

بعد مراجعة الدراسات السابقة، يمكن للباحثة أن تستنتج أن اتخاذ القرار الاستراتيجي في ضوء استراتيجيات الشركات التي تعزز كفاءة الطاقة يحتاج إلى معلومات دقيقة عن تكاليف القرارات ونتائجها المرتبطة بتقليل التلوث البيئي المتعلق بالهواء والتربة والإنسان .كما ينبغي الأخذ بعين الاعتبار كفاءة استخدام الموارد، بما في ذلك المواد الخام والطاقة ومدى الاعتماد على المصادر المتجددة، مما يقلل من المخاطر المرتبطة باستخدام الطاقة التقليدية مثل النفط أو الفحم .ستعكس القرارات الاستراتيجية التي تأخذ بعين الاعتبار الجانب البيئي تأثيراً كبيراً في تعزيز كفاءة الطاقة، حيث سيكون لذلك آثار متنوعة على الشركات، تستعرضها الباحثة في النقطة التالية .(د/ سعاد السيد محمد، 2025)

2.4.2 دور الحوكمة في مراقبة قرارات الاستحواذ:

تُعرف حوكمة الشركات بأنها مجموعة من القوانين والممارسات التي تتبناها الشركة؛ بغرض ضمان الشفافية والنزاهة في العلاقات بين الإدارة التنفيذية والشركاء الآخرين مثل المساهمين، العمال، الموردين، الحكومة والمجتمع .هذا يساعد على تحقيق التوازن وتفادي حدوث أي تعارض .

سعت المملكة العربية السعودية لتطوير نظام حوكمة الشركات والتأثير منه لتحسين بيئة الأعمال الاقتصادية داخل المملكة، والتقليل من احتمالية حدوث الأزمات المالية التي قد تؤثر على الاقتصاد السعودي .يهدف ذلك إلى مواكبة التغيرات السريعة سواء على المستوى الوطني أو الدولي .بدأت جهود تطوير حوكمة الشركات في المملكة عام 2006، عندما أصدرت هيئة السوق المالية السعودية أول دليل لحوكمة الشركات، والذي يحمل القرار رقم (1-212-2006)بتاريخ 21/10/1427هـ، الموافق 12/11/2006م .

حرص هذا الدليل على توضيح القواعد والمعايير اللازمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق، لضمان الالتزام بأفضل ممارسات حوكمة الشركات بما يساهم في حماية حقوق المساهمين والمصالح الأخرى .يتكون هذا الدليل من 19 مادة مقسمة على خمسة أبواب .في البداية كان تطبيق مواده اختيارياً للشركات في المملكة، لكن بعد ذلك قامت هيئة السوق المالية بإلزام بعض المواد .وأستمر العمل بهذا الدليل حتى نهاية عام 2016 .يُشار إليه غالباً بعبارة" الدليل القديم لحوكمة الشركات" أو" الدليل لحوكمة الشركات "(2006)في الدراسة الحالية .

مع توجه المملكة نحو تطبيق معايير التقارير المالية الدوليةIFRS ، تم إصدار مجموعة جديدة من القوانين الخاصة بحوكمة الشركات في عام 2017 .وذلك بقرار صادر عن هيئة السوق المالية برقم 3-57-2019بتاريخ 15/9/1440هـ، الموافق 20/5/2019م .وكان الالتزام بتطبيق هذه القوانين الجديدة إلزامياً لكافة الشركات، باستثناء بعض النصوص القليلة التي تركتها القوانين اختيارية، وفقاً للمادة العاشرة من القوانين المعدلة .تشير هذه القوانين عادةً إلى" قوانين حوكمة الشركات الجديدة" أو" قوانين حوكمة الشركات (2017)وتعديلاتُها "عند ذكرها في هذه الدراسة .بالإضافة إلى ذلك، فإن الإشارات التي تُذْكَر من هذه القوانين الجديدة سوف تبقى سارية حتى اللحظة التي أُعدت فيها الدراسة الحالية .

تم تعريف حوكمة الشركات في السعودية في عام 2017وتعديلات لاحقة بأنها :
"النظام الذي يحدد كيفية إدارة الشركة وتوجيهها، ويشمل آليات تنظم العلاقات بين الإدارة والمديرين التنفيذيين والمساهمين وأصحاب المصالح .ويتضمن ذلك وضع إجراءات معينة لتسهيل عملية اتخاذ القرارات ومنح صفة الشفافية والمصداقية . الهدف من ذلك هو حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، وضمان العدالة والتوازن والشفافية في بيئة الأعمال " .

يتكون هذا المفهوم من عدة عناصر رئيسية تتعلق بحوكمة الشركات .يتمثل في قواعد تنظم كيفية قيادة الشركة وتوجيهها وإدارتها .كما يشمل مجموعة من الآليات التي تحدد العلاقة بين الإدارة التنفيذية والمساهمين، بالإضافة إلى إجراءات تسهل اتخاذ القرارات بشكل أكثر شفافية وموثوقية .الهدف من ذلك هو حماية حقوق المساهمين وتحقيق العدالة والشفافية في بيئة العمل .

الهدف الأساسي لحوكمة الشركات هو تعزيز هيكل تنفيذي يتسم بالثقة والشفافية والمساءلة بهدف تشجيع الاستثمارات على المدى الطويل .ويتم ذلك مع تحقيق الاستقرار المالي ونزاهة العمل، بالإضافة إلى تعزيز النمو المستدام للشركة .يمكن تحقيق هذا الهدف عبر تحسين الكفاءة الاقتصادية (المالية والإدارية) لشركات، وزيادة قدرتها التنافسية في السوق، وتطبيق الرقابة الفعالة على أداء الشركات، وتعزيز المساءلة المحاسبية والإدارية فيها .كذلك، يتم تعزيز الثقة في الالتزام بالقوانين والمبادئ المتعارف عليها، وتعديل القوانين التي تنظم عمل الشركات، وحماية أصولها وحقوق المساهمين، وتحسين الصورة الذهنية للشركة .كما يتم تحقيق النزاهة والشفافية والعدالة في كل تعاملات الشركة، والعمل على تحسين العلاقات بين الأطراف الداخلية المتمثلة في الإدارة، والأطراف الخارجية مثل المساهمين والمعنيين .ويهدف ذلك إلى حماية حقوقهم، ما تعزز حوكمة الشركات قيمة الشركة في السوق المالي عن طريق زيادة الربحية وضمان الاستقرار والنمو .

تتضمن حوكمة الشركات مجموعة من الآليات، والتي تصنف عادة إلى نوعين :داخلية وخارجية، ما الآليات الداخلية فهي تشمل القواعد والإجراءات التي تنفذ داخل الشركة لتفحص وتراقب سلوك الإدارة التنفيذية، بهدف تحسين جودة التقارير المالية، وضمان الحفاظ على صدق هذه التقارير .

تشمل أبرز آليات حوكمة الشركات الداخلية مجلس الإدارة ولجنة المراجعة .يُعتبر مجلس الإدارة الجهة المسؤولة عن تحديد الأهداف والخطط، بالإضافة إلى متابعة الأداء بشكل أساسي .لمواجهة مشكلة الوكالة؛ فإن مجلس الإدارة يُعتبر الوسيلة الفعالة للحد من سلطات المديرين التنفيذيين، وتحفيزهم على العمل لصالح المساهمين والمالكين وأصحاب المصالح، وذلك من خلال تنفيذ أنشطة الرقابة والمراقبة .يمتلك مجلس الإدارة السلطة الضرورية لمراقبة الأعمال الخاصة بالإدارة التنفيذية وتقييم أدائها وفقاً للمادة الثامنة من قواعد حوكمة الشركات في السعودية ووفقًا للتصويت التراكمي "لا يُسمح لأعضاء مجلس الإدارة باختيار الأصوات على الأسهم أكثر من مرة واحدة وتعديلاتها".

تظهر الخصائص الرئيسية لمجلس الإدارة في حجمه واستقلاله .وقد نصت المادة السادسة عشرة والسابعة عشرة من نظام حوكمة الشركات السعودية لعام 2017وتعديلاتهما على ضرورة أن يكون عدد أعضاء مجلس الإدارة لا يقل عن ثلاثة ولا يزيد عن أحد عشر عضواً .ويجب أن يتناسب عدد الأعضاء مع حجم الشركة ونوع نشاطها، ويجب أن يكون غالبية الأعضاء من المستقلين .

فيما تطرقت المادة السادسة عشرة إلى ضرورة ألا يقل عدد الأعضاء المستقلين عن عضوين، أو ثلث أعضاء المجلس، أيهما أكبر .كما نصت المادة العشرون على شروط الاستقلال، بحيث ينبغي أن يكون العضو المستقل قادراً على القيام بمهامه وإبداء آرائه بموضوعية كاملة وحيادية، من أجل تحقيق مصالح الشركة .يجب إجراء تقييم سنوي لحالة استقلال العضو والتأكد من عدم وجود علاقات تؤثر عليه .

فيما يتعلق بلجنة المراجعة، فهي لجنة متخصصة تخرج من مجلس الإدارة تهدف إلى دعم المجلس في أداء مهامه . تشمل مسؤولياتها التحقق من كفاءة نظام الرقابة الداخلية وضمان جودة البيانات المالية .وجود لجنة المراجعة يعد من العوامل

المهمة في تقييم معايير الحوكمة داخل الشركة، حيث تساهم في تحسين جودة التقارير المالية وتعزيز الثقة في المعلومات المحاسبية .يتم ذلك من خلال مراقبة كل من المراجعات الداخلية والخارجية التي تقوم بها الشركة، بالإضافة إلى ضمان التزامها بالمعايير الدولية للإبلاغ المالي .وفقًا للمادة الرابعة والخمسين من نظام حوكمة الشركات السعودي لعام 2017 وتعديلاته، "يتم إنشاء لجنة مراجعة من قبل الجمعية العامة العادية للشركة، على ألا تضم أيًا من أعضاء الإدارة التنفيذية، ويجب أن يتواجد فيها شخص مختص في المجالات المالية والمحاسبية " .

تشمل الخصائص الرئيسية للجنة المراجعة حجمها واستقلاليتها .وقد تم تخصيص المادة 54 من نظام حوكمة الشركات السعودي لعام 2017وتعديلاتها للحديث عن تشكيل لجنة المراجعة .حيث تنص الفقرة (أ) من هذه المادة على ضرورة ألا يقل عدد أعضاء لجنة المراجعة عن ثلاثة وألا يتجاوز خمسة، ومن ضمن هؤلاء الأعضاء يجب أن يكون هناك على الأقل عضو واحد مستقل .بينما الفقرة (ل) أكدت ضرورة أن يكون أحد أعضاء لجنة المراجعة مستقلاً، رغم أن هذه الفقرة تعتبر استرشادية.

الآليات الخارجية لحوكمة الشركات تتكون من عدة طرق للمراقبة .هذه الطرق تشمل المراقبة التي يقوم بها أصحاب المصلحة الخارجيون على الشركة .الهدف من ذلك هو التأكد من أن الشركة تتحمل مسؤولياتها في توجيه أنشطتها بطريقة مناسبة لجميع الأطراف المعنية .كذلك، هناك الضغوط التي تمارسها الحكومة لضمان تطبيق قواعد الحوكمة .من بين أبرز طرق حوكمة الشركات الخارجية هي المراجعة الخارجية، التي تساعد في تقليل الصراع بين الملاك والإدارة التنفيذية .كما أنها تساهم في تقليل الفساد المالي داخل الشركة، وتخفف من مشكلة عدم تماثل المعلومات من خلال رفع جودة تقارير المراجعة وزيادة الثقة لدى المستخدمين بها .(أ. عبير هريش صالح الزهراني و د. حميده محمد عبد، 2023)

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل، يتضح أن عمليات الاستحواذ تمثل إحدى أهم الاستراتيجيات التي تلجأ إليها الشركات في بيئة الأعمال المعاصرة من أجل تحقيق النمو والتوسع وتعزيز قدرتها التنافسية في الأسواق. وقد شهدت هذه العمليات انتشارًا واسعًا في مختلف القطاعات الاقتصادية، لما لها من دور في إعادة هيكلة الشركات وتوسيع أنشطتها الاقتصادية وتحقيق التكامل بين الموارد والإمكانات المتاحة.

وقد تم في المبحث الأول التطرق إلى الإطار المفاهيمي لعمليات الاستحواذ، حيث تم توضيح مفهوم الاستحواذ والتمييز بينه وبين الاندماج باعتبارهما من أهم أساليب إعادة تنظيم الشركات. كما تم عرض أهم أشكال وطرق الاستحواذ التي يمكن أن تعتمدها الشركات في تنفيذ هذه العمليات، إضافة إلى إبراز أهم الدوافع الاقتصادية والمالية التي تدفع الشركات إلى اللجوء إلى الاستحواذ، مثل تحقيق وفورات الحجم، وتوسيع الحصة السوقية، وتحسين الكفاءة التشغيلية. كما تم التطرق كذلك إلى المخاطر والتحديات التي قد ترافق هذه العمليات، والتي قد تؤثر في نجاحها أو فشلها.

أما في المبحث الثاني، فقد تم التركيز على مفهوم قيمة الشركة في الأسواق المالية باعتبارها من أهم المؤشرات التي تعكس أداء الشركات ومدى قدرتها على تحقيق أهدافها الاستراتيجية. كما تم التطرق إلى أهم النظريات التي تفسر تعظيم قيمة الشركة، بالإضافة إلى عرض مجموعة من المؤشرات المستخدمة في قياس هذه القيمة، مع إبراز الدور الذي تلعبه القرارات الاستراتيجية للشركات في التأثير على مستوى قيمتها في السوق.

وبناءً على ما سبق، يمكن القول إن دراسة العلاقة بين عمليات الاستحواذ وقيمة الشركة تعد من المواضيع المهمة في مجال المالية وإدارة الأعمال، خاصة في ظل التغيرات المتسارعة التي تشهدها الأسواق المالية. ومن هذا المنطلق، يشكل هذا الإطار النظري قاعدة أساسية لفهم مختلف الجوانب المرتبطة بعمليات الاستحواذ وتأثيرها المحتمل على قيمة الشركات، وهو ما سيتم التطرق إليه بصورة أكثر تفصيلًا في الفصل الموالي من خلال الدراسة التطبيقية باستخدام منهجية دراسة الحدث (Event Study) لقياس أثر إعلان الاستحواذ على قيمة الشركة في السوق المالي.

الفصل الثاني: منهجية دراسة الحدث كأداة لقياس أثر الإستحواذ والدراسة التطبيقية

تمهيد:

يُعد قياس أثر الأحداث المالية على أداء الأسواق من المواضيع المحورية في مجال التمويل الحديث، حيث تسعى الدراسات المالية إلى فهم كيفية استجابة أسعار الأسهم للمعلومات الجديدة، وعلى رأسها إعلانات الاستحواذ. وفي هذا السياق، تُعتبر منهجية دراسة الحدث (Event Study) من أكثر الأدوات الكمية استخداماً وفعالية في تحليل العلاقة بين الإعلان عن الأحداث المالية وتغيرات عوائد الأسهم.

ويهدف هذا الفصل إلى إبراز الإطار النظري والمنهجي الذي تقوم عليه دراسة الحدث، من خلال التطرق إلى نشأتها وتطورها، والمرتكزات النظرية التي تستند إليها، خاصة فرضية كفاءة السوق، إضافة إلى عرض مختلف خطواتها التقنية مثل تحديد الحدث، نافذة التقدير ونافذة الحدث، ونماذج حساب العوائد العادية وغير العادية.

كما يتناول الفصل دراسة تطبيقية لقياس أثر إعلان الاستحواذ على عوائد الأسهم، من خلال استخدام نموذج السوق وحساب العوائد غير العادية والتراكمية، مع اختبار مدى دلالة هذه النتائج إحصائياً. وأخيراً، يتم مناقشة النتائج المتوصل إليها في ضوء ما جاء في الدراسات السابقة، بهدف إبراز مدى توافق أو اختلاف النتائج مع الأدبيات المالية في هذا المجال.

1 الأسس النظرية لدراسة منهجية الحدث

1.1 نشأة وتطور منهجية دراسة الحدث:(Event Study Analysis)

منهجية دراسة الحدث تعد من الأدوات التحليلية الأكثر شيوعاً واستخداماً في البحوث المالية والمحاسبية. و على حسب ما ورد في الدراسة المرجعية لـ **(MacKinlay, 1997)** ، فقد تبين لنا أن تطور هذه المنهجية مرّ بمحطات تاريخية وتقنية مهمة وهي:

1.1.1 الجذور الأولى:

تعود الجهود الأولى لتطبيق منهجية دراسة الحدث إلى دراسة (Dolley, 1933)، التي سعت إلى قياس تأثير عمليات تقسيم الأسهم على أسعارها السوقية. وعلى الرغم من محدودية الأدوات الإحصائية المستخدمة آنذاك، فإنها أرست الأساس لتحليل استجابة أسعار الأسهم للأحداث المهمة، وهو ما شكل النواة الأولى لتطور منهجية دراسة الحدث لاحقًا.

2.1.1 الانطلاقة الحقيقية (النموذج المعاصر):

يشير (MacKinlay, 1997) إلى أن التغيير الكبير والتقدم التكنولوجي في المنهج بدأ حقاً مع البحث المعروف لـ (Fama et al. , 1969). وقد قدمت تلك الدراسة الأساس المنهجي الحديث الذي نعتمد عليه اليوم، من خلال طرح فكرة "العوائد غير العادية (Abnormal Returns) "وفصل تأثير السوق العام عن تأثير الحدث الخاص .

3.1.1 مرحلة النضج والتطور:

يشير (MacKinlay, 1997) إلى أن التغيير الكبير والتقدم التكنولوجي في المنهج بدأ حقاً مع البحث المعروف لـ (Fama et al. , 1969)وقد قدمت تلك الدراسة الأساس المنهجي الحديث الذي نعتمد عليه اليوم، من خلال طرح فكرة "العوائد غير العادية (Abnormal Returns) "وفصل تأثير السوق العام عن تأثير الحدث الخاص .

تطور الطريقة المستخدمة في دراسة الأحداث لا يقتصر على الجانب التاريخي فقط، بل يشمل أيضا الدقة في الإحصاءات، ويرى (1997) MacKinlay أن هذه الطريقة أصبحت قوية بتوجهها نحو نماذج التقدير الإحصائي التي تعتمد على العلاقة الخطية بين عوائد الأسهم وعوائد السوق، وهذا منح الباحثين القدرة على حساب 'العائد غير العادي التراكمي (CAR) 'الذي يعكس بشكل دقيق التأثير الصافي للحدث على ثروة المستثمرين، مع استبعاد أي ضوضاء ناجمة عن تقلبات السوق الأخرى .(MACKINLAY، 1997)

2.1 فرضية كفاءة السوق :

وفقاً لـ (Fama ،1965) يتم وصف السوق المالي بأنه كفؤ" فقط عندما تنعكس جميع المعلومات المتعلقة بكل أصل مالي مدرج في ذلك السوق فورًا في سعره ." هذا التعريف يمثل الأساس لفكرة الكفاءة المعلوماتية، ومنذ ذلك الوقت، تم إجراء العديد من الأبحاث والدراسات للتحقق من صحة هذا الافتراض .

تعني تعريفات "Fama" أنه في سوق مالي كفؤ، لا تُقيم الأوراق المالية المدرجة بأكثر من قيمتها الحقيقية أو بأقل منها؛ وبالتالي، لا يمكن لأي أصل مالي أن يحقق عائداً يفوق العائد الذي يتماشى مع خصائصه الخاصة ومستوى المخاطر المرتبطة به .

أصبحت فرضية كفاءة السوق جزءاً أساسياً في مجال العلوم المالية منذ عام 1970، وفقاً لتعريف(Fama ،1965)، تعني كفاءة الأسواق أن أسعار الأصول المالية تحتوي على جميع المعلومات المتاحة بناءً على هذه الفرضية، يُفترض أن المشاركين في السوق مثل المستثمرين والمديرين يتصرفون بعقلانية، مما يجعل أسعار الأصول المالية مثل الأسهم والسندات "كفؤة " ،هذا يعني أن هذه الأسعار تتماشى مع قيمتها الجوهرية، نتيجة لعقلانية المستثمرين أو من خلال عمليات التحكيم التي تؤدي إلى إزالة أي انحرافات في الأسعار .

بسبب شمولية التعريف السابق، قام "Fama" بتحديد ثلاثة أشكال من كفاءة المعلومات ،هذه الأشكال ساهمت في توضيح مفهوم الكفاءة بشكل أكبر، وكما ساعدت في تحسين الاختبارات الإحصائية لذلك، لم يعد السؤال المتعلق بكفاءة السوق هو ما إذا كانت كفؤة أم لا، بل يتعلق بفهم "درجة" هذه الكفاءة وهي:

- **لكفاءة عند المستوى الضعيف(Weak hypothesis)**

يُصنف ضمن هذه الفئة كافة المعلومات المعروفة والمنشورة مسبقاً، والتي تشمل القوائم المحاسبية والمالية للسنوات الماضية، وسلاسل أسعار الفائدة، وأسعار الصرف. وقد تم بالفعل استيعاب هذه المعلومات ودمجها من قبل المتعاملين في الأسعار التاريخية للأصول المالية. وتفترض صيغة الكفاءة الضعيفة للسوق أنه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية أو الحصول على ميزة تفضيلية بالاعتماد فقط على تحليل الملاحظات التاريخية؛ حيث أن الأسعار الحالية تعكس بشكل كامل ومباشر القيم السابقة لتلك الأسعار. وبناءً عليه، فإن التحليل الفني (Technical Analysis) الذي يعتمد على دراسة حركة الأسعار الماضية لا يمكنه التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية في ظل هذا المستوى من الكفاءة.

- **الكفاءة عند المستوى شبه القوي.(Semi-strong hypothesis)**

تُدرج ضمن هذه الفئة كافة المعلومات المتاحة في اللحظة التي يتم فيها الإعلان عنها للجمهور، ومن أمثلتها: الإعلان عن تغيرات الناتج المحلي الاجمالي (GDP) ،الإعلانات المتعلقة بزيادة رأس المال، نشر القوائم المالية، أو الإعلان عن عروض العموم للشراء (OPA) . وتفترض صيغة الكفاءة شبه القوية أنه لا يمكن للمستثمر تحقيق ميزة خاصة أو أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المعلنة للجمهور والمتعلقة بالأوراق المالية؛ حيث تتكيف الأسعار فوراً وبشكل صحيح مع الإعلان العام عن هذه الأحداث.

ارتكزت الاختبارات الميدانية المستخدمة للتحقق من هذه الفرضية على "أثر الأحداث المعلنة"، ولذلك تُعرف بـ "دراسات الأحدث (Event Studies) " لذلك لخصت هذه الاختبارات في الخطوات المتسلسلة التالية:

1. تحديد العائد النظري المتوقع للسهم (باستخدام نموذج السوق على سبيل المثال) و هذا بناءً على ملاحظات تاريخية لفترة سابقة لا تتضمن وقوع مثل هذه الأحداث.
2. مقارنة العائد النظري بالعائد الفعلي الحقيقي عند وقوع الحدث، وتحديد الفارق بينهما (والذي يمثل العائد غير العادي).

3. قياس سرعة استجابة السوق والزمن اللازم لتعديل الأسعار لتستقر عند مستوياتها الجديدة.

- **الكفاءة عند المستوى القوي.(Strong hypothesis)**

تشمل هذه الفئة المعلومات التي لم يتم الكشف عنها بعد، والتي يمتلكها أفراد ذو وضع خاص)مطلعون (بسبب وظائفهم في المؤسسة، أو في مكاتب المراجعة، أو الهيئات التنظيمية و قد أظهرت صيغة الكفاءة القوية أنه لا يمكن تحقيق ميزة فريدة أو أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات التي لم تكن معلنة للجمهور والتي تتعلق بالأوراق المالية، حيث تتكيف الأسعار بسرعة وبشكل دقيق مع حدوث الأحداث حتى قبل الإعلان الرسمي، مما يعني أنها تستجيب تمامًا للمعلومات المتميزة أو "الداخلية ."(Omar، Février 2013)

3.1 مبررات استخدام دراسة الحدث:

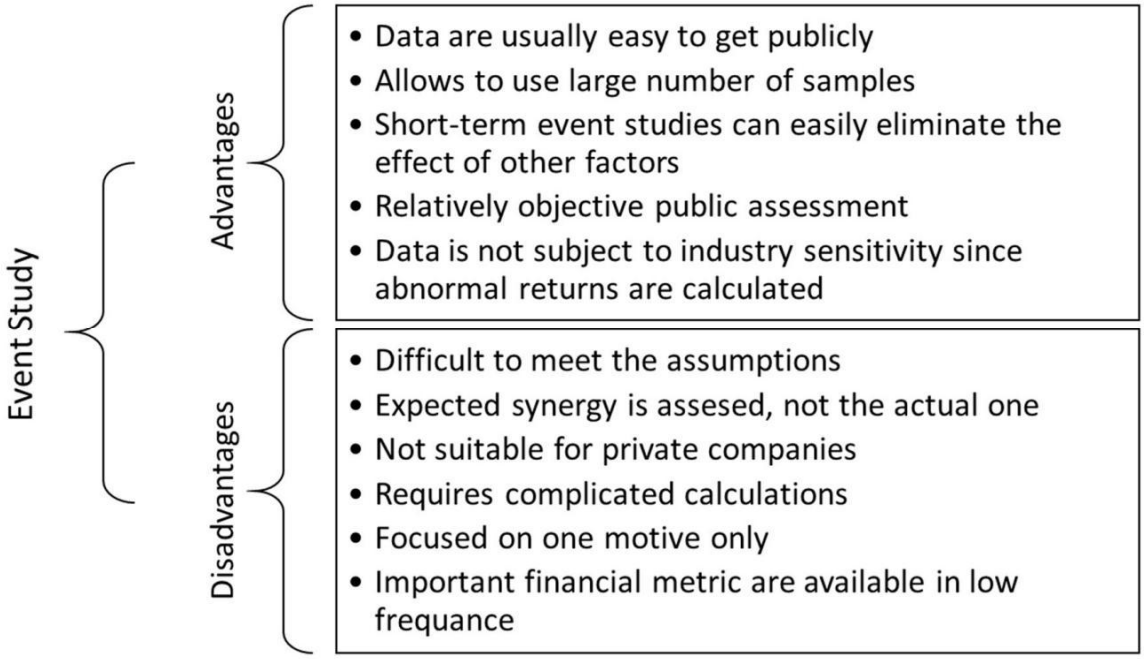
تمتلك منهجية دراسة الحدث خصائص معينة من المزايا والعيوب، ومما يجعل من الضروري دراسة كل من هذه العناصر لتعزيز فهم مدى نجاح هذه الطريقة ،هذا الجزئ سلط الضوء على الإيجابيات والسلبيات الرئيسية المتعلقة بمنهجية دراسة الحدث:

وضح دراسة (Wang and Moini, 2012) مجموعة من الفوائد لهذه الطريقة و التي هي بمثابة نقاط قوة حيث أشارت إلى أنها توفر تقييمًا دقيقًا وموضوعيًا للغاية، مما يضمن الحيادية في القياس، كما أن البيانات المطلوبة للتحليل متاحة للجميع ويسهل الوصول إليها، مما يسمح بإجراء الدراسة على عينات واسعة .بالإضافة إلى ذلك، يمكن للدراسات القصيرة الأجل أن تحصل على نتائج دقيقة من دون تأثير عوامل أخرى، وهذا يتضح عند استخدام فترة زمنية قصيرة لحدث معين . أخيرًا، يتم حساب العوائد غير العادية، مما يعني أن البيانات ليست حساسة للقطاع، مما يضمن دقة النتائج .لذا، يتضح أن هذه المزايا تجعل منهجية دراسة الحدث خيارًا موثوقًا يستخدمه الباحثون بشكل شائع .

كما لها جانب آخر،حيث هناك بعض العيوب التي يجب أخذها بعين الاعتبار في البداية، من الصعب التأكد من تحقيق الفرضيات المذكورة سابقًا، وفشل في تحقيق أي منها قد يؤدي إلى نتائج غير صحيحة .كما أن التقييم يتم على أساس "التآزر المتوقع"، وليس "التآزر الفعلي"، مما يعني أن المقياس يكون على نحو توقعي بدلاً من كونه فعليًا أيضًا، تعتبر هذه الطريقة غير مناسبة للشركات الخاصة لأن أسعار أسهمها ليست متاحة للعامة، مما يؤدي إلى انحياز في العينة بالرغم من سهولة الوصول إلى البيانات، فإن حسابات هذه المنهجية قد تكون معقدة أكثر مما هو متوقع ، كما أن دراسة الحدث تعمل فقط على مؤثرات القيمة المضافة للمساهمين، متجاهلة عوامل أخرى بالإضافة إلى ذلك، (Keleş and Ülengin, 2019)

الانتباه إلى نقطة سلبية تتمثل في أن بعض المؤشرات المالية الهامة، مثل العائد على حقوق الملكية أو العائد على المبيعات، تتوفر بتواتر قليل جداً، عادةً مرة في السنة أو الشهر .حيث يؤكد المؤلفون على أهمية توفر هذه المقاييس بشكل أكثر تكراراً لتقييم الأحداث الأخرى واحتساب العوائد المتوقعة .لذلك، من المهم النظر في العيوب المذكورة أعلاه بعناية قبل القيام بالتحليل وتقييم تأثيرها على الدراسة بشكل دقيق .

الشكل رقم (6) : مزايا وعيوب منهجية دراسة الحدث



المصدر: BIRUTĖ ABRAGIMOVIČ ، EVENT STUDY BASED ANALYSIS OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN EASTERN EUROPEAN COUNTRIES،

ختاماً، تحظى منهجية دراسة الحدث بتقدير كبير نظراً لموثوقيتها وقدرتها على تقديم تقييم موضوعي؛ ومع ذلك، يبقى من الضروري تجاوز الصعوبات المتعلقة بتلبية جميع الفرضيات وإجراء الحسابات المعقدة. ويوضح الشكل أعلاه ملخصاً لمزايا وعيوب منهجية دراسة الحدث، مما يتيح المقارنة بينهما برؤية أكثر وضوحاً". (BIRUTĖ, 2021)

4.1 الإطار المنهجي والتقني

1.4.1 تحديد الحدث وتاريخ الإعلان:

منهجية دراسة الحدث (Event Study) تُعدّ من أهم الأساليب الكمية في المالية، حيث تُستخدم لقياس أثر المعلومات الجديدة على أسعار الأسهم من خلال مقارنة العوائد الفعلية بالعوائد المتوقعة.

حيث عرَّف الحدث على أنه أي إعلان أو معلومة جوهرية (مثل إصدار حقوق الاكتتاب، الاندماج، أو الأرباح) يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة. وفي هذه الدراسة، يتمثل الحدث في إعلان إصدار حقوق الاكتتاب، ويُعتمد تاريخ الإعلان الرسمي كنقطة مرجعية(t=0) ، وهو اليوم الذي يتفاعل فيه السوق مع المعلومة.

2.4.1 نافذة التقدير ونافذة الحدث: تعتمد دراسة الحدث على تقسيم الزمن الى فترتين رئيسيتين :

- **نافذة التقدير:(Estimation Window)** :وهي فترة زمنية تسبق الحدث، تُستخدم لتقدير العلاقة العادية بين عوائد الأسهم والسوق .

- **نافذة الحدث:(Event Window)** :هي الفترة التي تحيط بتاريخ الإعلان (قبل وبعد الحدث)، وتُستخدم لقياس رد فعل السوق

حيث تعتبر هذه الخطوة خطوة أساسية لأنها تسمح بعزل أثر الحدث عن باقي العوامل السوقية.

3.4.1 نماذج حساب العوائد العادية(Market Model) :

- العائد المقدر: يُستخدم نموذج السوق لتقدير العوائد العادية، حيث يتم خلال فترة التقدير (Estimation Period) حساب كلٍّ من ثابت الانحدار (α) ومعامل بيتا(β) ، ويفترض وجود علاقة خطية بين عائد السهم وعائد السوق و يحتسب وفق العلاقة التالية:

$$R_E = \alpha + \beta (R_{m,t}) + \varepsilon$$

حيث:

R E : العائد المقدر للفترة الزمنية t

β،α : معاملات الانحدار

R m,t:عائد السوق

ε: الخطأ العشوائي ، E(ε)=0

يُقاس عائد السوق عادةً باستخدام مؤشر السوق الرئيسي مثل مؤشر **EGYX30**، كما يمكن في بعض الحالات الاعتماد على **مؤشر قطاعي (Sector Index)** إذا كانت الدراسة تركز على قطاع معين، وذلك بهدف تحسين دقة تقدير العوائد العادية ، كما هو موضح في المعادلتين التاليتين:

$$R_{E,t} = \alpha + \beta R_{EGX30,t} + \varepsilon_t$$

$$R_{E,t} = \alpha + \beta R_{Sector,t} + \varepsilon_t$$

- العائد الفعلي: قياسه من خلال المعادله التاليه:

$$R_i = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt-1}}$$

حيث:

R i: العائد الفعلي اليومي للورقه الماليه i عن الفترة t

P t: عائد الورقه الماليه اليومي للفترة الحاليه t

P t−1: عائد الورقه الماليه اليومي للفتره السابقة t−1

4.4.1 العوائد غير العادية والتراكمية:

- العوائد غير العادية: تمثل العوائد غير العادية الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع في نفس الفترة الزمنية t لنفس الورقة المالية، وهي المؤشر الأساسي لقياس تأثير الحدث:

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - RE.$$

حيث:

AR j,t : العائد غير العادي

R j,t : العائد الفعلى للورقه الماليه للفتره الزمنيةt.

R E,t : العائد المقدر للورقه الماليه لنفس الفترة الزمنيةt.

- متوسط العوائد غير العادية(AAR):

حيث يحسب لجميع الشركات كما يلي :

$$AAR = \frac{1}{N}\sum_{J=1}^{N} AR$$

وتحسب من خلال جمع كل العوائد غير العاديه عند كل ورقة ماليه وقسمتها على عددهم .

5.4.1 العوائد غيرالعادية متراكمة: الأثر الكلي للحدث يقاس خلال فترة زمنية معينة، ويتم حساب العوائد التراكمية وفق المعادلة:

$$CAR = \sum AAR_i$$

يحسب من خلال جمع كل متوسطات العوائد غير العادية لكل الأسهم التى تم اختبارها.

6.4.1 اختبارات الدلالة الإحصائية: يجب اختبار معنويتها إحصائيًا لا يكفي حساب العوائد غير العادية فقط، و ذلك باستخدام اختبار(T−test) حيث:

$$t = \frac{AAR_t}{S(AR_t)/\sqrt{N}}$$

نقوم بمقارنة قيمة t بالقيم الجدولية للحكم على معنوية النتائج، وقد أظهرت الدراسات أن استخدام الاختبارات الإحصائية ضروري لتجنب النتائج الخاطئة خاصة في حالة تغير التباين أثناء الحدث.

5.1 الدراسات السابقة:

1.5.1 الدراسات الأجنبية:

دراسة **Farouk Ben Amor** بعنوان " **Earnings Expectations and Market Behavior: An Event Study on Mergers and Acquisitions Synergies** " نشر في *A Work Project, presented as part of the requirements for the award of a Master's degree in Finance from the Nova School of Business and Economics* لسنة 2025، هدفت هذه الدراسة إلى تقييم فعالية عمليات الاندماج والاستحواذ (M&A) في القطاع المالي بالولايات المتحدة الأمريكية، من خلال تحليل التآزر (Synergies) وردود فعل السوق، بالإضافة إلى فجوة التوقعات المتعلقة بالأرباح، واعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث(Event Study Methodology) ، من خلال قياس العوائد غير العادية التراكمية (CAR) خلال نوافذ زمنية قصيرة وطويلة، وذلك لتحديد أثر إعلانات الاندماج والاستحواذ على أداء الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة 85.71% من الشركات محل الدراسة أظهرت اتساقًا في إشارات العوائد غير العادية التراكمية عبر مختلف الفترات الزمنية، مما يعكس استمرارية توجهات السوق تجاه هذه العمليات. كما بينت النتائج أن انخفاض الفجوة بين الأرباح المتوقعة والفعلية يرتبط بشكل إيجابي مع العوائد غير العادية، وهو ما يدل على أن دقة التوقعات تعزز ثقة المستثمرين وتنعكس إيجابًا على تقييم السوق. وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع هذه المذكرة في كونها تؤكد أن عمليات الاندماج والاستحواذ يمكن أن تسهم في خلق قيمة للمساهمين، كما تبرز دور توقعات الأرباح في تفسير ردود فعل السوق، وهو ما يدعم تحليل العوائد غير العادية في إطار دراسة الحدث.

دراسة **Dr. Priyanka Ghosh** **بعنوان** "**An Event Study On Merger of HDFC Ltd. With HDFC Bank**" تم نشرها في *INTERNATIONAL JOURNAL OF RESEARCH AND ANALYTICAL (IJRAR)* في سنة 2023، هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر إعلان اندماج شركة HDFC Ltd. مع بنك HDFC على أسعار الأسهم، من خلال اختبار ما إذا كان هذا الإعلان قد أدى إلى تحقيق عوائد غير عادية للمستثمرين، واعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث(Event Study Methodology) ، باستخدام نموذج السوق(OLS Market Model) ، مع نافذة حدث قدرها 11 يومًا تشمل الفترة السابقة واللاحقة لتاريخ الإعلان. وتوصلت الدراسة إلى أن إعلان الاندماج أدى إلى تحقيق عائد غير عادي في يوم الحدث، كما أظهرت النتائج وجود عوائد غير عادية خلال الفترة السابقة للإعلان، في حين لم يتم تسجيل عوائد معنوية خلال نافذة الحدث المحددة. وخلصت الدراسة إلى أن عملية الاندماج كان لها تأثير إيجابي محدود ومؤقت على قيمة أسهم البنك، وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع هذه المذكرة في كونها تقدم دليلاً حديثًا على تأثير إعلانات الاندماج على العوائد غير العادية، خاصة في الأسواق الناشئة، مما يدعم استخدام منهجية دراسة الحدث في تحليل ردود فعل السوق.

دراسة **Ahmad Bash** و **Abdullah M.Al-Alwadhi** و **Khaled Alsaifi** و **barrak Ghanim Algharabali**، بعنوان " **Takeover of Credit Suisse and Stock Market Outcomes: An Event Study of the Swiss Stock Exchange**" تم نشرها في*Pakistan Journal of Life and Social Sciences* في أوت **2024**، هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر استحواذ بنك UBS على Credit Suisse على أداء سوق الأسهم

السويسري، مع التركيز على تأثير هذا الحدث على كل من السوق ككل والقطاع البنكي، واعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث(Event Study Methodology) ، من خلال تحليل العوائد غير العادية التراكمية (CAR) باستخدام نموذجين: متوسط العائد المعدل (Mean–adjusted) ونموذج السوق(Market Model) ، خلال الفترة الممتدة من 2022 إلى 2023. وتوصلت الدراسة إلى أن تأخر نشر التقارير المالية من طرف Credit Suisse كان له تأثير سلبي معنوي على العوائد غير العادية، في حين أن إعلان الاستحواذ من طرف UBS أدى إلى تأثير إيجابي في الأيام الأولى، قبل أن يتحول إلى تأثير سلبي لاحقًا. وتعكس هذه النتائج استجابة السوق الديناميكية للأحداث الكبرى، وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع هذه المذكرة في كونها تعكس تأثير عمليات الاستحواذ الكبرى على الأسواق المالية العالمية، وتبرز كيفية تغير ردود فعل المستثمرين خلال مراحل مختلفة من الحدث.

دراسة **Manish Singh** و**Joonhyuk Cho** و **Andrew W.Lo** بعنوان" **The Impact of News on Biopharmaceutical Stock Returns: An Event Study Approach**" نشرت في *Journal PLOS ONE* في 26 جانفي ،2024 هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الأخبار والمعلومات على أسعار أسهم شركات الصناعات الدوائية والتكنولوجيا الحيوية، من خلال دراسة ردود فعل السوق تجاه أنواع مختلفة من الأخبار، خاصة تلك المتعلقة بعمليات الاستحواذ، واعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث(Event Study Methodology) ، باستخدام عينة ضخمة تضم أكثر من 503 ألف خبر و1012 شركة، مع تطبيق عدة نماذج لتسعير الأصول، إضافة إلى تحليل انحدار لقياس تأثير العوامل المختلفة على العوائد غير العادية، حيث توصلت إلى أن الأخبار المرتبطة بعمليات الاستحواذ تحقق أعلى عوائد إيجابية، في حين تؤدي الأخبار السلبية مثل فشل تطوير الأدوية إلى عوائد سلبية كبيرة. كما أظهرت النتائج وجود تسرب معلومات قبل الإعلان عن بعض الأحداث خاصة في حالات الاستحواذ، وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع هذه المذكرة في كونها تؤكد الدور الكبير للمعلومات في تفسير تحركات أسعار الأسهم، كما تدعم فرضية كفاءة السوق وتبرز أهمية العوائد غير العادية كأداة لقياس استجابة المستثمرين.

دراسة **Michael Kandasamy** و **Ruben Seiberlich** بعنوان " **Evidence from Event Study and NLP–Based Media Sentiment**"، لسنة 2024، كان الهدف منها هو تحليل كيفية إدراك السوق لعمليات الاندماج من نوع "اندماج الند للند(Merger of Equals) "، وذلك من خلال دراسة حالة الاندماج المخطط له بين شركتي Helvetia Holding AGو.Baloise Holding AG، واعتمدت الدراسة على منهجية مزدوجة تجمع بين دراسة الحدث (Event Study Methodology)لتحليل ردود فعل سوق الأسهم، وتحليل معنويات الأخبار المالية باستخدام نموذج FinBERTالقائم على تقنيات معالجة اللغة الطبيعية(NLP) ، وذلك من خلال تحليل 291 مقالًا إخباريًا متعدد اللغات. وتوصلت الدراسة إلى أن العوائد غير العادية حول تاريخ الإعلان (22 أفريل 2025) كانت ضعيفة وغير معنوية إحصائيًا لكلتا الشركتين، مما يعكس توازنًا في استجابة السوق وعدم تفضيل طرف على آخر، فكشفت نتائج تحليل المعنويات أن التغطية الإعلامية كانت محايدة إلى إيجابية بشكل طفيف، وبنفس الدرجة تقريبًا لكلا الشركتين، وهو ما يدعم فكرة "الاندماج المتكافئ"، وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع هذه المذكرة في كونها تقدم توجهًا حديثًا يجمع بين الأساليب التقليدية لدراسة الحدث وتقنيات الذكاء الاصطناعي في تحليل الأخبار، مما يعزز فهم كيفية تفاعل السوق مع إعلانات الاندماج، ويبرز دور المعلومات الإعلامية في تفسير سلوك المستثمرين.

دراسة **Syarifatun Khafifah** و**Liana Mangifera** بعنوان " **An Event Study on Market Reactions to Merger and Acquisition Announcements in Indonesia's Energy and**

Telecommunication Sectors" نشرت في *Journal Economic Resources (JER)* لسنة 2026، هدف هذه الدراسة هو تحليل استجابة السوق لإعلانات الاندماج والاستحواذ (M&A) في قطاعي الطاقة والاتصالات المدرجين في بورصة إندونيسيا، وذلك من خلال قياس تأثير هذه الإعلانات على أسعار الأسهم، واعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث(Event Study Methodology) ، حيث تم حساب العوائد غير العادية (Abnormal Returns) باستخدام نموذج السوق (Market Model) بالاعتماد على مؤشر جاكرتا المركب (Jakarta Composite Index) كمؤشر مرجعي. كما تم تحليل عدة نوافذ زمنية، تشمل 30 و60 يومًا بعد الإعلان، إضافة إلى مقارنة الفترات قبل وبعد الحدث.وتوصلت الدراسة إلى أن إعلانات الاندماج والاستحواذ تؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية ملحوظة في المدى القصير، خاصة خلال 30 يومًا وحول تاريخ الإعلان، مما يدل على وجود تأثير فوري ومباشر على السوق. في المقابل، لم تظهر نتائج معنوية خلال فترة 60 يومًا، كما لم يتم تسجيل فروق جوهرية بين الفترات السابقة واللاحقة للإعلان، مما يشير إلى سرعة استيعاب السوق للمعلومات. وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع هذه المذكرة في كونها تدعم فرضية كفاءة السوق في شكلها شبه القوي، كما تؤكد أن تأثير إعلانات الاندماج والاستحواذ يكون في الغالب قصير الأجل، وهو ما يعزز استخدام العوائد غير العادية في تحليل ردود فعل المستثمرين.

دراسة **Omer Ahmed Sayed** بعنوان" **Market Reactions to Mergers and Acquisitions Announcements in The Saudi Arabian Insurance Industry: An Event Study Analysis**" نشرت في *Kurdish Studies في جانفي 2024*، هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير عمليات الاندماج والاستحواذ (M&A)على أداء أسعار أسهم شركات التأمين المدرجة في السوق المالية السعودية، وذلك من خلال قياس ردود فعل السوق تجاه هذه العمليات، واعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث(Event Study Methodology) ، حيث تم تحليل خمس حالات اندماج، مع التركيز على حساب كل من العوائد غير العادية اليومية (AR) والعوائد غير العادية التراكمية (CAR) خلال فترات زمنية مختلفة، بما في ذلك فترة طويلة تمتد إلى 180 يومًا بعد الاندماج، كشفت النتائج أن ردود فعل المستثمرين تختلف من حالة إلى أخرى، حيث سجلت بعض الشركات عوائد إيجابية تعكس تفاؤل السوق، في حين شهدت شركات أخرى عوائد سلبية تعبر عن تخوف المستثمرين. كما بيّنت نتائج العوائد التراكمية على المدى الطويل أن تأثير الاندماج ليس موحدًا، بل يعتمد على عدة عوامل مثل توقعات السوق، واستراتيجيات الشركات، والظروف الاقتصادية العامة، وتبرز أهمية هذه الدراسة في كونها تقدم دليلاً على أن تأثير عمليات الاندماج والاستحواذ في الأسواق الناشئة، مثل السوق السعودية، يكون معقدًا وغير متجانس، وهو ما يتماشى مع طبيعة دراستنا التي تعتمد على تحليل ردود فعل السوق باستخدام العوائد غير العادية، خاصة في سياقات اقتصادية مختلفة.

دراسة **Elias Leppänen** بعوان" **Stock versus Cash Financing in Mergers and Acquisitions: An Event Study of US and European Acquirers**" نشرت في *Aalto University*في 2025، والتي كان هدفها تحليل تأثير طريقة تمويل صفقات الاندماج والاستحواذ (نقدًا أو باستخدام الأسهم) على ردود فعل السوق المالي، مع التركيز على الفروقات بين الشركات المستحوذة في الولايات المتحدة وأوروبا فاعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث (Event Study Methodology)إلى جانب تحليل الانحدار المقطعي(Cross–sectional Regression) ، حيث تم قياس العوائد غير العادية التراكمية (CAR) في المدى القصير حول تاريخ الإعلان، وذلك لعينة من الصفقات التي تشمل شركات مدرجة منذ سنة 2016، وأظهرت النتائج أن استخدام الأسهم كوسيلة تمويل يرتبط بعوائد غير عادية أضعف مقارنة بالتمويل النقدي، خاصة بالنسبة للشركات الأمريكية، حيث يكون رد فعل السوق سلبيًا بشكل أوضح وفي المقابل، لم يكن هذا التأثير سلبيًا بشكل ثابت في السوق الأوروبية ما عكس اختلاف استجابة المستثمرين باختلاف البيئة المؤسسية والمالية.

كما بيّنت الدراسة أن حجم الصفقة والحجم النسبي لها لا يؤثران بشكل معنوي على العوائد قصيرة الأجل عند أخذ طريقة التمويل والعوامل الإقليمية بعين الاعتبار وقد أكدت النتائج أن طريقة التمويل تمثل إشارة (Signal) مهمة للمستثمرين، وأن تفسير هذه الإشارة يختلف بين الأسواق المتقدمة. وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع المذكرة في أنها تبرز دور العوامل التفسيرية (مثل طريقة التمويل) في تحديد اتجاه العوائد غير العادية، مما يساعد في فهم اختلاف نتائج دراسات الحدث بين الشركات والأسواق المختلفة

دراسة **Alejandro Larrea Rodríguez**، بعنوان" **Market Efficiency in the Spanish Continuous Market: A Panel Event Study of M&A Announcements**"، نشرت في جامعة *COMILLAS UNIVERSIDAD PONTIFICIA* عام **2024**، هدفت هذه الدراسة إلى تحليل كفاءة السوق المالية الإسبانية، من خلال دراسة كيفية استجابة أسعار الأسهم لإعلانات الاندماج والاستحواذ(M&A)، وذلك باستخدام هذه الإعلانات كأحداث اختبارية لقياس سرعة استيعاب المعلومات في السوق، واعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث اللوحية (Panel Event Study Methodology)، والتي تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الزمنية والمقطعية في عوائد الأسهم ما يسمح بتجاوز بعض القيود المرتبطة بالمنهجيات التقليدية، وقد تم قياس العوائد غير العادية (Abnormal Returns) حول تاريخ الإعلان بالإضافة إلى تحليل سلوك هذه العوائد في الفترة السابقة للحدث للكشف عن احتمال وجود تسرب معلومات أو تداول داخلي. وتوصلت الدراسة إلى أن السوق الإسبانية تستجيب بكفاءة لإعلانات الاندماج والاستحواذ، حيث يتم استيعاب المعلومات بسرعة في أسعار الأسهم، مما يدعم فرضية كفاءة السوق في شكلها شبه القوي. كما أشارت النتائج إلى وجود بعض المؤشرات على تحركات غير عادية قبل الإعلان، وهو ما قد يعكس وجود تسرب للمعلومات، وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع هذه المذكرة في كونها تعزز الإطار النظري المرتبط بفرضية كفاءة السوق، وتدعم استخدام منهجية دراسة الحدث في تحليل استجابة الأسواق المالية لإعلانات الاندماج والاستحواذ.

دراسة **Onni Tenkanen**، بعنوان "**How CEO Overconfidence and Gender Affects the Short-Term Stock Returns of Acquiring Firms During M&A Announcements**"، نشرت في *Vaasan yaliopisti UNIVERSITY OF VAASA* عام **2025**، الدراسة كان هدفها تحليل تأثير سلوك الثقة المفرطة (Overconfidence)لدى المديرين التنفيذيين، بالإضافة إلى عامل الجنس(Gender) ، على العوائد قصيرة الأجل لأسهم الشركات المستحوذة خلال إعلانات الاندماج والاستحواذ، والتي كان اعتمادها على منهجية دراسة الحدث (Event Study Methodology)لقياس العوائد غير العادية قصيرة الأجل، إلى جانب استخدام نموذج الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS)لتحليل العلاقة بين درجة الثقة المفرطة لدى المديرين التنفيذيين والعوائد غير العادية، مع التحكم في بعض المتغيرات مثل جنس المدير التنفيذي. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الثقة المفرطة للمدير التنفيذي والعوائد غير العادية قصيرة الأجل، وهو ما يخالف بعض الدراسات السابقة، في المقابل أظهرت النتائج أن الشركات التي تُدار من قبل مديرات تنفيذيات تحقق عوائد أقل مقارنة بتلك التي يقودها مديرون تنفيذيون من الذكور خلال فترة الإعلان كما أشارت الدراسة إلى أن المديرين الذكور أكثر عرضة لإظهار سلوك الثقة المفرطة مقارنة بالإناث، وتكمن أهمية هذه الدراسة بالنسبة لموضوع هذه المذكرة في كونها تقدم تفسيرًا سلوكيًا لردود فعل السوق تجاه إعلانات الاندماج والاستحواذ، مما يثري التحليل التقليدي للعوائد غير العادية بإدماج عوامل نفسية وسلوكية تؤثر على قرارات المستثمرين.

دراسة **Sabita Rani Lal** و **Trilochan Jena** بعنوان " **The Influence of Mergers and Acquisitions on Shareholder Value and Market Returns**"، نشرت في *The Business and Management Review, volume 16 Number 4* لسنة **2025**. قامت هذه الدراسة بتحليل تأثير عمليات الاندماج والاستحواذ على قيمة المساهمين وعوائد السوق في قطاع الإسمنت في الهند والتي اعتمدت على منهجين منهج تحليل النسب المالية ومنهج دراسة الحدث(Event Study) ، حيث تم استخدام مجموعة من المؤشرات المالية مثل الربحية والسيولة والرافعة المالية، إلى جانب حساب العوائد غير العادية (AR) والعوائد التراكمية (CAR) و تم تطبيق الدراسة على شركات مدرجة في البورصة الهندية باستخدام نافذة تقدير قدرها 250 يومًا ونافذة حدث تمتد من (−30) إلى (+30) يومًا حول تاريخ الإعلان، كما تم اختبار دلالة النتائج باستخدام اختبار(t−test) ، فتوصلت الدراسة إلى أن معظم العوائد غير العادية كانت موجبة، مع وجود دلالة إحصائية في بعض الحالات، كما أظهرت نتائج تحليل النسب تحسن الأداء المالي بعد عمليات الاستحواذ، وبالتالي انتهت هذه الدراسة بأن عمليات الاندماج والاستحواذ تساهم في خلق قيمة للمساهمين وتحسين الأداء المالي للشركات.

دراسة **Bizualem Wondimu** و **Sitki Sonmez** بعنوان" **The Impact of Mergers and Acquisitions on the Stock Price of Acquiring Banks in Europe**". نشرت في *International Journal of All Research Education and Scientific Methods (IJARESM)* عام **2023**، هذه الدراسة تطرقت إلى أثر عمليات الاندماج والاستحواذ على أسعار أسهم البنوك المستحوذة في أوروبا خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2020 و التي اعتمدت على منهجية دراسة الحدث (Event Study) باستخدام نموذج السوق (Market Model) لحساب العوائد المتوقعة، ومن ثم تحديد العوائد غير العادية حيث شملت عينة الدراسة 41 بنكًا، وتم استخدام عدة نوافذ للحدث مثل (−1، 0، +1) و(−3، 0، +3) و(−10، 0، +10)، كما تم تحليل العوائد غير العادية التراكمية (CAR) لقياس التأثير الكلي و كانت النتائج أن هناك وجود عوائد غير عادية موجبة في يوم الحدث، حيث سجلت نسبة كبيرة من البنوك (66%) عوائد إيجابية يوم الإعلان، كما ظهرت نتائج إيجابية أيضًا قبل وبعد الحدث. وفي الأخير توصلت الدراسة الى أن عمليات الاندماج والاستحواذ لها تأثير إيجابي على أسعار أسهم البنوك المستحوذة في أوروبا.

دراسة **Amirhossein Zohrehvand**، **Anil R. Doshi**، **Bart S. Vanneste** بعنوان " **Generalizing Event Studies Using Synthetic Controls**"، لسنة 2024، هدفت هذه الدراسة إلى تطوير منهجية دراسة الحدث من خلال استخدام أسلوب الضبط الاصطناعي (Synthetic Control Method) لتحسين دقة قياس أثر عمليات الاندماج والاستحواذ. تم تطبيق هذا الأسلوب على حالة استحواذ شركة Dollar Tree علىFamily Dollar ، من خلال مقارنة أداء الشركة مع مجموعة شركات مشابهة واعتمدت الدراسة على بيانات متعددة تشمل العوائد المالية، والمبيعات، وسلوك العملاء، مما سمح بتحليل أكثر شمولًا لتأثير الصفقة. كما تم دمج تقنيات حديثة مثل التعلم الآلي لتحسين التقدير وقد أظهرت النتائج وجود عوائد زائدة مقارنة بالسوق، كما أثبتت فعالية أسلوب الضبط الاصطناعي في تقديم نتائج أكثر دقة مقارنة بالطرق التقليدية وخلصت الدراسة إلى أن استخدام المناهج الحديثة يعزز من موثوقية نتائج دراسة الحدث ويوفر تحليلًا أعمق لتأثير عمليات الاستحواذ.

2.5.1 الدراسات العربية:

دراسة **(عبدالتواب، خليفة، وأحمد، 2023)** بعنوان" **تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم باستخدام نموذج السوق عبر محفظة القطاعات: منهجية دراسة الحدث (بالتطبيق على السوق المالي المصري)**".هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير إعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) على العوائد غير العادية للأسهم في السوق المالي المصري، مع اختبار مدى وجود فروق معنوية بين العائد الفعلي والعائد المتوقع.اعتمدت الدراسة على منهجية **دراسة الحدث**، باستخدام **نموذج السوق** لتقدير العوائد المتوقعة، حيث تم تقدير معلمات الانحدار باستخدام **المربعات الصغرى العادية** خلال فترة التقدير، بالاعتماد على مؤشر السوق الرئيسي **EGYX30**ومؤشر القطاع.شملت عينة الدراسة 87 شركة، بإجمالي 113 إعلانًا، خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2018، وتوصلت الدراسة إلى أن:

- هناك **تأثير سلبي** لإعلانات حقوق الاكتتاب على العوائد غير العادية في المدى القصير (10 أيام) .
- يظهر **تأثير إيجابي** في المدى الأطول (30 يومًا) .
- تختلف النتائج حسب المؤشر المستخدم في تقدير العائد المتوقع (مؤشر السوق أو مؤشر القطاع)

دراسة **عبد الله سعيد المرزاقي،2023** بعنوان "**قياس أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية ألسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية : دراسة حدث**"، في مجلة البحوث المحاسبية العدد الثاني، كلية التجارة، جامعة طنطا. هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر خصائص مجلس الإدارة، (حجم مجلس الإدارة، استقاللية مجلس الإدارة، نشاط مجلس الإدارة، ملكية ألسهم ألعضاء مجلس الإدارة، وخبرة مجلس الإدارة)، والتي تمثل المتغيرات المستقلة للدارسة، على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، والتي تمثل المتغير التابع للدراسة. وقد احتوت العينة النهائية للدراسة على 143 شركة مدرجة بالسوق المالية السعودية تاسي، بإجمالي مشاهدات بلغت 651 مشاهدة (شركة – سنة). ولقياس القيمة السوقية لألسهم استخدمت الدراسة طريقة قياس التباين في العائد غير العادي على ألسهم، وذلك باستخدام منهج دراسة الحدث. وقد أوضحت نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الدراسة قبول الفرض الرئيس للدراسة، والذي ينص على أنه "يوجد أثر ايجابي معنوي لخصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية". حيث إن خصائص مجلس الإدارة توفر بالمجمل مسؤولية رقابية للتعامل مع مشكلات الوكالة الناشئة عن الادارة التنفيذية، ومن ثم التأثير على القيمة السوقية لاسهم الشركة. كما توصلت الدارسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لخصائص مجلس الادارة، المتمثلة في حجم مجلس الادارة واستقلالية مجلس الادارة ونشاط مجلس الادارة وملكية الاسهم لأعضاء مجلس الادارة وخبرة مجلس الادارة، على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

2. الدراسة التطبيقية و تحليل النتائج:

1.2 تقديم العينة والنهجية التطبيقية:

1.1.2 تقديم الشركة: إعتمدنا في دراستنا هذه على ثلاث شركات عالمة و في ما يلي تقديم وتعريف خاص بكل شركة:

الجدول رقم(2) : تعريف للشركات

الشركة	الدولة/النشاط	التعريف
ExxonMobil	الولايات المتحدة الأمريكية / نفط وغاز	تُعتبر شركة أمريكية تنشط في مجالات النفط والغاز، ويقع مقرها في ولاية تكساس. تأسست سنة 1999 نتيجة اندماج شركتي Exxon وMobil، وتُعد من أبرز شركات الطاقة عالميًا من حيث الأرباح والقيمة السوقية. تمارس أنشطتها في مختلف مراحل الصناعة النفطية، من الاستكشاف والإنتاج إلى التكرير والتوزيع، ولها حضور دولي واسع.
TotalEnergies	فرنسا / طاقة تقليدية ومتجددة	تُعد شركة فرنسية تنشط في قطاع الطاقة، ويقع مقرها في باريس. تعمل في مجالات النفط والغاز والطاقة المتجددة، وتسعى إلى دعم التحول الطاقوي من خلال تنويع مصادر الطاقة والاستثمار في الحلول المستدامة، كما تُعتبر من بين كبرى شركات الطاقة عالميًا.
Sheel	المملكة المتحدة / نفط وغاز + طاقات متجددة	تُعد شركة بريطانية تنشط في قطاع الطاقة، ويقع مقرها في لندن. تعمل في مجالات استكشاف وإنتاج النفط والغاز، إضافة إلى التكرير والتوزيع، كما تستثمر في مشاريع الطاقة المتجددة، وتسعى إلى مواكبة التحول الطاقوي، وتُعتبر من أكبر شركات الطاقة عالميًا.

- **تعريف شركات الطاقات المتجددة :**

تُعتبر شركات الطاقات المتجددة تلك التي تركز جهودها على إنتاج الطاقة وتطويرها من مصادر طبيعية تدوم ولا تنتهي، مثل الطاقة الشمسية وطاقة الرياح والمياه .هذه الشركات تهدف إلى تقليل الاعتماد على مصادر الطاقة الأحفورية وتقليص الانبعاثات الضارة بالبيئة، وهي تعمل على تعزيز تحول الطاقة من خلال الاستثمار في أساليب نظيفة وحلول مستدامة .

- **تعريف شركات الطاقات التقليدية :**

تُعتبر شركات الطاقات التقليدية هي الشركات التي تعتمد في أعمالها على استغلال موارد طبيعية غير متجددة، مثل النفط والغاز والفحم، لإنتاج الطاقة .تُعتبر هذه الشركات جزءاً أساسياً من الاقتصاد العالمي، لكنها تواجه تحديات متزايدة مع الاتجاه العالمي نحو تقليل الانبعاثات الكربونية والاعتماد على مصادر طاقة أكثر استدامة.

2.1.2 المنهج المستخدم وأدوات التحليل:

إعتمادت في هذه الدراسة على منهج دراسة الحدث (Event Study) لقياس أثر عمليات الاستحواذ على قيمة الشركات محل الدراسة، وذلك من خلال تحليل سلوك عوائد الأسهم حول تاريخ الإعلان عن الاستحواذ. ويستند هذا المنهج إلى فرضية "فرضية كفاءة السوق" التي تفترض أن أسعار الأسهم تعكس بسرعة جميع المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن أي حدث جديد مثل الاستحواذ يظهر أثره مباشرة على أسعار الأسهم .و من أجل تحقيق ذلك، تم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لتقدير العوائد العادية المتوقعة للأسهم، حيث تم حساب العوائد الغير عادية باعتبارها الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع و أخيرا حسبنا العائد غير المتوقع المتراكم.

إعتمدت في هذه الدراسة على بيانات يومية لأسعار الأسهم للشركات محل الدراسة (رمز التداول: xom) خلال الفترة (2015–2025)، إضافة إلى بيانات مؤشر السوق المرجعي **NYSE Arca SPDR**.

2.2 عرض النتائج وتحليلها:

1.2.2 تحليل العوائد غير العادية.

❖ **أولا شركة ايكسو موبيل:**

– تطور سعر السهم:

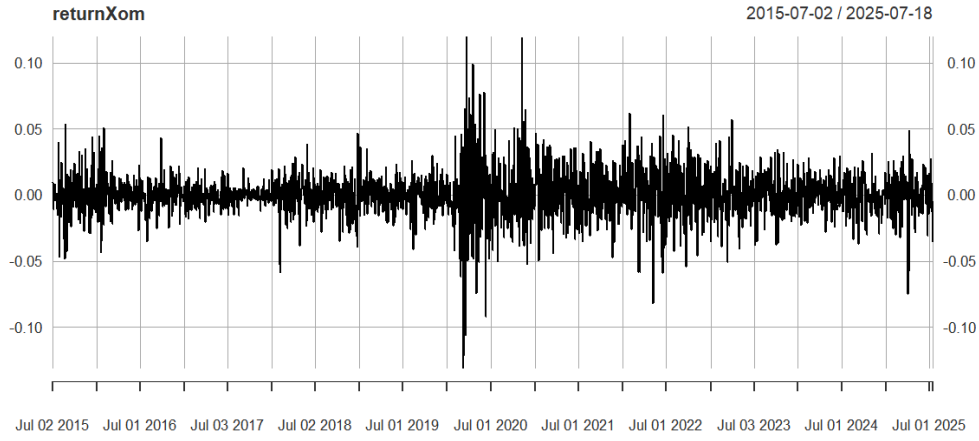
الشكل رقم(7): تطور سعر سهم ExxonMobil خلال الفترة 2015–2025

- التحليل:

يُظهر منحنى السلسلة المدروسة اتجاهًا عامًا تصاعديًا خلال الفترة محل الدراسة، ما يعكس تطورًا إيجابيًا في الأداء عبر الزمن. غير أن هذا الاتجاه يتخلله انخفاض حاد سنة 2020، وهو ما يمكن تفسيره بتأثير جائحة كوفيد–19 التي أدت إلى اضطرابات كبيرة في الأسواق والأنشطة الاقتصادية. بعد ذلك، ابتداءً من سنة 2021، يلاحظ المنحنى ارتفاعًا قويًا يعكس مرحلة تعافٍ واضحة وعودة تدريجية للإستقرار الإقتصادي، مع تحسن ملحوظ في ثقة المستثمرين والأداء العام.

- **تحليل العوائد:** تحويل الاسعار الى عوائد يومية باستخدام العائد اللوغارتمي:

الشكل رقم(8): تطور العوائد اليومية لسهم ExxonMobil خلال الفترة 2015-2025



- **التحليل:**

يُظهر تطور العوائد اليومية لسهم ExxonMobil خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025 نمطًا متذبذبًا بشكل واضح، حيث تتغير العوائد بين إرتفاعات وإنخفاضات متتالية دون اتجاه مستقر. كما يلاحظ وجود درجة عالية من التقلب (Volatility)، خصوصًا خلال سنة 2020، وهو ما يعكس تأثير الصدمات الإقتصادية المرتبطة بجائحة كوفيد-19 على أداء السهم. في المقابل، يتميز متوسط العوائد اليومية بكونه قريبًا من الصفر، مما يشير إلى أن العوائد تتوزع بشكل متوازن نسبيًا بين القيم الموجبة والسالبة على المدى الطويل، رغم التقلبات الحادة المسجلة خلال بعض الفترات.

- **الاحصائيات الوصفية:**

الجدول رقم (3): الاحصائيات الوصفية لسعر السهم و العوئد لشركة ExxonMobil

المؤشر	التاريخ	سعر السهم	التاريخ	عائد السهم
الحد الأدنى MIN	2015-07-01	17.71	2015-07-02	-0.1962685
الربيع الأول 1ST QU	2018-01-03	31.27	2018-01-03	-0.0087459
الوسيط MEDIAN	2020-07-09	37.87	2020-07-09	0.0008669
المتوسط الحسابي MEAN	2020-07-08	41.35	2020-07-09	0.0003277
الربيع الثالث 3RD QU	2023-01-11	52.41	2023-01-11	0.0095094
الحد الأقصى MAX	2025-07-22	70.62	2025-07-22	0.1421561

- **دراسة الحدث Event Study:**

1-عمليات الاستحواذ على الشركات التقليدية: حددنا ثلاث حوادث استحواذ مرتبطًا بالطاقات القديمة خلال الفترة (2016-2024).

- **نافذة الحدث الأول:** اعتمدنا نافذة الحدث (Event Window) بطول [-5، +5] أي 5 أيام قبل و5 أيام بعد كل حدث، فتحصلنا على النتائج الموضحة كتالي :

- **تقدير نموذج السوق (Market Model)** :

تحليل النموذج:

$$\hat{R}_{XOM} = 0.0004215 + 1.0285 \times R_{mkt(XLE)}$$

العائد المتوقع للسهم = 0.0004215 + 1.0285 × عائد السوق القطاعي

تفسير المعاملات:

الجدول رقم(4) : معاملات نموذج السوق (α) و (β) لشركةExxonMobil

المعامل	القيمة	التفسير
Intercept (α)	0.0004215	هذا يمثل العائد المتوقع اليومي لسهم Exxon Mobil غير المرتبط بحركة السوق) قطاع الطاقة XLE هنا .(وهو موجب جدًا لكنه صغير (~0.04%).
mktXLE_ret (β)	1.0285	هذا معامل بيتا: يقيس حساسية السهم لتقلبات قطاع الطاقة .(XLE) قيمته ≈ 1.03 تعني أن سهم XOM يتحرك تقريبًا مثل القطاع (slightly more volatile).

- **التحليل:**

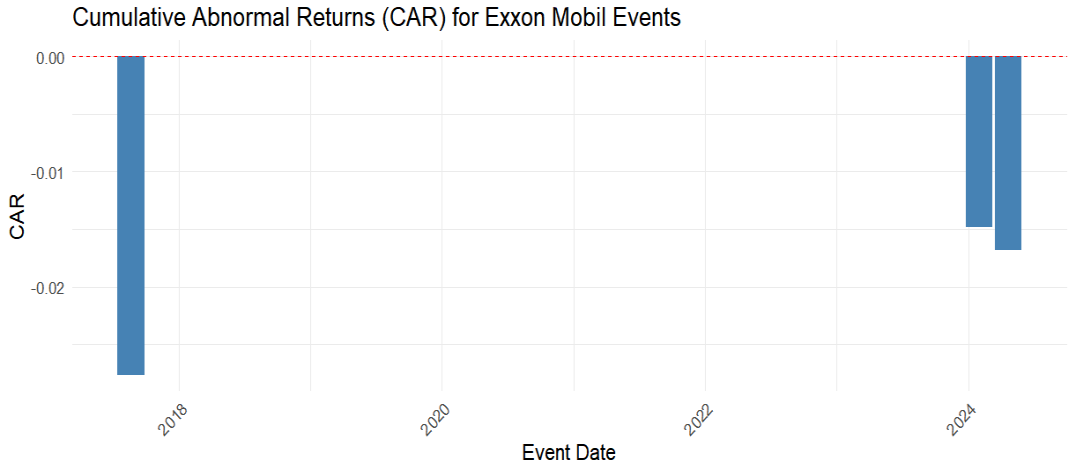
يُظهر تحليل النموذج أن معامل بيتا يساوي تقريبًا 1.03، وهو ما يعني أن سهم Exxon Mobil يتحرك في نفس اتجاه السوق القطاعي (XLE) وبقوة متقاربة جدًا، مع ميل طفيف لزيادة الحساسية تجاه تغيرات السوق، أي أن السهم يتفاعل مع تحركات السوق بشكل شبه متناسب. في المقابل، فإن معامل ألفا موجب لكنه صغير جدًا (≈ 0.0004)، مما يشير إلى وجود عائد مستقل محدود وغير جوهري عن حركة السوق، وغالبًا ما يكون غير ذي دلالة إحصائية في فترة التقدير. وبناءً على ذلك، يمكن القول إن أداء السهم يعتمد أساسًا على تطورات السوق القطاعي للطاقة، حيث لا يظهر تفوقًا مستقلًا واضحًا خارج تأثير السوق خلال نافذة الدراسة.ومن خلال ما السبق تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم(5) : العوائد غير العادية المتراكمة

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
ExxonMobil	2016-07-21	-0.02767734	-2.77%
	2017-01-16	-0.01484433	-1.48%
	2023-10-11	-0.01678771	-1.68%

و أيضا الى الرسم البياني التالي:

الشكل رقم(9): العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة ExxonMobil



تحليل النتائج:

الحدث الأول: 2016-07-21

قدرت القيمة: -0.0277 أي -2.77% وهذا يشير إلى أن المستثمرين استقبلوا خبر الاستحواذ أو الحدث بتشاؤم نسبي،قد يكون ذلك بسبب قلق من التكلفة العالية أو الشك في القيمة الاستراتيجية للصفقة.

الحدث الثاني: 2017-01-16

قدرت القيمة: -0.0148 أي -1.48% أيضًا أثر سلبي لكنه أقل من الحدث الأول، قد يعكس استمرار السوق في تفسير عمليات الاستحواذ كتكاليف أو زيادة في المخاطر بدلاً من كونها توسعًا مفيدًا.

الحدث الثالث: 2023-10-11

قدرت القيمة: -0.0168 أي -1.68% نفس النمط أثر سلبي نسبي، وإن كان ليس قويًا جدًا، يدل على تكرار نظرة السوق السلبية أو على الأقل تحفظ السوق تجاه هذه الأحداث.

بشكل عام، بلغ المتوسط التقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (CAR) لهذه الأحداث حوالي -0.0197، أي ما يعادل تقريبًا -1.97%، وهو ما يدل على أن التأثير الكلي لهذه الأحداث كان سلبيًا على أداء السهم خلال نوافذ الحدث محل الدراسة.

- نتيجة اختبار t (One Sample t-test):

الجدول رقم (6): اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة

العنصر	القيمة	التفسير
t	-4.9506	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري

td	2	درجات الحرية (عدد الملاحظات − 1)
p−value	0.03846	تدلنا على معنوية الاختبار؛ هنا أقل من 0.05 ⇒ دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0369, −0.0026]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	−0.0198	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

- **التفسير:**

- بلغ متوسط العوائد التراكمية غير العادية (CAR) عبر الأحداث الثلاثة حوالي −1.98%، مما يشير إلى أن السوق قيّم هذه الاستحواذات كتأثير سلبي يقارب 2% على قيمة الشركة .
- كما أن قيمة 0.038 ≈ p−value أقل من 0.05، ما يدل على أن هذا الأثر دال إحصائيًا عند مستوى ثقة 95 %.
- إضافة إلى ذلك، فإن فترة الثقة [−3.7%، −0.26%] تقع بالكامل في المجال السالب، وهو ما يؤكد وجود أثر سلبي معنوي لهذه الأحداث .

وعليه، يمكن تفسير هذه النتائج بأن السوق لم ينظر إلى هذه الاستحواذات كعمليات خلق للقيمة، بل قد يعتبرها مرتبطة بتكاليف أو مخاطر إضافية، وهو ما قد يرجع إلى ارتفاع قيمة الصفقات مقارنة بالعوائد المتوقعة، أو إلى شك المستثمرين في قدرة الشركة على دمج الأصول المستحوذ عليها بنجاح، أو حتى إلى ما يعرف بـ "خصم التنويع (Diversification Discount)" الناتج عن التوسع خارج النشاط الأساسي.

- **<u>إستنتاج:</u>**

تشير النتائج السلبية والدالة إحصائيًا إلى توافقها مع جانب من نظرية الوكالة(Agency Theory) ، والتي تفترض أن بعض عمليات الاستحواذ قد تخدم مصالح الإدارة أكثر من مصالح المساهمين، مما يؤدي إلى رد فعل سلبي من طرف المستثمرين. كما تعكس هذه النتائج عدم توافق كلي مع الفرضية التي ترى أن النمو الخارجي من خلال الاستحواذ يؤدي دائمًا إلى زيادة قيمة الشركة، إذ أظهرت الدراسة أن السوق قد ينظر إلى بعض عمليات الاستحواذ باعتبارها مصدرًا لزيادة المخاطر أو التكاليف بدلًا من خلق القيمة

- **نافذة الحدث الثاني:** اعتمدنا نافذة الحدث (Event Window) بطول [−7، +7] أي 7 أيام قبل و7 أيام بعد كل حدث، فتحصلنا على النتائج العوائد غير العادية التمراكمة كما هو موضح في الجدول التالية :

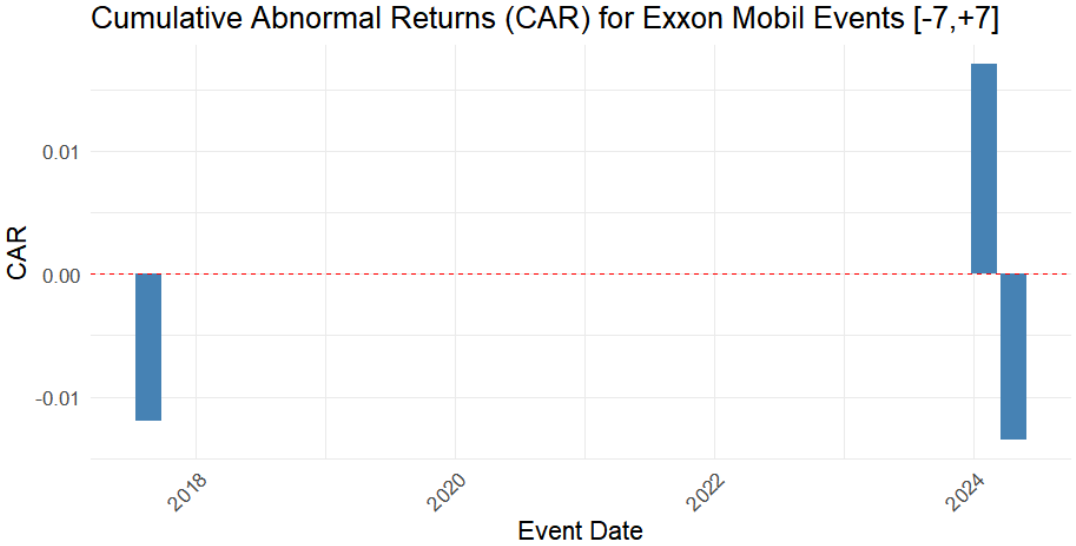
الجدول رقم(7) : العوائد غير العادية المتراكمة

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
ExxonMobil	2016−07−21	−0.01196102	−1.20%
	2017−01−16	0.01705268	1.71%

2023-10-11	-0.01349830	-1.35 %

من خلال تلك النتائج توصلنا الى :

الشكل رقم(10) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة ExxonMobil



- **تحليل النتائج:**

الحدث الأول: 2016-07-21

قدرت القيمة: -0.0120 أي -1.20% وهو ما يشير إلى أن السوق استقبل خبر الاستحواذ بنظرة سلبية. وقد يُعزى ذلك إلى تخوف المستثمرين من ارتفاع تكلفة الصفقة أو عدم وضوح الفوائد الاستراتيجية المتوقعة منها.

الحدث الثاني: 2017-01-16

قدرت القيمة: 0.0171 أي 1.71 % أثر ايجابي، ما يدل على **استجابة إيجابية من السوق** تجاه هذا الحدث. ويمكن تفسير ذلك بثقة المستثمرين في جدوى العملية أو توقعهم لتحقيق منافع مستقبلية من الاستحواذ.

الحدث الثالث: 2023-10-11

قدرت القيمة: -0.0135 أي -1.35% مما يعكس عودة الأثر السلبي، وإن كان بدرجة معتدلة. ويشير ذلك إلى استمرار تحفظ السوق أو تشكك المستثمرين في فعالية مثل هذه العمليات.

- المتوسط التقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (CAR) لهذه الأحداث بلغ حوالي -0.0028، أي ما يعادل تقريبًا -0.28%، وهو ما يدل على أن التأثير الكلي لهذه الأحداث كان سلبيًا لكن بشكل طفيف جدًا. كما تشير هذه النتيجة إلى أن السوق لم يتفاعل بقوة مع عمليات الاستحواذ محل الدراسة، بل أظهر ميلًا بسيطًا نحو التشاؤم دون وجود تأثير حاد أو واضح على قيمة الشركة خلال نافذة الحدث.

- **نتيجة اختبار t (One Sample t-test):**

الجدول رقم(8) : اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة

العنصر	القيمة	التفسير
t	−0.28199	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري
td	2	درجات الحرية (عدد الملاحظات − 1)
p-value	0.8045	لا يوجد تأثير معنوي، هنا أكبرمن 0.05 ⇒ تدلنا على عدم وجود دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0455, 0.0399]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	−0.0028	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

- **التفسير المقارن:**

عند توسيع نافذة الحدث من [−5,+5] إلى [−7,+7] أيام حول تاريخ الإعلان، لوحظ تراجع في معنوية نتائج العوائد غير العادية التراكمية (CAR). يعود السبب في ذلك إلى أنّ توسيع النافذة الزمنية يؤدي إلى إدخال أيام إضافية غالبًا لا تكون متأثرة بشكل مباشر بالحدث، سواء لأنها تسبق تسرب المعلومات أو تلي استيعاب السوق للخبر. هذا يجعل المتوسط الحسابي لـ CAR أقرب إلى الصفر ويزيد من الضوضاء في البيانات، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الاحتمالية (p-value) واختفاء الدلالة الإحصائية.

اقتصاديًا، يُظهر ذلك أن تفاعل السوق مع أخبار الاستحواذ يكون مركزًا بشكل أساسي في الأيام القريبة جدًا من الإعلان، وأن الأثر غير العادي يميل إلى التلاشي سريعًا بعد مرور ذروة الحدث، وهو ما يتوافق مع فرضية كفاءة السوق في صورتها شبه القوية.

- **نافذة الحدث الثالث:** اعتمدنا نافذة الحدث (Event Window) بطول [−3، +3] أي 3 أيام قبل و3 أيام بعد كل حدث، فتحصلنا على النتائج العوائد غير العادية التمراكمة كما هو موضح في الجدول التالية :

الجدول رقم (9) : العوائد غير العادية المتراكمة

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
ExxonMobil	2016-07-21	−0.006891494	−0.69%
	2017-01-16	0.004326613	0.43%
	2023-10-11	−0.008809097	−0.88%

- **تحليل النتائج:**

تُظهر نتائج الأحداث الثلاثة تباينًا في ردود فعل السوق، حيث سُجلت قيمتان سلبيتان **(−0.69%)** و **(−0.88%)** مقابل قيمة إيجابية واحدة **(0.43%)**، ويعكس ذلك ميلًا عامًا نحو **التحفظ أو التقييم السلبي الطفيف** لعمليات الاستحواذ، رغم وجود استجابة إيجابية في إحدى الحالات .

أسفرت النتائج عن متوسط تقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (CAR) قدره −0.00379، أي حوالي −0.38%، ما يشير إلى تسجيل أثر سلبي محدود لهذه الأحداث على أداء السهم. وتوحي هذه القيمة بأن السوق تبنى موقفًا حذرًا نسبيًا تجاه هذه الأحداث، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيرات كبيرة أو استجابة قوية في قيمة الشركة.

- **نتيجة اختبار t (One Sample t−test):**

الجدول رقم(10) : اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة

العنصر	القيمة	التفسير
t	−0.92549	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري
td	2	درجات الحرية (عدد الملاحظات − 1)
p−value	0.4524	لا يوجد تأثير معنوي، هنا أكبرمن 0.05 ⇒ تدلنا على عدم وجود دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0214, 0.0138]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	−0.0038	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

- **التحليل المقارن:**

أظهرت النتائج أنّ النافذة الزمنية [−5,+5] هي الوحيدة التي كان فيها متوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAR) دالًا إحصائيًا، بينما لم يظهر هذا الأثر في النافذتين [−3,+3] و[−7,+7]. ويعود ذلك إلى أنّ نافذة [−5,+5] توازن بشكل جيد بين التقاط الأثر الفعلي للحدث بدون أن تُدخل كثيرًا من الأيام البعيدة عنه التي قد تُضعف النتيجة، في حين أنّ النافذة الأضيق قد لا تكفي لرصد كامل رد فعل السوق، والنافذة الأوسع تُدخل ضوضاء تجعل المتوسط أقرب إلى الصفر وتقلل المعنوية.

2− عمليات الاستحواذ على شركات الطاقات المتجددة:

- **نافذة الحدث:** اعتمدنا على نافذة واحدة لدراسة الحدث، فتحصلنا على النتائج الموضحة في ما يلي :

الجدول رقم (11) : العوائد غير العادية المتراكمة

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
ExxonMobil	2023-07-13	-0.03833968	-3.83%

☆ **ملاحظة منهجية:**

لا يمكن إجراء اختبار t-test على حدث واحد فقط، لأن هذا الاختبار يتطلب وجود تباين إحصائي للعينة من أجل حسابه، في حين أن التباين لا يكون معرفًا إحصائيًا عندما تتكون العينة من عنصر واحد فقط.

- **المقارنة والتحليل:**

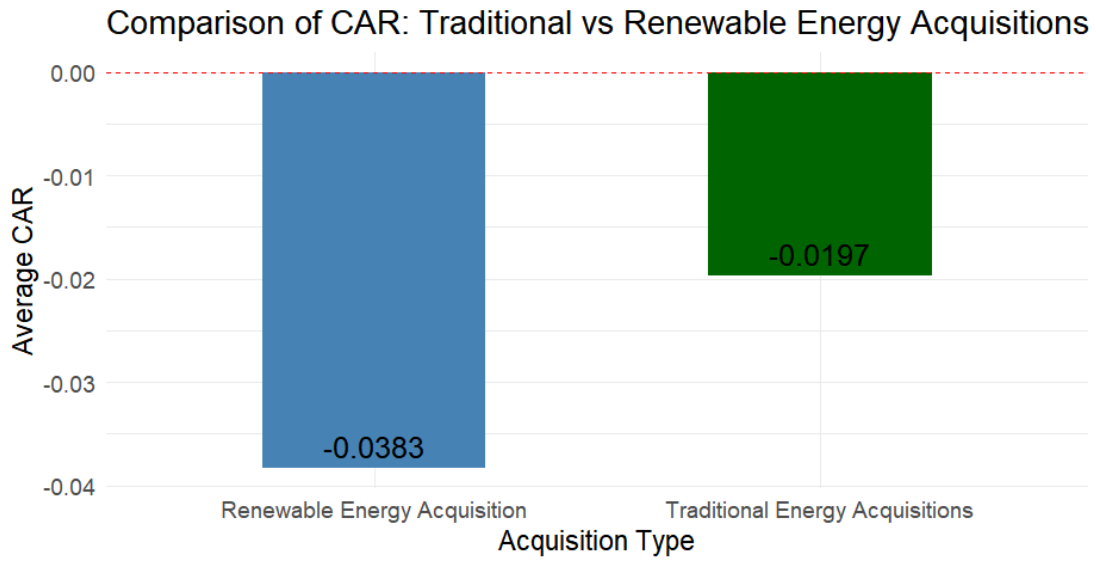
في النموذج الأول، الذي يمثل استحواذ شركة Exxon Mobil على شركات طاقة تقليدية، كان متوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAR) نحو −0.0197 (≈ −1.97%)، أما في النموذج الثاني، الذي يمثل استحواذ الشركة على شركات طاقة متجددة، فقد كان المتوسط −0.0383 (≈ −3.8%).

هذا يشير إلى أنّ السوق تفاعل بشكل أكثر سلبية مع عمليات الاستحواذ المرتبطة بالطاقة المتجددة مقارنةً بالطاقة التقليدية.

اقتصاديًا، قد يُفسَّر ذلك بأن المستثمرين يعتبرون استحواذ Exxon على شركات طاقة متجددة انحرافًا استراتيجيًا عن نشاطها الأساسي، أو أنهم يرون مخاطر أعلى وتحديات تقنية وتنظيمية في هذا التحول، مما ينعكس في انخفاض أكبر في CAR.

بينما في حالة الاستحواذات التقليدية، فرغم كونها أيضًا سلبية (ربما بسبب التكلفة أو زيادة الدين)، إلا أنّ السوق لم يفسرها كتغيير جذري في استراتيجية الشركة، فجاء الأثر السلبي أقل وفي ما يلي رسما بيانيا يوضح ذلك:

الشكل رقم (11): تباين العوائد غير العادية المتراكمة حسب قطاع الاستحواذ للطاقة التقليدية مقابل الطاقة المتجددة



❖ **ثانيا شركة توتال للطاقة Total Energy**

– تطور سعر السهم:

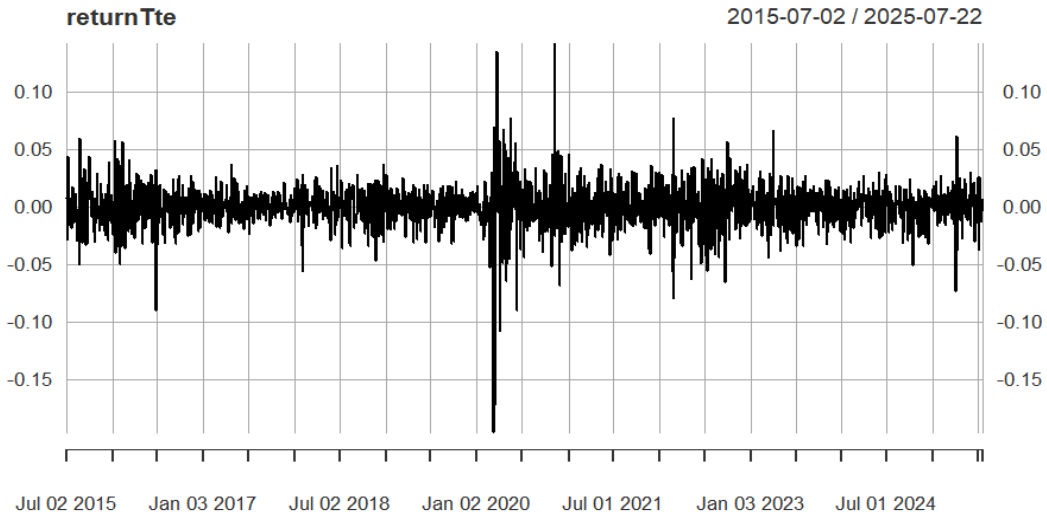
الشكل رقم(12): تطور سعر سهم Total Energyخلال الفترة 2015–2025

- **التحليل:**

يُظهر تطور سعر سهم TotalEnergies خلال الفترة 2015–2025 اتجاهًا عامًا تصاعديًا، ما يعكس تحسنًا تدريجيًا في قيمة السهم على المدى الطويل. غير أن هذا الاتجاه لم يكن مستقيمًا، حيث سجل السهم انخفاضًا حادًا خلال سنة 2020، ويُعزى ذلك إلى التداعيات السلبية لجائحة كوفيد–19 التي أثرت بشكل كبير على قطاع الطاقة والأسواق المالية بصفة عامة. في المقابل، ابتداءً من سنة 2021، عرف السهم ارتفاعًا قويًا يعكس مرحلة تعافٍ واضحة وتحسنًا في أداء الشركة مع استعادة النشاط الاقتصادي العالمي.

- **تحليل العوائد:** تحويل الاسعار الى عوائد يومية باستخدام العائد اللوغارتمي:

الشكل رقم(13): تطور العوائد اليومية للسهم



- **التحليل:**

يُظهر تطور العوائد اليومية للسهم بعد تحويل الأسعار إلى عوائد لوغارتمية نمطًا متذبذبًا بشكل واضح، حيث تتغير العوائد بين قيم موجبة وسالبة بشكل متكرر دون وجود اتجاه مستقر. كما يلاحظ وجود درجة مرتفعة من التقلب(Volatility) ، خاصة خلال سنة 2020، وهو ما يعكس تأثير الصدمات الاقتصادية الناتجة عن جائحة كوفيد-19 على أداء السهم. في المقابل، يبقى متوسط العوائد اليومية قريبًا من الصفر، مما يشير إلى توازن نسبي بين الفترات الإيجابية والسلبية على المدى الطويل، رغم التقلبات الحادة المسجلة خلال بعض الفترات الزمنية.

- **الاحصائيات الوصفية:** أسعار اسهم الشركة للفترة مابين 01 جويلية 2015 و 22 جويلية 2025

الجدول رقم (12): الاحصائيات الوصفية لأسعار وعوائد السهم لشركة Total Energy

المؤشر	التاريخ	سعر السهم	التاريخ	عائد السهم
الحد الأدنى MIN	2015-07-01	17.71	2015-07-02	-0.1962685
الربيع الأول 1ST QU	2018-01-03	31.27	2018-01-03	-0.0087459
الوسيط MEDIAN	2020-07-09	37.87	2020-07-09	0.0008669
المتوسط الحسابي MEAN	2020-07-08	41.35	2020-07-09	0.0003277
الربيع الثالث 3RD QU	2023-01-11	52.41	2023-01-11	0.0095094
الحد الأقصى MAX	2025-07-22	70.62	2025-07-22	0.1421561

- **دراسة الحدث Event Study:**

1- عمليات الاستحواذ على الشركات الطاقة القديمة:حددنا أربع حوادث استحواذ مرتبطًا بالطاقات القديمة خلال الفترة (2015-2025).

- **نافذة الحدث الأول:** اعتمدنا نافذة الحدث (Event Window) بطول [-5، +5] أي 5 أيام قبل و5 أيام بعد كل حدث، فتحصلنا على النتائج التالية :

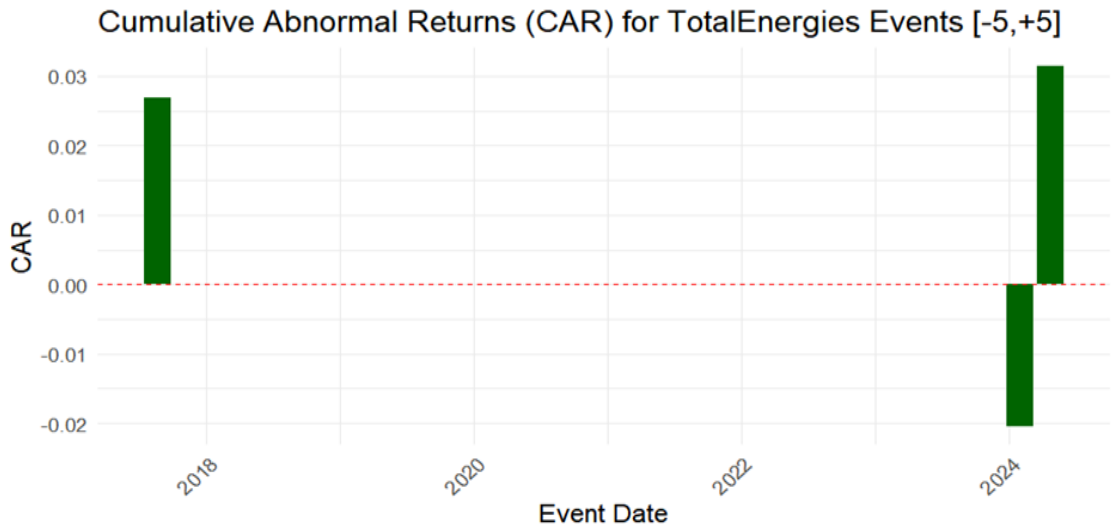
الجدول رقم (13) : العوائد غير العادية المتراكمة

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
Total Energy	2016-07-21	0.02685274	2.79%
	2024-01-31	-0.02050685	-2.05 %

2024-04-22	0.03143636	3.14%

- فتوصنا الى:

الشكل رقم (14) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Total Energ



- **تحليل النتائج:**

الحدث الأول: 2016-07-21

قُدّرت قيمة العائد غير العادي المتراكم (CAR) بحوالي **2.69%**، وهو ما يشير إلى أن السوق استقبل خبر الاستحواذ بنظرة إيجابية. ويمكن تفسير ذلك بتفاؤل المستثمرين بخصوص العوائد المستقبلية المتوقعة من هذه العملية.

الحدث الثاني: 2024-01-31

قُدّرت القيمة بحوالي **2.05%-**، وهو ما يعكس أثرًا سلبيًا، حيث يدل على استجابة سلبية من السوق تجاه هذا الحدث. وقد يُعزى ذلك إلى مخاوف مرتبطة بتكلفة الصفقة أو المخاطر المحتملة.

الحدث الثالث: 2024-04-22

قُدّرت قيمة (CAR) بحوالي **3.14%**، مما يعكس عودة الأثر الإيجابي بشكل واضح. ويشير ذلك إلى ثقة المستثمرين في جدوى هذا الاستحواذ وتوقعهم تحقيق منافع مستقبلية.

- بلغ المتوسط التقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (CAR) لهذه الأحداث حوالي 0.01259، أي ما يعادل تقريبًا 1.26%. وتدل هذه النتيجة على أن الأثر الإجمالي لهذه الأحداث كان إيجابيًا بشكل معتدل، مما يشير إلى تفاعل نسبي إيجابي من طرف السوق مع هذه الأحداث. كما تعكس هذه القيمة وجود توجه عام نحو التفاؤل في تقييم المستثمرين، دون أن يصل ذلك إلى استجابة قوية أو تأثير كبير على قيمة السهم خلال نافذة الحدث.

- نتيجة اختبار t (One Sample t-test):

الجدول رقم(14) : اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة

العنصر	القيمة	التفسير
t	0.75853	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري
td	2	درجات الحرية (عدد الملاحظات − 1)
p-value	0.5273	لا يوجد تأثير معنوي، هنا أكبرمن 0.05 ⇒ تدلنا على عدم وجود دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0588, 0.0840]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	0.01259408	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

- التحليل:

نتائج اختبار (t) لعينة واحدة أن متوسط العوائد غير العادية المتراكمة بلغ حوالي 1.26%، مع قيمة p-value = 0.5273وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) ، مما يدل على أن هذا الأثر غير معنوي إحصائيًا، كما أن فترة الثقة عند 95% تشمل الصفر، وهو ما يؤكد عدم وجود تأثير معنوي لهذه الأحداث على قيمة الشركة.

- **إستنتاج:**

رغم تسجيل متوسط موجب للعوائد التراكمية غير العادية(CAR) ، إلا أن استجابة السوق تبقى محدودة وغير قوية، ولا تعكس تأثيرًا إحصائيًا واضحًا لهذه الأحداث على قيمة السهم خلال نافذة الدراسة، مما يشير إلى ضعف الأثر الفعلي لهذه الأحداث على تفاعل السوق.

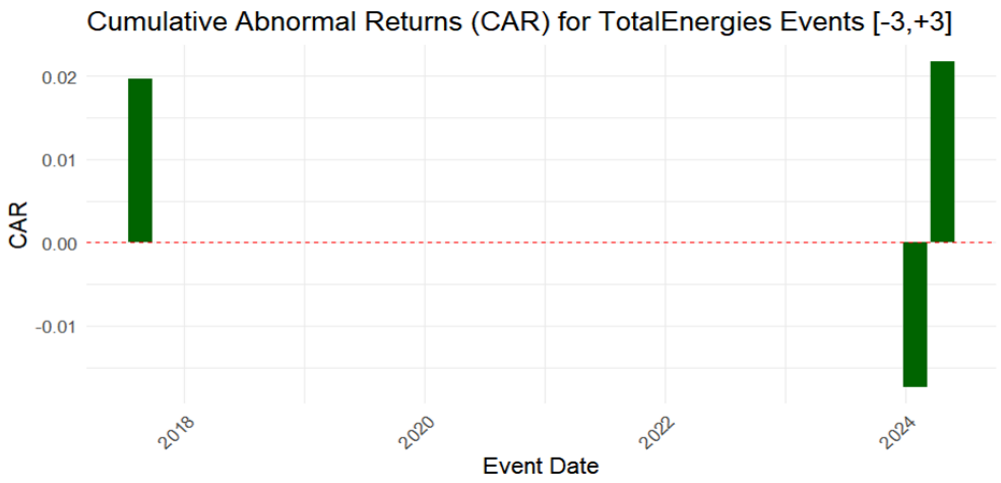
- **نافذة الحدث الثاني:** اعتمدنا نافذة الحدث (Event Window) بطول [−3,+3] أي 3 أيام قبل و3 أيام بعد كل حدث، فتحصلنا على النتائج التالية :

الجدول رقم (15) : العوائد غير العادية المتراكمة

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
Total Energy	2016-07-21	0.01962021	1.96%
	2024-01-31	-0.01738972	-1.74%
	2024-04-22	0.02174280	2.17%

و منه توصلنا الى الشكل التالى :

الشكل رقم (15) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Total Energy



- **تحليل النتائج :**

الحدث الأول: 2016-07-21

قُدّرت قيمة العائد غير العادي المتراكم (CAR) بحوالي 1.96%، وهو ما يشير إلى استجابة إيجابية من السوق تجاه هذا الحدث، مما يعكس تفاؤل المستثمرين بشأن آثاره المحتملة.

الحدث الثاني: 2024-01-31

قُدّرت القيمة بحوالي 1.74%-، وهو ما يعكس أثرًا سلبيًا، حيث يدل على رد فعل متحفظ أو سلبي من السوق، ربما نتيجة مخاوف تتعلق بالمخاطر أو تكاليف العملية.

الحدث الثالث: 2024-04-22

قُدّرت قيمة (CAR) بحوالي 2.17%، مما يعكس عودة الأثر الإيجابي، ويشير إلى ثقة المستثمرين في جدوى هذا الحدث وتوقعهم تحقيق منافع مستقبلية.

- سجلت قيمة المتوسط التقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (CAR) لهذه الأحداث حوالي 0.0079، أي ما يقارب 0.8%. وتُظهر هذه القيمة أن الأثر الإجمالي كان إيجابيًا بشكل محدود، مما يشير إلى تفاعل خفيف يميل نحو التفاؤل من طرف السوق خلال فترة الدراسة، دون أن يرقى إلى مستوى تأثير قوي أو واضح على أداء السهم.

- **نتيجة اختبار t (One Sample t-test):**

الجدول رقم(16) : اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة

العنصر	القيمة	التفسير
t	0.62896	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري
td	2	درجات الحرية (عدد الملاحظات - 1)

p-value	0.5936	لا يوجد تأثير معنوي، هنا أكبرمن 0.05 ⇒ تدلنا على عدم وجود دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0466, 0.0626]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	0.007991097	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

التحليل:

تُظهر المقارنة بين نافذة الحدث الأوسع ونافذة [−3,+3]وجود اختلاف طفيف في نتائج العوائد غير العادية المتراكمة (CAR).

ففي النافذة الأوسع، بلغ متوسط (CAR) حوالي 1.26%، مقابل 0.80%في نافذة [−3,+3]، مما يشير إلى أن تقليص نافذة الحدث أدى إلى انخفاض حجم الأثر الإيجابي.

ورغم هذا الاختلاف، فإن النتائج في كلتا الحالتين غير معنوية إحصائيًا (p-value > 0.05)، كما أن فترات الثقة تشمل الصفر، مما يدل على أن تأثير أحداث الاستحواذ يبقى ضعيفًا وغير مؤكد بغض النظر عن طول نافذة الحدث.

- **نافذة الحدث الثالث:** اعتمدنا نافذة الحدث (Event Window) بطول [−1، +1] أي 1 أيام قبل و1 أيام بعد كل حدث، فتحصلنا على النتائج التالية :

الجدول رقم(17) : العوائد غير العادية المتراكمة

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
Total Energy	2016-07-21	0.009108553	0.91%
	2024-01-31	0.001034207	0.10%
	2024-04-22	0.005004565	0.50%

- **التحليل:**

تُظهر النتائج تسجيل عوائد غير عادية متراكمة موجبة في جميع الأحداث، إلا أنها تبقى ضعيفة، مما يدل **على أن** استجابة السوق كانت إيجابية لكنها محدودة وغير قوية.

وقد بلغ المتوسط التقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (CAR) لهذه الأحداث حوالي 0.00505، أي ما يعادل تقريبًا 0.51%. وتشير هذه النتيجة إلى أن الأثر الإجمالي لهذه الأحداث كان إيجابيًا لكن بدرجة طفيفة، ما يعكس استجابة محدودة من طرف السوق تميل نحو الإيجابية خلال نافذة الدراسة، دون أن يكون لهذا التأثير طابع قوي أو مؤثر بشكل واضح على أداء السهم.

- **نتيجة اختبار t (One Sample t-test):**

الجدول رقم(18) : اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحد

العنصر	القيمة	التفسير
t	2.1661	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري
td	2	درجات الحرية (عدد الملاحظات − 1)
p-value	0.1627	لا يوجد تأثير معنوي، هنا أكبرمن 0.05 ⇐ تدلنا على عدم وجود دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0049 ,0.0151]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	0.005049109	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

- **التحليل المقارن:**

بالرغم من تسجيل قيم CAR سالبة حول أحداث الاستحواذ، إلا أنّ النتائج لم تكن معنوية إحصائيًا عبر النوافذ الزمنية المختلفة [−1,+1] و[−3,+3] و[−5,+5]. يمكن تفسير ذلك بصغر حجم العينة (ثلاثة أحداث فقط)، وارتفاع تقلبات السوق اليومية، فضلًا عن احتمال استيعاب السوق للمعلومة قبل تاريخ الحدث الفعلي، بما يتماشى مع فرضية كفاءة السوق في صورتها شبه القوية.

- **نافذة الحدث الرابع** : اعتمدنا نافذة الحدث (Event Window) بطول [−7، +7] أي 1 أيام قبل و1 أيام بعد كل حدث، فتحصلنا على النتائج التالية :

الجدول رقم (19): العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Total Energy

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
Total Energy	2016-07-21	0.03137171	3.14%
	2024-01-31	-0.03778924	-3.78%
	2024-04-22	0.02912048	2.91%

- **التحليل:**

سُجلت قيمتان إيجابيتان **(3.14%)** و **(2.91%)** مقابل قيمة سلبية **(−3.78%)** ، مما يعكس **ردود فعل غير مستقرة للسوق**، مع ميل طفيف نحو الإيجابية رغم وجود تأثير سلبي ملحوظ في أحد الأحداث.

يسجل المتوسط التقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (ACAR) لهذه الأحداث قيمة موجبة تبلغ حوالي 0.00757، أي ما يعادل تقريبًا 0.76%. ويعكس هذا الأثر الإيجابي الطفيف استجابة محدودة من طرف السوق تجاه هذه الأحداث، دون وجود تأثير قوي أو واضح على أداء السهم خلال فترة الدراسة.

- **نتيجة اختبار t (One Sample t-test):**

الجدول رقم(20) : اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة

العنصر	القيمة	التفسير
t	0.33356	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري
td	2	درجات الحرية (عدد الملاحظات − 1)
p-value	0.7704	لا يوجد تأثير معنوي، هنا أكبرمن 0.05 ⇐ تدلنا على عدم وجود دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0900 ,0.1051]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	0.007567648	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

- **التحليل:**

على الرغم من أن نتائج الدراسة لم تكن معنوية إحصائيًا بسبب محدودية عدد الأحداث والعينة، إلا أن التحليل يوفر مؤشرات كمية حول تأثير عمليات الاستحواذ على خلق القيمة المالية للشركة، ويسهم في الفهم التطبيقي لسلوك السوق واستجابة المستثمرين لهذه الأحداث.

2-عملية الاستحواذ على شركات الطاقة الحديثة : حددنا حادثة استحواذ مرتبطًة بالطاقات القديمة خلال الفترة(2024-2026)

- **نافذة الحدث:** اعتمدنا نافذة الحدث (Event Window) بطول [-5، +5] أي 5 أيام قبل و5 أيام بعد كل حدث، فتحصلنا على النتائج التالية :

الجدول رقم (21) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Total Energy

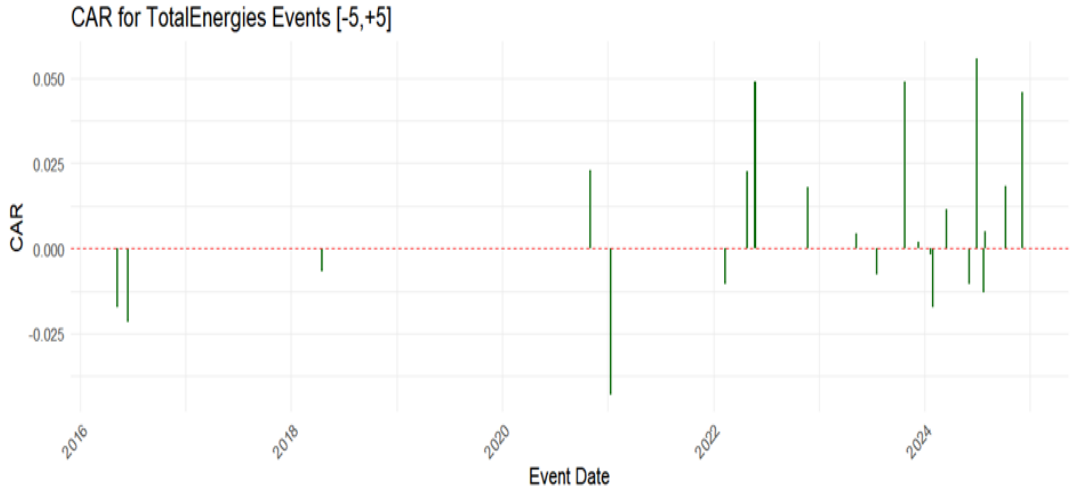
تاريخ الحدث	CAR	%CAR
2016-05-09	0.017355372-	-1.74%
2016-06-14	0.021785479-	-2.18%
2018-04-18	0.006794755-	-0.68%

2.29%	0.022904128	2020-11-01
-4.31%	0.043058809-	2021-01-11
-1.05%	0.010541818-	2022-02-10
2.25%	0.022543606	2022-04-27
4.88%	0.048802181	2022-05-25
1.80%	0.018033472	2022-11-23
0.43%	0.004266926	2023-05-09
-0.77%	0.007687377-	2023-07-21
4.89%	0.048901519	2023-10-26
0.79%	0.001795526	2023-12-12
-0.17%	0.001747743-	2024-01-23
-1.72%	0.017230749-	2024-01-30
1.16%	0.011559335	2024-03-18
-1.04%	0.010354276-	2024-06-05
5.57%	0.055734601	2024-07-01
-1.29%	0.012894717-	2024-07-24
0.51%	0.005066599	2024-07-30
1.82%	0.018265200	2024-10-07
4.59%	0.045925817	2024-12-04

Total Energy

فتحصلنا على الشكل التالي:

الشكل رقم (16) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Total Energy



↳ المتوسط التقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (CAR) لهذه الأحداث قيمة موجبة تقدر بحوالي 0.00702، أي ما يعادل تقريبًا 0.70%. ويعكس هذا المستوى أثرًا إيجابيًا طفيفًا، ما يدل على استجابة محدودة من طرف السوق تجاه هذه الأحداث خلال نافذة الدراسة، دون تسجيل تأثير قوي أو ملحوظ على أداء السهم.

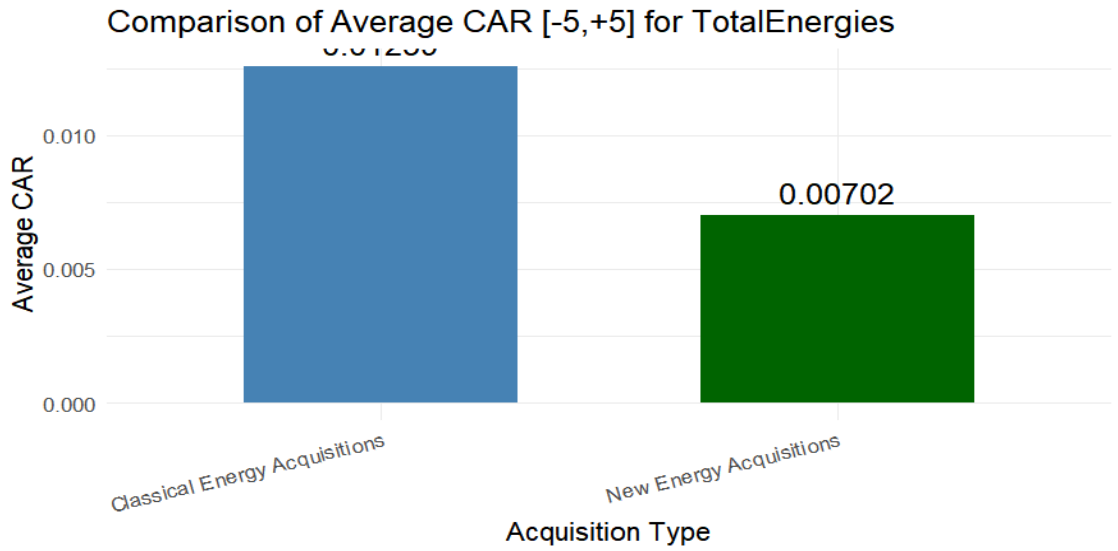
- **نتيجة اختبار t (One Sample t-test):**

الجدول رقم(22) : اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة

العنصر	القيمة	التفسير
t	1.2656	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري
td	2	درجات الحرية (عدد الملاحظات − 1)
p-value	0.2195	لا يوجد تأثير معنوي، هنا أكبرمن 0.05 ⇒ تدلنا على عدم وجود دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0045, 0.0185]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	0.00701581	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

- مقارنة بين استحواذ شركة توتال انرجي على شركات طاقة تقليدية وشركات طاقة جديدة

الشكل رقم (17): تباين العوائد غير العادية المتراكمة حسب قطاع الاستحواذ للطاقة التقليدية مقابل الطاقة المتجددة



- **التحليل المقارن:**

يُظهر الرسم البياني مقارنة بين متوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAR) في نافذة الحدث [−5,+5] لشركة TotalEnergies عند تنفيذ عمليات استحواذ في مجال الطاقة التقليدية مقابل استحواذات في مجال الطاقة المتجددة. ورغم أن كلا المتوسطين غير دالين إحصائيًا، إلا أنّ المتوسط كان أعلى في حالة الاستحواذات التقليدية (0.01259) مقارنةً بالاستحواذات في الطاقة الجديدة (0.00702).

يُشير ذلك إلى أن السوق يتفاعل نسبيًا بشكل أقوى – ولو غير معنوي – مع استحواذات الشركة في قطاع الطاقة التقليدية مقارنةً بالطاقة المتجددة. ومع ذلك، فإن عدم معنوية النتائج يتفق مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات السابقة مثل دراسة Mei (2008)، والتي بينت أن الشركات المستحوذة غالبًا لا تحقق عوائد غير عادية دالة إحصائيًا بعد الإعلان عن الاستحواذات، مما يعكس إما توقع السوق المسبق لهذه الصفقات أو محدودية أثرها المباشر على خلق قيمة سوقية جديدة للمساهمين.

❖ **ثالثا شركةSHELL**

– تطور سعر السهم:

الشكل رقم(18): تطور سعر سهم **شركة SHELL** خلال الفترة 2015–2025

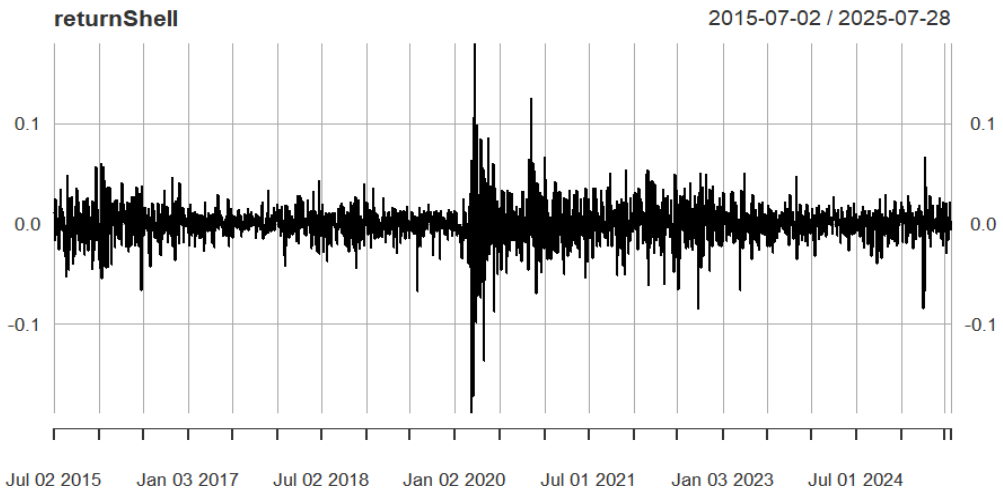
- التحليل:

يُظهر منحنى تطور سعر سهم شركة Shell plc خلال الفترة 2015–2025 اتجاهًا عامًا تصاعديًا، ما يعكس تحسنًا تدريجيًا في قيمة السهم على المدى الطويل. غير أن هذا المسار عرف انخفاضًا حادًا خلال سنة 2020، ويُفسَّر ذلك بالتداعيات السلبية لجائحة كوفيد–19 على قطاع الطاقة والأسواق المالية العالمية، خاصة مع تراجع الطلب على النفط خلال تلك الفترة. وبعد سنة 2021، سجل السهم تعافيًا واضحًا وارتفاعًا قويًا، ما يعكس استعادة النشاط الاقتصادي وتحسن أداء الشركة مع عودة الاستقرار النسبي في أسواق الطاقة.

– تحليل العوائد:

تحويل الاسعار الى عوائد يومية باستخدام العائد اللوغارتمي:

الشكل رقم(19): تطور العوائد اليومية للسهم **شركةSHELL** خلال الفترة 2015–2025



- **التحليل:**

يُظهر منحنى العوائد اليومية للسهم، بعد تحويل الأسعار إلى عوائد لوغارتمية، أن العوائد تتسم بتذبذب مستمر بين القيم الموجبة والسالبة، دون وجود اتجاه ثابت. كما يلاحظ ارتفاع واضح في درجة التقلب(Volatility) ، خاصة خلال سنة 2020، وهو ما يعكس حالة عدم اليقين والصدمات الاقتصادية التي أثرت على الأسواق خلال فترة الجائحة. ورغم هذه التقلبات، يبقى متوسط العوائد قريبًا من الصفر، مما يشير إلى توازن نسبي بين الارتفاعات والانخفاضات على المدى الطويل، مع استمرار وجود فترات من التقلب الحاد خلال بعض السنوات.

- **الاحصائيات الوصفية:**

الجدول رقم (23): الاحصائيات الوصفية لسعر السهم و العوئد

المؤشر	التاريخ	سعر السهم	التاريخ	عائد السهم
الحد الأدنى MIN	2015-07-01	17.74	2015-07-02	-0.1884066
الربيع الأول 1ST QU	2018-01-04	34.47	2018-01-04	-0.0081908
الوسيط MEDIAN	2020-07-13	45.82	2020-07-13	0.0006973
المتوسط الحسابي MEAN	2020-07-11	45.26	2020-07-11	0.0003007
الربيع الثالث 3RD QU	2023-01-17	52.85	2023-01-17	0.0090283
الحد الأقصى MAX	2025-07-28	72.76	2025-07-28	0.1796468

- **دراسة الحدث Event Study:**

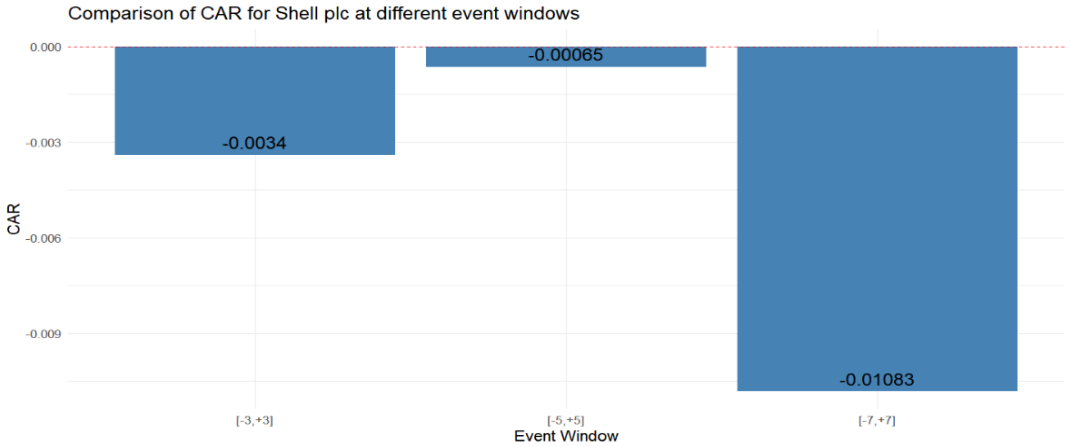
1-عمليات الاستحواذ على الشركات الطاقة التقليدية:

الجدول رقم(24) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Shell

	تاريخ الحدث	CAR			CAR%		
		نافذة الحدث [5-5]	نافذة الحدث [3-3]	نافذة الحدث [7-7]	نافذة الحدث [5-5]	نافذة الحدث [3-3]	نافذة الحدث [7-7]
SHELL	2024-06-20	-0.0006	-0.0034	-0.0108	-0.06%	-0.34%	-1.08%

- من خلال النتائج السابقة تحصلنا على النموذج التالي:

الشكل رقم (20) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Shell



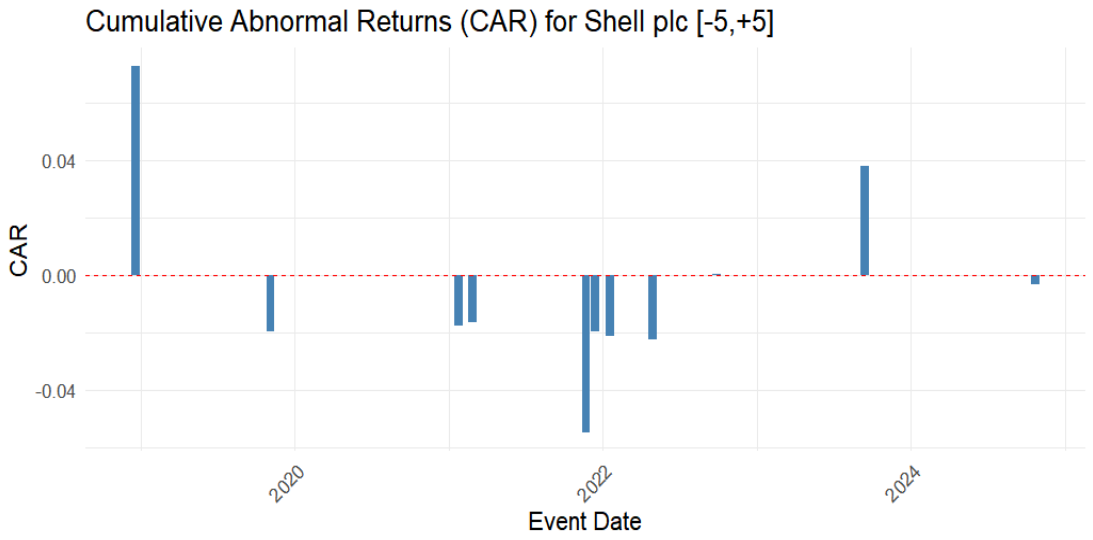
2-عملية الاستحواذ على شركات الطاقة الحديثة :

الجدول رقم(25) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Shell

	تاريخ الحدث	CAR	%CAR
	2018-12-19	0.0725753556	7.26%
	2019-11-05	-0.0197842684	-1.98%
	2021-01-25	-0.0177005074	-1.78%
SHELL	2021-02-25	-0.0165577617	-1.66%
	2021-11-22	-0.0549246572	-5.49%
	2021-12-14	-0.0195660909	-1.96%
	2022-01-19	-0.0213664622	-2.14%
	2022-04-29	-0.0225656556	-2.26%
	2022-09-28	0.0002034469	0.02%
	2023-09-14	0.0379538510	3.79%
	2024-10-23	-0.0031635308	-0.32%

فتحصلنا على الرسم البياني التالي :

الشكل رقم (21) : العوائد غير العادية المتراكمة لأحداث شركة Shell



المتوسط التقريبي للعوائد التراكمية غير العادية (CAR) لهذه الأحداث قيمة سالبة تبلغ حوالي −0.0059، أي ما يعادل تقريبًا −0.59%. ويشير ذلك إلى وجود أثر سلبي طفيف يعكس استجابة محدودة من طرف السوق، تتميز بميل نحو التحفظ في تقييم هذه الأحداث خلال نافذة الدراسة، دون تسجيل تأثير قوي أو حاد على أداء السهم.

- نتيجة اختبار t (One Sample t−test):

الجدول رقم(26) : اختبار دلالة CAR باستخدام اختبار T لعينة واحدة

العنصر	القيمة	التفسير
t	−0.57256	إحصاء t يقيس كم يبتعد متوسط CAR عن الصفر بوحدات الانحراف المعياري
td	10	درجات الحرية (عدد الملاحظات − 1)
p−value	0.5796	لا يوجد تأثير معنوي، هنا أكبرمن 0.05 ⇐ تدلنا على عدم وجود دلالة إحصائية
CI 95%	[−0.0288, 0.0170]	فترة الثقة حول المتوسط
Mean of x	−0.005899662	متوسط CAR عبر الأحداث الثلاثة

- التحليل المقارن:

في دراسات تحليل الأحداث الخاصة بعمليات الاندماج والاستحواذ، يُفرَّق عادةً بين الشركة المستحوذة (Acquiring Firm)، وهي الشركة التي تقوم بشراء شركة أخرى، والشركة المستهدفة (Target Firm)، وهي الشركة التي يتم الاستحواذ عليها. تشير الأدبيات إلى أنّ السوق يتفاعل بشكل مختلف مع كل من الطرفين؛ حيث غالبًا ما تُظهر الشركات المستهدفة

عوائد غير عادية تراكمية (CAR) موجبة ومرتفعة ودالة إحصائيًا، وذلك بسبب استفادة مساهميها من علاوة سعرية تدفعها الشركة المستحوذة.

بينما على العكس، غالبًا ما تكون العوائد غير العادية التراكمية للشركات المستحوذة منخفضة أو حتى سالبة، وفي معظم الأحيان غير معنوية إحصائيًا، نتيجةً لأن السوق قد يرى مخاطر محتملة أو لا يعتبر الصفقة ذات قيمة مضافة عالية.

في دراسة Mei (2008) التي تناولت أثر عمليات الاندماج والاستحواذ في قطاع صناعة الأخشاب بالولايات المتحدة، أظهرت النتائج أن الشركات المستهدفة حققت CAR مرتفعة ودالة إحصائيًا في مختلف النوافذ الزمنية، بينما الشركات المستحوذة سجّلت CAR منخفضة وغير معنوية، وهو ما يعكس اتجاهًا شائعًا في الأدبيات المالية.

تطابقت نتائج دراستنا مع ما وجدته الأدبيات السابقة، حيث أظهرت الشركات محل الدراسة (مثل TotalEnergies وExxon Mobil)، باعتبارها شركات مستحوذة، عوائد غير عادية تراكمية منخفضة وغير معنوية إحصائيًا في معظم النوافذ الزمنية. ويدل ذلك على أن السوق لم يعتبر هذه الاستحواذات كبيرة بما يكفي لتؤثر إيجابًا على قيمة الشركة في الأجل القصير، أو أن هذه العمليات كانت متوقعة مسبقًا من المستثمرين بما يتفق مع فرضية كفاءة السوق في صورتها شبه القوية.

2.2.2 اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: "تؤدي عمليات الاستحواذ إلى تحقيق عوائد غير عادية موجبة للشركة المستحوِذة".

- تشير نتائج التحليل التطبيقي، بالاعتماد على نموذج السوق ومن خلال حساب العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية التراكمية(CAR) ، إلى أن الشركات المستحوِذة قد حققت عوائد غير عادية خلال فترة الحدث. إلا أن هذه العوائد لم تكن موجبة بشكل مطلق في جميع الحالات، حيث أظهرت بعض الفترات عوائد سلبية تعكس تباين تقييم المستثمرين لجدوى عمليات الاستحواذ، كما بينت النتائج أن متوسط العوائد غير العادية التراكمية قد يكون موجبًا أو سالبًا حسب الحدث المدروس، غير أن الدلالة الإحصائية تبقى العامل الحاسم في قبول الفرضية. وعليه، يمكن القول إن الفرضية الأولى تتحقق جزئيًا، حيث لا يمكن تعميم الأثر الإيجابي على جميع عمليات الاستحواذ.

الفرضية الثانية: "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن الاستحواذ وقيمة الشركة".

- أظهرت نتائج الدراسة أن الإعلان عن الاستحواذ يُعد حدثًا معلوماتيًا مؤثرًا في السوق المالي، حيث لوحظت تغيرات واضحة في أسعار الأسهم خلال فترة الحدث. كما أثبتت اختبارات الدلالة الإحصائية أن العوائد غير العادية المحسوبة خلال نافذة الحدث تختلف معنويًا عن الصفر، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن الاستحواذ وقيمة الشركة، وتعكس هذه النتائج استجابة السوق السريعة للمعلومات الجديدة، وهو ما يدعم صحة الفرضية الثانية ويؤكد على أهمية الإفصاح في التأثير على قرارات المستثمرين.

الفرضية الثالثة: "تختلف العوائد غير العادية باختلاف نافذة الحدث".

- من خلال تحليل العوائد غير العادية عبر نوافذ زمنية مختلفة، تبين أن تأثير إعلان الاستحواذ يختلف باختلاف الفترة الزمنية المدروسة. حيث كانت العوائد أكثر وضوحًا ودلالة في الفترات القريبة من تاريخ الإعلان (مثل[1+1−])، في حين تقل حدة التأثير كلما اتسعت نافذة الحدث، كما أظهرت النتائج وجود تفاعل تدريجي للسوق قبل وبعد الإعلان، ما يعكس احتمال تسرب بعض المعلومات أو تأخر استجابة بعض المستثمري.

وعليه، تؤكد هذه النتائج صحة الفرضية الثالثة، حيث يتغير تأثير الحدث تبعًا لنافذة الدراسة المعتمدة.

2.2.2 مناقشة النتائج في ضوء الدراسات السابقة:

تشترك معظم الدراسات السابقة، سواء الأجنبية أو العربية، مع دراستنا الحالية في اعتماد منهجية دراسة الحدث (Event Study Methodology)لقياس أثر إعلانات الاندماج والاستحواذ على العوائد غير العادية للأسهم، مع استخدام نموذج السوق (Market Model) وحساب العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية التراكمية(CAR) ، كما أكدت أغلب هذه الدراسات أن تأثير هذه العمليات يظهر أساسًا في الأجل القصير وحول تاريخ الإعلان، وهو ما يتوافق مع نتائج دراستنا.

فقد اتفقت دراستنا مع دراسة Farouk Ben Amor ودراسة Sabita Rani Lal و Trilochan Jenaفي اعتبار أن عمليات الاندماج والاستحواذ قد تسهم في خلق قيمة للمساهمين، كما انسجمت مع دراسة Syarifatun Khafifah ودراسة Alejandro Larrea Rodríguez في دعم فرضية كفاءة السوق في صورتها شبه القوية، حيث يتم استيعاب المعلومات بسرعة داخل أسعار الأسهم.

كذلك، تتوافق نتائج دراستنا مع دراسة Omer Ahmed Sayed ودراسة Michael Kandasamy و Ruben Seiberlichاللتين توصلتا إلى أن تأثير عمليات الاستحواذ ليس موحدًا بين الشركات وأن العوائد غير العادية قد تكون ضعيفة أو غير معنوية إحصائيًا، وهو ما ظهر أيضًا في نتائج شركات TotalEnergies و Shellفي الدراسة الحالية.

بالمقابل، تختلف دراستنا عن بعض الدراسات التي سجلت عوائد إيجابية ودالة إحصائيًا، مثل دراسة Bizualem Wondimuو Sitki Sonmezالمتعلقة بالبنوك الأوروبية، ودراسة Manish Singh وزملائه التي أثبتت وجود استجابة إيجابية قوية لأخبار الاستحواذ في قطاع الصناعات الدوائية، حيث أظهرت نتائج دراستنا أن أغلب العوائد غير العادية كانت محدودة أو غير معنوية، مع وجود تأثير سلبي في بعض الحالات مثل شركة .ExxonMobil كما تختلف الدراسة الحالية عن بعض الأدبيات من حيث نطاق التحليل والمتغيرات المعتمدة، إذ ركزت بعض الدراسات على عوامل إضافية مثل طريقة التمويل، والثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين، وتحليل معنويات الأخبار باستخدام تقنيات الذكاء الاصطناعي، بينما ركزت دراستنا على تحليل أثر الاستحواذات في قطاع الطاقة التقليدية والمتجددة باستخدام المنهجية التقليدية لدراسة الحدث. أما الدراسات العربية فقد اتفقت مع دراستنا في اعتماد دراسة الحدث وتحليل تأثير المعلومات المالية على القيمة السوقية للأسهم، غير أنها اختلفت من حيث طبيعة الحدث المدروس، إذ تناولت بعض الدراسات إعلانات حقوق الاكتتاب أو خصائص مجلس الإدارة بدلًا من عمليات الاستحواذ. وبصفة عامة، تتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بتركيزها على المقارنة بين استحواذات شركات الطاقة التقليدية والمتجددة وتحليل رد فعل السوق تجاهها في ظل التحول الطاقوي العالمي، وهو جانب لم يحظَ باهتمام كافٍ في أغلب الدراسات السابقة.

خلاصة الفصل:

من خلال تطبيق منهجية دراسة الحدث على الشركات محل الدراسة (ExxonMobil، TotalEnergies، Shell) تم تحليل أثر عمليات الاستحواذ على العوائد غير العادية المتراكمة (CAR) عبر نوافذ زمنية مختلفة، وذلك بهدف قياس مدى استجابة السوق لهذه الأحداث المالية واختبار دلالة هذا التأثير إحصائياً.

وقد أظهرت النتائج أن تأثير عمليات الاستحواذ يختلف باختلاف الشركة وطبيعة العملية وظروف السوق. حيث سجلت شركة ExxonMobil عوائد سلبية ودالة إحصائياً خلال نافذة الحدث [−5,+5]، مما يعكس نظرة سلبية من طرف المستثمرين تجاه استراتيجيات الاستحواذ التي تنتهجها الشركة، في حين لم تُسجل نتائج معنوية في باقي النوافذ الزمنية.

أما بالنسبة لشركةTotalEnergies ، فقد أظهرت النتائج تسجيل عوائد إيجابية في بعض الفترات، إلا أنها لم تكن ذات دلالة إحصائية، وهو ما يشير إلى أن السوق لم يُبدِ استجابة قوية أو واضحة تجاه عمليات الاستحواذ التي قامت بها الشركة.

وفيما يخص شركةShell ، فقد أظهرت النتائج عوائد متباينة تميل بشكل طفيف نحو السلبية، دون أن تكون ذات دلالة إحصائية، مما يعكس حالة من التحفظ وعدم اليقين لدى المستثمرين تجاه هذه العمليات.

كما بينت المقارنة بين الاستحواذات في قطاعي الطاقة التقليدية والطاقة المتجددة أن السوق يتفاعل بشكل أكثر تحفظاً مع الاستحواذات المرتبطة بالطاقة المتجددة، وهو ما يمكن تفسيره بارتفاع درجة المخاطر وعدم اليقين المرتبط بهذا النوع من الاستثمارات.

وبصفة عامة، تشير النتائج المتوصل إليها إلى أن تأثير عمليات الاستحواذ على قيمة الشركات المستحوذة كان محدوداً وغير معنوي في أغلب الحالات، وهو ما يتماشى مع فرضية كفاءة السوق في صورتها شبه القوية، التي تفترض أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات المتاحة بشكل سريع وكامل. كما تتوافق هذه النتائج مع العديد من الدراسات السابقة التي خلصت إلى أن الشركات المستحوذة لا تحقق غالباً عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية في الأجل القصير.

الخاتمة

خاتمة:

بعد التطرق إلى الجوانب النظرية والتطبيقية لمنهجية دراسة الحدث وتحليل أثر عمليات الاستحواذ على عوائد الأسهم، ومن خلال الدراسة التطبيقية التي تم إنجازها، يمكن القول إن هذه المنهجية تُعد من أهم الأدوات الكمية في المالية الحديثة لقياس استجابة السوق للمعلومات الجديدة، خاصة تلك المرتبطة بالإعلانات عن الاستحواذ. وقد أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن السوق المالي لا يتفاعل دائمًا بشكل إيجابي مع أخبار الاستحواذ، حيث تختلف طبيعة التأثير حسب خصائص العملية ومدى وضوح المعلومات المتاحة للمستثمرين، كما بينت النتائج أن العوائد غير العادية تمثل مؤشراً مهماً على كفاءة السوق في استيعاب المعلومات الجديدة.

كما أكدت الدراسة أن عمليات الاستحواذ تُعد من أبرز القرارات الاستراتيجية التي تلجأ إليها الشركات بهدف تعزيز مكانتها التنافسية وتحقيق النمو والتوسع وزيادة القيمة السوقية، غير أن نجاح هذه العمليات يبقى مرتبطًا بمدى التخطيط الجيد لها، وقدرة الإدارة على تحقيق الانسجام والتكامل بين الشركات المعنية. وقد تبين من خلال التحليل أن بعض عمليات الاستحواذ تؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية موجبة تعكس تفاؤل المستثمرين وثقتهم في قدرة الشركة على تحقيق منافع مستقبلية، في حين قد تؤدي بعض العمليات الأخرى إلى عوائد سلبية نتيجة التخوف من ارتفاع التكاليف أو ضعف القدرة على تحقيق الأهداف المتوقعة من الصفقة.

ومن جهة أخرى، أبرزت الدراسة أهمية المعلومات والإفصاح المالي في التأثير على قرارات المستثمرين، حيث إن سرعة انتقال المعلومات ووضوحها يسهمان في تعزيز كفاءة السوق وتقليل حالة عدم اليقين. كما ساهمت منهجية دراسة الحدث في تقديم إطار تحليلي دقيق يسمح بقياس الأثر الحقيقي للإعلانات المالية على أسعار الأسهم خلال فترة زمنية محددة، الأمر الذي يجعلها أداة فعالة في الدراسات المالية الحديثة.

وفي ضوء النتائج المتوصل إليها، يمكن القول إن تأثير عمليات الاستحواذ على قيمة الشركة وعوائد الأسهم يختلف باختلاف طبيعة السوق والقطاع الاقتصادي والظروف المحيطة بالعملية، مما يستوجب على الشركات والمستثمرين دراسة مختلف الجوانب المالية والاستراتيجية قبل اتخاذ قرارات الاستحواذ. كما توصي الدراسة بضرورة تعزيز الشفافية والإفصاح في الأسواق المالية، والعمل على تحسين كفاءة السوق بما يسمح بتفاعل أكثر دقة وموضوعية مع المعلومات الجديدة.

وفي الأخير، تبقى عمليات الاستحواذ وسيلة مهمة لتحقيق النمو وخلق القيمة إذا ما تم توظيفها بطريقة مدروسة وفعالة، بينما تظل منهجية دراسة الحدث من أهم المناهج الكمية القادرة على تفسير وتحليل انعكاسات هذه العمليات على الأسواق المالية، الأمر الذي يمنحها أهمية كبيرة في مجال البحوث المالية والاقتصادية الحديثة.

وبناءً على ما سبق، خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات:

أهم نتائج الدراسة:

- تُعد منهجية دراسة الحدث أداة فعالة في قياس أثر الإعلانات المالية على أسعار الأسهم، حيث تسمح بعزل الأثر الحقيقي للحدث عن باقي العوامل السوقية .

- أظهرت النتائج وجود عوائد غير عادية (Abnormal Returns) خلال فترة الحدث، مما يدل على تفاعل السوق مع إعلان الاستحواذ .
- تبين أن متوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAR) كان ذا دلالة إحصائية، وهو ما يعكس وجود تأثير ملموس لعمليات الاستحواذ على قيمة الشركات في المدى القصير .
- تشير النتائج إلى أن استجابة السوق قد تكون سلبية أو إيجابية حسب تقييم المستثمرين لجدوى عملية الاستحواذ .
- تدعم الدراسة فرضية الكفاءة شبه القوية للسوق، حيث يتم استيعاب المعلومات الجديدة بسرعة نسبياً في أسعار الأسهم .

التوصيات:

- ضرورة اعتماد المستثمرين على التحليل الكمي، خاصة منهجية دراسة الحدث، لاتخاذ قرارات استثمارية مبنية على أسس علمية .
- تعزيز شفافية الإفصاح المالي من قبل الشركات عند الإعلان عن عمليات الاستحواذ لتقليل حالة عدم اليقين في السوق .
- توجيه الشركات إلى دراسة الأثر المتوقع لعمليات الاستحواذ قبل تنفيذها، خاصة من حيث انعكاسها على قيمة الشركة وثقة المستثمرين .
- تشجيع الباحثين على توسيع نطاق الدراسات المستقبلية لتشمل عينات أكبر وفترات زمنية أطول، مع استخدام نماذج أكثر تطوراً.

قائمة المراجع:

I. المذكرات والرسائل الجامعية

1. عباس نورالهدى. (2021/2020). مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر بعنوان: "أثر عمليات اندماج واستحواذ المؤسسات على الاقتصاد: دراسة حالة مجمع سيفيتال وشركة Holsim–Lafarge". جامعة عبد الحميد ابن باديس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مستغانم .
2. عاطي مارية السبع راشدة. (2020). أثر آليتي الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي لمؤسستي الدار العقارية والواحة كابيتال. جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة .
3. غندير أيمن، م. ق. (2023). تأثير الاستحواذ والتوسع على الأداء المالي للمؤسسة: دراسة حالة استحواذ شركة أرامكو السعودية على شركة سابك خلال الفترة 2017–2023. جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي، قسم العلوم المالية والمحاسبة، الجزائر .
4. زغي محمد علي واده عبد الرحمن. (2023). أثر آلية الاستحواذ والاندماج على الأداء المالي للشركات: دراسة حالة شركتي فودافون وأمريكانا دوليرز خلال فترة 2010–2017. جامعة قاصدي مرباح ورقلة، قسم العلوم المالية والمحاسبة، ورقلة .

II. المقالات والمجلات العلمية العربية

5. أ. نايف معاشي المطيري. (سبتمبر 2021). الاستحواذ وأثره على إدارة الشركة المستهدفة. مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة التاسعة، العدد 4 .
6. أ. عبير المجيد هريش صالح الزهراني، ود. حميدة محمد عبد. (2023). أثر آليات حوكمة الشركات على العلاقة بين التخطيط الضريبي وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية .
7. أ.أ.د علي فوزي إبراهيم الموسوي وطالبة الدكتوراه. (2019). مفهوم الاستحواذ وأنواعه وتمييزه من غيره من النظم المشابهة. مجلة العلوم القانونية، كلية القانون – جامعة بغداد، العدد الخاص الخامس .
8. الوهبي عبدالسلام محسن. (2022). الاستحواذ على الشركات. المجلة العربية للنشر العلمي، العدد 48 .
9. د. زغيب مليكة. (2009). علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية: دراسة نظرية تحليلية. مجلة العلوم الإنسانية – بحوث اقتصادية .
10. د. سعاد متولي السيد محمد. (2025). أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين ممارسات اتخاذ القرارات الاستثمارية. مجلة البحوث المالية والتجارية .
11. د. هبة رزق عبدالعاطي محمد. (2024). الدور الوسيط للأداء المالي في العلاقة بين التحول الرقمي وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية في بيئة الأعمال المصرية. مجلة جامعة الصالحية الجديدة للعلوم الإدارية والاقتصادية .

12. م.م صبا أحمد عبدل. (2025). دور الإفصاح عن معلومات التقارير المتكاملة في قيمة الشركة وانعكاسه على القرارات. خزائن للعلوم الاقتصادية والإدارية .

13. متولي ضياء محمد صلاح الدين. (2025). العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: دراسة اختيارية على الشركات المساهمة المصرية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية .

14. موهون صفية. (بلا تاريخ). كفاءة الإدارة المالية في تحقيق النمو للمؤسسة. مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية – دراسات اقتصادية .

15. مولفرعة نعيمة. (2023). عمليات وآثار الاستحواذ والاندماج على إدارة الشركات. مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 01.

III. الجرائد الرسمية والقرارات والقوانين

16. الجمهورية الجزائرية. (2026). الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. الجزائر: الأمانة العامة للحكومة .

17. قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (2) لسنة 2014 بإصدار نظام الاندماج والاستحواذ. (2014). هيئة قطر للأسواق المالية، قطر .

IV. الكتب والتقارير

18. معهد الدراسات المصرفية. (2013). استحواذ الشركات. الكويت: معهد الدراسات المصرفية .

V. المراجع الدينية

19. القرآن الكريم، سورة المجادلة، الآية 18 .

VI. المراجع الأجنبية:

20. A. Craig Mackinlay. (1997). Event Studies in Economics and Finance. Journal of Economic Literature.

21. A. J. Emanuel, I. O. Daniel, & A. A. Adeyinka. (2015). Mergers and Acquisition: The Solution to the Problem of Ineffective Financial Intermediation in the Nigerian Banking System. Journal of Research in Business, Economics and Management (JRBEM).

22. Birutė, A. (2021). Event Study Based Analysis of Mergers and Acquisitions in Eastern European Countries. Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration.

23. Boufama Omar. (2013). La méthodologie d'étude d'événement : Une méthode et des outils à s'approprier en finance. Revue des Sciences Humaines – Université Mohamed Khider Biskra, No.29.

24. Elena Ochirova. (2019). Literature Review of Mergers and Acquisitions with the Aim to Obtain Technology and Knowledge. Journal of Corporate Finance Research.

25. Işıl Sevilay Yılmaz. (2016). Literature on Merger Motives and Additional Considerations in Cross-Border Mergers. International Journal of Economics, Commerce and Management.

26. Jena, T. (2025). Mergers and Acquisitions in India's Steel Sector: Evaluating. International Journal of Research and Scientific Innovation (IJRSI).

27. K. Armstrong, C. Drnevich, P. Schijven, & M. Irwin. (2025). The Motives for Mergers and Acquisitions and Their Implications for Research and Practice. Strategic Management Review.

28. Lei Zhu. (2024). Merger Performance Analysis Based on Event Study Methodology. Accounting and Corporate Management.