



سلوك أسعار الأسهم خلال اندماج الشركات الأجنبية مع شركات ناشئة في منطقة MENA *Stocks prices behavior during merger of foreign companies with startups in the MENA region*

سعيدى نبيل*

مخبر ECOFIMA، جامعة 20 أوت 1955

سكيكدة، الجزائر

na.saidi@univ-skikda.dz

تاريخ النشر: 2024/12/14

تاريخ القبول: 2024/12/04

تاريخ الإرسال: 2024/10/01

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تحري تأثير الإعلان عن عمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود على أسعار أسهم الشركات الأجنبية نتيجة إستهدافها للشركات الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث تم فحص أسعار أسهم أربعة شركات مدرجة في البورصة، والتي كانت الطرف الدامج أو المستحوذ في كبرى الصفقات في المنطقة، وهذا بإستخدام منهجية دراسة الحدث. خلصت الدراسة إلى تسجيل نتائج مختلطة، حيث كان تأثير الإعلان عن تلك الصفقات إيجابى بالنسبة لأسعار أسهم شركتين، بينما كان التأثير سلبياً بالنسبة لأسعار أسهم الشركتين الأخريين. الكلمات المفتاحية: عمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود؛ شركات ناشئة؛ أسعار أسهم؛ بورصة؛ منهجية دراسة الحدث.

Abstract :

This study aimed to investigate the impact of cross-border merger and acquisition announcements on the stock prices of foreign companies targeting startups in the Middle East and North Africa region. The stock prices of four listed companies that were the merging or acquiring party in major deals in the region were examined using the event study methodology.

The study concluded with mixed results, as the impact of the announcement of these deals was positive for the stock prices of two companies, while the impact was negative for the stock prices of other two companies.

Key Words: Cross-border merger and acquisition; startups; stock prices; stock exchange; event study methodology.

JEL Classification: G34; M13; G14.

*مرسل المقال: سعيدى نبيل (na.saidi@univ-skikda.dz)

المقدمة:

يشهد عالم الأعمال تحولات هائلة بفعل العولمة الاقتصادية، حيث أصبحت عمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود ظاهرة لا تغفل في تحقيق النمو والإستدامة وتشكيل ملامح الساحة التجارية العالمية، إذ تمكن الشركات من تحقيق توجه إستراتيجي يفتح لها أفقاً جديدة للتوسع وإستكشاف فرصاً في السوق العالمي، يعتمد النجاح في هذا السياق على الفهم الجيد للتحديات الثقافية والقانونية والإقتصادية التي تعترض الطريق، وعلى كيفية تحقيق التكامل الفعال بين الكيانات المجمعة، ومع تزايد التكنولوجيا وسرعة إنتقال المعلومات أصبحت هذه العمليات أقل تعقيداً وأكثر قدرة على التطبيق فوق أرض الواقع.

في عالم الأعمال المعاصر، تشكل الشركات الناشئة نهجاً منيراً للإبتكار ويعزز التنمية الاقتصادية، فهذه الكيانات تنشأ على أرض الريادة والإبداع وتحمل على عاتقها روح التحدي والجدارة بالتكيف مع المتغيرات السريعة في السوق، إذ يشكل تأثير هذه الشركات أساساً قوياً في تطوير الإقتصاد الوطني وحتى العالمي، حيث تعد مصدراً للفرص وأداة قوية للتغيير.

لم تعد عمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود تقتصر فقط على إستهداف الشركات التي لها تاريخ ليس بالقصير في بيئة معينة وكذلك مكانة متقدمة في سوق معين، وإنما أصبحت كذلك الشركات تتسابق إلى إستهداف شركات ناشئة في أول الطريق خلال رحلتها في عالم الأعمال.

تشهد منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا نمواً ملحوظاً في مجال ريادة الأعمال، الأمر الذي جذب أنظار كبرى الشركات الأجنبية، و شجعها على إستهدافها خلال عمليات الاندماج والاستحواذ في الآونة الأخيرة، ومن هذا المنطلق تهدف هذه الدراسة إلى تحري سلوك أسعار أسهم الشركات الأجنبية عند إعلانها عن صفقات الاندماج والاستحواذ بينها وبين الشركات الناشئة في هذه المنطقة، وبناءً على هذا يمكن صياغة إشكالية الدراسة في السؤال الرئيسي التالي: ما هي ردود فعل أسعار أسهم الشركات الأجنبية خلال الإعلان عن عمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود والمستهدفة للشركات الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؟

ينبثق من هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يحقق مساهمي الشركات الأجنبية عوائد غير إعتيادية موجبة أو سالبة ذات دلالة إحصائية خلال أو حول يوم الإعلان عن صفقات الاندماج والاستحواذ المستهدفة للشركات الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أم لا ؟

- هل يحقق مساهمي هذه الشركات عوائد غير إعتيادية تراكمية تختلف عن الصفر حول يوم الإعلان ؟

فرضيات الدراسة: للإجابة على التساؤلات الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يحقق مساهمي الشركات الأجنبية عوائد غير إعتيادية موجبة أو سالبة ذات دلالة إحصائية خلال أو حول يوم الإعلان عن صفقات الاندماج والاستحواذ المستهدفة للشركات الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.



- يحقق مساهمي هذه الشركات عوائد غير إعتيادية تراكمية ذات تختلف عن الصفر حول يوم الإعلان ؟
- أهمية الدراسة:** تستمد الدراسة أهميتها من أهمية موضوع تطور الشركات الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، والإستهداف الأجنبي لهذه الشركات، ومن خلال تحري سلوك أسعار أسهم الشركات الأجنبية الدامجة أو المستحوذة يمكن التنبؤ بأداء هذه الأسهم في المستقبل، ومنه محاولة التنبؤ بمستقبل هذه العمليات في هذه المنطقة.
- أهداف الدراسة:** تهدف الدراسة إلى تسليط الضوء على الأسس النظرية لكل من عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود وكذلك المؤسسات الناشئة، بالإضافة إلى تحري تأثير الإعلان عن هذه العمليات على أداء أسهم الشركات الأجنبية المستهدفة لمؤسسات ناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
- منهج الدراسة:** من أجل تحقيق غايات الدراسة تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال وصف عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود من جهة، والمؤسسات الناشئة من جهة أخرى، وكذلك تحليل كل من تطور أسعار أسهم الشركات الدامجة أو المستحوذة وعوائدها، بالإضافة إلى إستخدام الأساليب الكمية في القياس بالإعتماد على برنامجي Excel و Eviews وهذا بغرض الحصول على نتائج دقيقة، كما تم الإستعانة ببرنامج Excel لإنشاء مختلف الرسوم البيانية التي تم إستخدامها في التفسير.
- هيكل الدراسة:** للإجابة على إشكالية الدراسة وأسئلتها الفرعية تم تقسيم هذه الأخيرة إلى ثلاث محاور رئيسية:
 - الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود.
 - الإطار النظري للمؤسسات الناشئة.
 - الإطار التطبيقي للدراسة، والذي يخص عدد من عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود والمستهدفة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

I. الأسس النظرية لعمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود:

برزت عمليات الإندماج والإستحواذ إلى الساحة العالمية كمفهوم خلال مطلع الألفية الجديدة، حيث أدى فتح الأسواق العالمية بفعل العولمة، وإنخفاض حالة عدم التأكد التي كانت سائدة إلى زيادة سعي الشركات للتوسع خارج نطاق حدودها الجغرافية، والبحث عن فرص في أسواق تنتمي إلى بيئات مختلفة.

1. مفهوم عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود:

هي عملية يتم من خلالها تجميع عمليات وممتلكات شركتين تنتميان إلى دولتين مختلفتين، بهدف تأسيس كيان قانوني جديد، حيث تختفي الشركة المستهدفة نهائياً عن الوجود ككيان مستقل، ويمكن تنفيذ الصفقة من خلال شراء الأسهم أو مبادلتها، أو شراء كل أو جزء من الأصول، فخلال عمليات الإستحواذ العابرة للحدود تنتقل السيطرة على الأصول والأعمال من الشركة المحلية إلى الشركة الأجنبية، وهذا بخلاف عمليات الإندماج العابرة للحدود، و التي تتحمل الشركة الدامجة (المقتنية) جميع أصول والتزامات الشركة المندمجة (Chen & Findlay, 2002, p. 3).



تعتبر عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود أدوات إستراتيجية هامة وفعالة للتوسع دولياً، إذ تختلف الإستراتيجيتين عن بعضهما بالرغم من التشابه في طبيعتهما، فالاندماج عبر الحدود يتمثل في عقد صفقة يتم من خلالها موافقة شركتين تعملان في بلدين مختلفين على الاندماج وفق أساس متساوي نسبياً، والعمل ككيان واحد، في حين يعتبر الاستحواذ عبر الحدود صفقة تقوم من خلالها شركة ما بشراء كل أو حصة من أسهم شركة موجودة في بلد آخر، بحيث يمكنها السيطرة عليها، وبذلك تصبح الشركة المستهدفة وحدة أعمال تابعة للشركة المستحوذة (Hitt, Harrison, & Duane Ireland, 2001, p. 146)

2. دوافع عمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود:

تتعدد الأسباب التي تدفع الشركات إلى إستهداف شركات خارج نطاقها الجغرافي بغرض الاندماج معها أو الاستحواذ عليها، بدل إختيار شركات أخرى تنشط ضمن نفس حدودها الجغرافية، أو إختيارها التوسع الذاتي بدل التورط في عمليات الاندماج والاستحواذ من الأساس، وتتمثل أهم هذه الدوافع في ما يلي:

1.2. التآزر:

لقد تم اشتقاق مصطلح التآزر من الكلمة اليونانية Synergos، و التي تم ترجمتها إلى "العمل معاً"، حيث تم تقديم هذا المصطلح لأول مرة في أدب الأعمال من قبل أنسوف في كتابه "إستراتيجية الشركة" عام 1965، وبعد ذلك بعقدين من الزمن، تم إنشاء النقاش حول التأثيرات التآزرية من قبل بوتر عام 1985 في كتابه "الميزة التنافسية" (George Marian, 2017, p. 494).

إن عملية تجميع شركتين أو أكثر خلال عمليات الاندماج والاستحواذ يؤدي إلى تحقيق منافع كبيرة، وإستغلال أمثل للموارد، وبالتالي تحقيق مكاسب أكبر، إن أهم ما يبرر هذه الإستراتيجية هو الوفرة، و التي يتم التعبير عنها بالمعادلة $5=2+2$ ، وهذا يعني أن القيمة الإجمالية للشركة الناتجة عن عمليات الاندماج والاستحواذ أكبر من مجموع قيم كل من الشركتين بشكل منفرد (محمد نجم، 2012، صفحة 178).

يتخذ التآزر شكلين، التآزر التشغيلي والتآزر المالي، يتمثل التآزر التشغيلي في وفورات الحجم، والتي يمكن أن تحدث في أقسام التمويل والإنتاج والتسويق، إذ غالباً ما يتم الربط بين عمليات الاندماج والاستحواذ وعمليات تقليل التكاليف بسبب هذه الوفورات، والتي ينتج عنها في الأخير زيادة في الأرباح، كما أن إستبعاد الوحدات ذات الكفاءة المنخفضة على مستوى هذه الأقسام من شأنه أن يحسن من الأداء العام للشركات، بالإضافة إلى ذلك ينجم عن عمليات الاندماج والاستحواذ تكامل للموارد، حيث يمكن تحقيق مكاسب من خلال الجمع بين شركتين متخصصتين في مجالين مختلفين، فالجمع بين الخبرات من شأنه أن يفيد كل شركة من خلال تعويض ما تفتقر إليه بشكل فردي، أما التآزر المالي فيتمثل في زيادة المرونة المالية من خلال التخفيض في تكاليف التمويل وتكلفة المعاملات، مما يدعم الهيكل المالي ويزيد القدرة الإئتمانية للشركات، كذلك يؤدي إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالشركة مما يجذب المستثمرين أكثر للمساهمة في رأس مال الشركة (Al Qudaiby & Muhammad K., 2014, pp. 07-08).



2.2. سرعة الدخول للأسواق الأجنبية:

تسمح إستراتيجيتي الإندماج والإستحواذ عبر الحدود الشركات بالوصول الفوري إلى شبكات الموردين المحلية، وقنوات التسويق والتوزيع وغيرها من المهارات في أسواق مختلفة، كما تعتبر هاتين الإستراتيجيتين أسرع وسيلة لإختراق الأسواق الدولية، إذا ما قورنت بالإستثمار في مشاريع مشتركة، أو في مجالات جديدة (Ahhammad & Glaister, 2010, p. 03).

3.2. الابتكار:

لقد أصبح الابتكار عاملاً متزايد الأهمية كمصدر لخلق القيمة في عديد الصناعات، وهذا راجع للتغير التكنولوجي المستمر والسريع، وكذلك زيادة الكثافة المعرفية في الصناعات، مما إستوجب ضرورة إيجاد حلول جديدة بشكل سريع، وهذا ما دفع الشركات إلى الإنخراط في عمليات الإندماج والإستحواذ كإستراتيجية بديلة للحصول على إبتكارات جاهزة، أو من أجل تكامل المعرفة لخلق إبتكارات جديدة على وجه السرعة، كل هذا من أجل بناء ميزة تنافسية جديدة، أو الحفاظ على ميزة سبق الحصول عليها (Hitt, et al., 2009, pp. 07-08).

3.2. التنويع:

يعتبر التنويع كإستراتيجية، أحد أهم الدوافع لعمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود، فمن خلالها تتمكن الشركات من بيع منتجات جديدة في أسواق جديدة كلياً، وهذا يعني أن نشاط الشركات المستهدفة والمقتنية لا تربطهما أي علاقة، إذ يعد تنويع السوق الجغرافي مصدراً مهماً للقيمة خلال هذه العمليات، لأن ذلك مرتبط بفروق أسعار الصرف، وما يمنحه النطاق الدولي من قوة سوقية، وإمكانية المراجعة في الأنظمة الضريبية، كذلك يعتبر تنويع المحافظ الإستثمارية عبر البلدان وسيلة للتقليل من تقلبات الأرباح وتعزيز فرص المستثمرين في تحقيق عائدات (Ahhammad & Glaister, 2010, p. 05).

3. تحديات عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود:

تلازم عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود مجموعة من التحديات نذكرها في ما يلي (Yılmaz, 2016, pp. 192-194):

1.3. المسافة الثقافية والمادية بين الدول مقدمة العروض والدول المستهدفة:

تلعب الجغرافيا دوراً هاماً في عمليات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود، فكلما كانت المسافة بين البلدين كبيرة كلما زادت المنافسة للحصول على أهداف خارجية، مما يؤدي بدوره لحدوث الزيادة في العلاوات الممنوحة، كما أنه كلما إتسعت الفجوة الثقافية بين الهدف ومقدم العرض زاد توجه هذا الأخير نحو الإستثمار في بناء مرافق جديدة في بلده الأصلي، وكانت المنافسة أقل، وبالتالي حدوث إنخفاض في العلاوات الممنوحة.

2.3. هياكل حوكمة الشركات في الدول مقدمة العروض والدول المستهدفة:

لقد تم توثيق علاوات ممنوحة أعلى في البلدان التي تتسم بحماية أكبر للمساهمين، فهذه العلاوات ترتبط سلباً بدرجة الفساد في البلدان المستهدفة، وهذا طبعاً بعد التحكم في الاختلافات في الأنظمة القانونية والإستقرار

السياسي ومعايير الإفصاح المالي، كذلك تؤدي المعايير المحاسبية والزيادة في حماية المساهمين في بلد مقدم العروض إلى الإرتفاع في علاوات الهدف مقارنة بعمليات الاندماج والاستحواذ المحلية.

3.3. سلوك أسعار الصرف:

قد تصبح الشركة المستحوذة أكثر استعداداً لدفع علاوة أكبر عند إرتفاع قيمة عملة بلدها عن قيمة عملة بلد الشركة المستهدفة، وهذا بهدف تجنب المنافسة على الصفقة.

4.3. البيئة السياسية والقانونية للدول مقدمة العروض والدول المستهدفة:

يرى باحثون أنه يمكن أن تنحاز اللوائح والتدخلات السياسية لصالح مقدمي العروض المحليين ضد الأجانب في صفقات الاندماج والاستحواذ، وخاصة فيما يخص المبيعات الضخمة في البلدان المستهدفة، إذ يجادلون على أن ردود فعل الحكومات القومية والمتمثلة في التدخل السياسي في الإقتصاد بشكل عام وسياسة الحماية الإقتصادية بشكل خاص لها آثار إقتصادية على صفقات الاندماج والاستحواذ.

II. الإطار النظري للشركات الناشئة:

أصبح مصطلح الشركات الناشئة مصطلح يتكرر صداه كثيراً في السنوات الأخيرة وهذا بالتزامن مع تزايد أهمية الشركات الناشئة يوماً بعد يوم لما تقدمه لإقتصاد الدول، وكذلك لما تساهم به في زيادة رفاهية المجتمع.

1. تعريف الشركات الناشئة:

تم تعريف الشركات الناشئة على أنها الشركات حديثة النشأة، مبتكرة، مع عمر خدمة يمتد إلى عامين وتضم 10 موظفين كحد أقصى (Herte, 2017, p. 57)

كما تم تعريفها على أنها شركات في أولى مراحلها، يعتمد نموذج أعمالها على الابتكار والتكنولوجيا، تتمثل سماتها الرئيسية في البحث المتواصل عن طرق فعالة لتوسيع نطاق هذا النموذج من خلال تطوير حلول إبتكارية بالدرجة الأولى، مع الحرص على تخفيض الإنفاق على الموارد المالية والبشرية (Krejci, Strielkowski, & Cabelkova, 2015, p. 304).

وتم تعريفها أيضاً على أنها شركات يتوقع منها بشكل كبير أن تحقق النمو، نظراً لإستخدامها التكنولوجيا بشكل مكثف في بنائها وتطويرها، و تهدف بشكل رئيسي إلى الإبتكار في منتجاتها وخدماتها (Hernández & González, 2017, p. 72).

2. دورة حياة الشركات الناشئة:

قد يختلف تسلسل المراحل والأنشطة باختلاف الشركات الناشئة، لكن يمكن تقديم منظور شمولي لدورة حياة مثلى للشركات الناشئة وفق المراحل التالية (Salamzadeh & Kawamorita, 2015, pp. 05-06):

1.2. المرحلة التمهيديّة:

خلال هذه المرحلة، وفي ظل عدم كفاية المال لتجسيد رائد الأعمال فكرته، فهو يشق طريقه بماله الخاص ومن خلال الإعتماد على مجهوده الفردي، ومحاوله إقناع أفراد عائلته والأصدقاء بالإستثمار في فكرة مشروعه الجديد، والذي يتسم في هذه المرحلة المبكرة بعدم اليقين ونسبة المخاطر المرتفعة، ولا يمكن إستبعاد وجود مستثمرين كرماء في هذه المرحلة والذين يطلق عليهم لقب الملائكة.

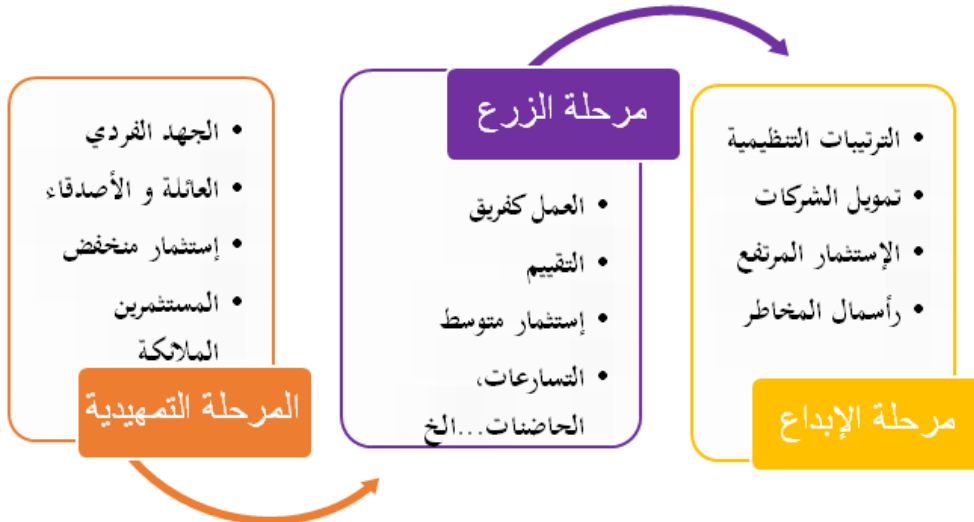
2.2. مرحلة الزرع:

تتسم هذه المرحلة بتطوير النموذج الأولي ودخول السوق لأول مرة، وكذلك تقييم المشروع والعمل كفريق واحد، بالإضافة إلى البحث عن الدعم الخارجي، مثل حاضنات الأعمال والمسرعات، وكذلك الإستثمارات المتوسطة لدفع الشركة نحو النمو، ويرتبط نجاح الشركة في هذه المرحلة بحصولها على آليات دعم كافية.

3.2. مرحلة الإبداع:

تبدأ هذه المرحلة بعد دخول الشركة للسوق وبداية بيعها لمنتجاتها، وقيامها بعملية تشغيل الموظفين الأوائل، إذ يعتبر تمويل الشركات في هذه المرحلة هو التمويل الرئيسي، ويرى الكثير من الباحثين أن نهاية ريادة الأعمال مرتبطة بنهاية مرحلة الإبداع.

الشكل 01: "دورة حياة الشركات الناشئة"



المصدر: (Salamzadeh & Kawamorita, 2015, p. 05)

3. مصادر تمويل الشركات الناشئة:

تتعدد مصادر التمويل التي يمكن أن تلجأ إليها الشركات الناشئة في ظل إحتياجها الدائم للدعم المالي الخارجي، وهذا لعدم قدرتها على مواجهة كامل متطلباتها وعملياتها من مواردها الذاتية، تتمثل أهم هذه المصادر في ما يلي (Čalopa, Horvat, & Lalić, 2014, pp. 26–30):

1.3 . القروض البنكية:

يمكن طلب قروض من مؤسسة مصرفية أو أكثر، لكن معظم الشركات الناشئة تسعى إلى تجنب الحصول على قروض من البنوك نظراً للإجراءات المعقدة المرتبطة بالعملية، والتي يتم منحها وفق شروط إئتمانية للفرد وممتلكاته، فبالنظر إلى كون أغلبية رواد الأعمال لا يملكون عقارات، إذاً من الصعب عليهم الحصول على هذه القروض.

2.3. أفراد العائلة والأصدقاء:

يعتبر أفراد العائلة والأصدقاء الخط الأول من المستثمرين الذين يتم الإعتماد عليهم في أولى خطوات المشروع، و قبل اللجوء إلى مصادر خارجية، إذ يتميز هذا النوع من المستثمرين بالعاطفة الزائدة اتجاه المؤسس، بالرغم من تعدد البيانات التي تظهر أن نسبة كبيرة من الشركات الناشئة تتعرض للفشل خلال الثلاث سنوات الأولى، و مع ذلك يبقى الحصول على تمويل من هذا المصدر أمراً مهماً قبل اللجوء إلى كبار المستثمرين.

3.3. المستثمرين الملائكة:

يعمل هؤلاء المستثمرين على مساعدة رواد الأعمال من أجل تمكينهم من تحقيق أفكارهم من خلال مشاركة خبراتهم ومعارفهم، بالإضافة إلى مواردهم المالية، تتمثل القيمة الأكبر هؤلاء المستثمرين في ما يعرف بالتمويل الذكي، والذي يتضمن توفير الاتصالات، التجارب، الخبرات والمهارات، والتي تهدف في الغالب إلى تحقيق الربح وتشجيع النشاط التجاري لريادة الأعمال وخلق القيمة.

4.3. رأس مال المخاطر:

يمكن أن يأتي رأس مال المخاطر من الصناديق أو الشركات أو الأفراد، و هذا من أجل مساعدة الشركات الفردية على التطور، إذ يختلف هذا النوع من التمويل عن القروض المصرفية لأن الجهة المقرضة تسعى للحصول على جزء من الملكية في الشركة، بينما البنوك تقوم بالتمويل خلال فترة زمنية معينة وبمعدلات فائدة محددة، كما أن رأس مال المخاطر لا يتأثر بتدفقات النقد في الشركة، ولا يحتمل الشركة أية تكاليف، وهذا عكس القروض البنكية التي تثقل التدفقات النقدية للشركة.

4.3. المسرعات:

تعتبر المسرعات من أحدث مصادر تمويل الشركات الناشئة، إذ تقدم هذه الأخيرة الدعم المالي والتوجيه، وتعتبر فرصة أمام الشركات الناشئة التي ترغب في التعلم والنجاح.



III. الإطار التطبيقي للدراسة:

1. البيانات و المنهجية:

1.1. البيانات:

لقد برزت في الآونة الأخيرة صفقات إندماج وإستحواذ عابرة للحدود، والتي إستهدفت خلالها شركات أجنبية شركات ناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث تمثل أهم هذه الصفقات في ما يلي :

الجدول 01: "أهم صفقات الإندماج والإستحواذ العابرة للحدود المستهدفة للشركات الناشئة في منطقة

الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"

الشركة المستحوذة أو الدامجة	الرمز	البلد	الشركة المستهدفة	البلد	العملية
Queen's Gambit	GMBTU	الولايات المتحدة الأمريكية	SWVL سويلف	مصر	إندماج
Stillfront Group AB (publ)	SF.ST	السويد	Jawaker جواكر	الإمارات	إستحواذ
Zip	ZIP.AX	أستراليا	Spotii سبوتى	الإمارات	إستحواذ
Delivery Hero SE	DHER.DE	ألمانيا	Instashop إنستاشوب	الإمارات	إستحواذ
Reef Technology	غير مدرجة	الولايات المتحدة الأمريكية	Ikon أيكون	الإمارات	إستحواذ
Inspired Education	غير مدرجة	بريطانيا	Ostaz أستاذ	لبنان	إستحواذ
Bevy	غير مدرجة	الولايات المتحدة الأمريكية	Eventuss إيفينتوس	مصر	إستحواذ
Webedia Esports	غير مدرجة	فرنسا	Saudi Gamer سعودي قيمر	السعودية	إستحواذ
Helium Health	غير مدرجة	نيجيريا	Meddy ميدي	قطر	إستحواذ

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (aljazeera, 2021)

نظراً لعدم القدرة على تطبيق دراسة الحدث على الشركات الغير مدرجة في البورصة، فإنه قد تقرر فحص أسعار أسهم الشركات الأربعة المدرجة في البورصة الموضحة في الجدول 01، حيث تم جمع الأسعار التاريخية المختلفة لأسهم هذه الشركات من الموقع الإلكتروني finance.yahoo.com.

2.1. منهجية داسة الحدث:

تستخدم هذه المنهجية لتقييم أثر الإعلان عن أحداث معينة مثل الإندماج والإستحواذ على عوائد أسهم الشركات المتداولة علناً في البورصة، فبافتراض أن سوق رأس المال سوق كفوءة، فإن المعلومات الواردة للسوق متاحة للجميع، وبذلك سوف تنعكس فوراً على أسعار الأسهم.



- أ. نافذة الحدث: يتم الإشارة إلى يوم الحدث بـ "اليوم 0"، وهو التاريخ الذي تم خلاله الإعلان عن صفقة الإندماج أو الإستحواذ للعامة. لقد تم فحص العوائد لمدة 21 يوما لتحري الأثر، بواقع 10 أيام قبل يوم الإعلان، و 10 أيام بعد الإعلان، بالإضافة إلى اليوم 0، حيث تم إختيار نافذة حدث قصيرة للحصول على نتائج دقيقة، وهذا من خلال عزل أية أحداث أخرى من شأنها أن تؤثر على عوائد الأسهم.
- ب. فترة التقدير: فترة التقدير هي الفترة التي يتم من خلالها تقدير العوائد الإعتيادية وتكون قبل فترة الحدث، في هذه الدراسة تم إختيار فترة تقدير مدتها 240 يوم.
- ت. العوائد الغير إعتيادية: تتمثل العوائد الغير إعتيادية في العوائد المتوقع تحصيلها منقوص منها العوائد الفعلية، ويشار إليها بالمعادلة الرياضية الآتية:

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

حيث:

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

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

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

بالنسبة للعوائد الفعلية وعوائد السوق فيتم حسابها كما يلي:

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

حيث:

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

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

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

تم في هذه الدراسة إستخدام نموذج السوق، حيث تم تقدير العوائد المتوقع تحصيلها بالإعتماد على المعادلة التالية:

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

حيث:

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

α_i : معامل الحد الثابت ✓

β_i : معامل الميل ✓



✓ R_{mt} : عائد السوق خلال اليوم t

✓ ε_{it} : حد الخطأ

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

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

حيث:

✓ CAR_i العائد الغير إعتيادي التراكمي للسهم i

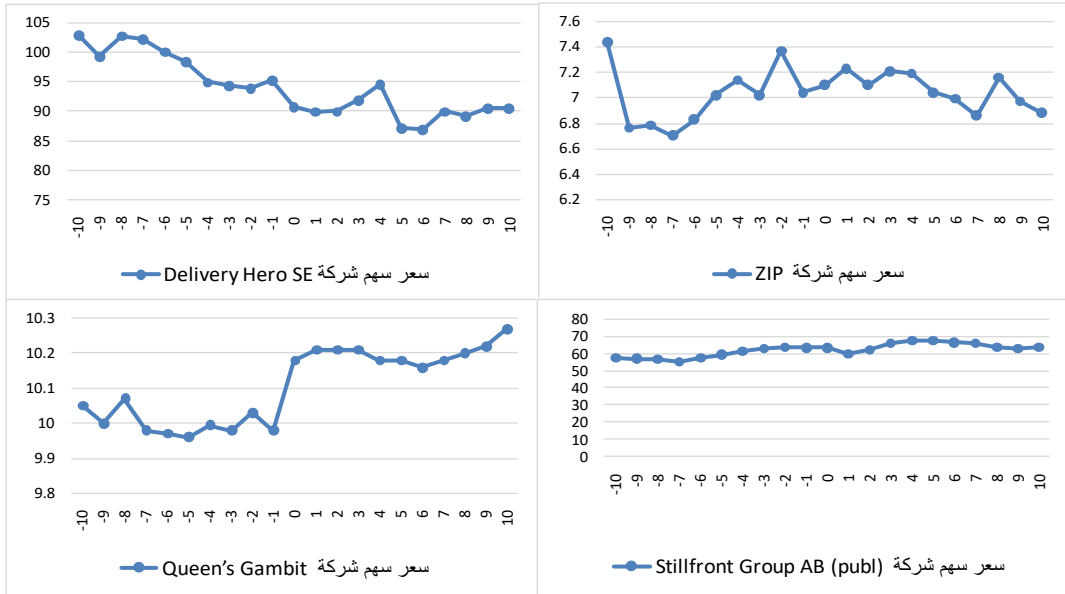
✓ AR_{it} العائد الغير إعتيادي للسهم i خلال اليوم t

2. التحليل والمناقشة:

1.2. أسعار الأسهم:

تظهر الأشكال التالية التأثير المحتمل لعمليات الاندماج والإستحواذ على أسعار أسهم الشركات خلال فترة الحدث.

الشكل 02: "أسعار أسهم الشركات خلال فترة الحدث"



المصدر: من إعداد الباحث بإستخدام برنامج Excel

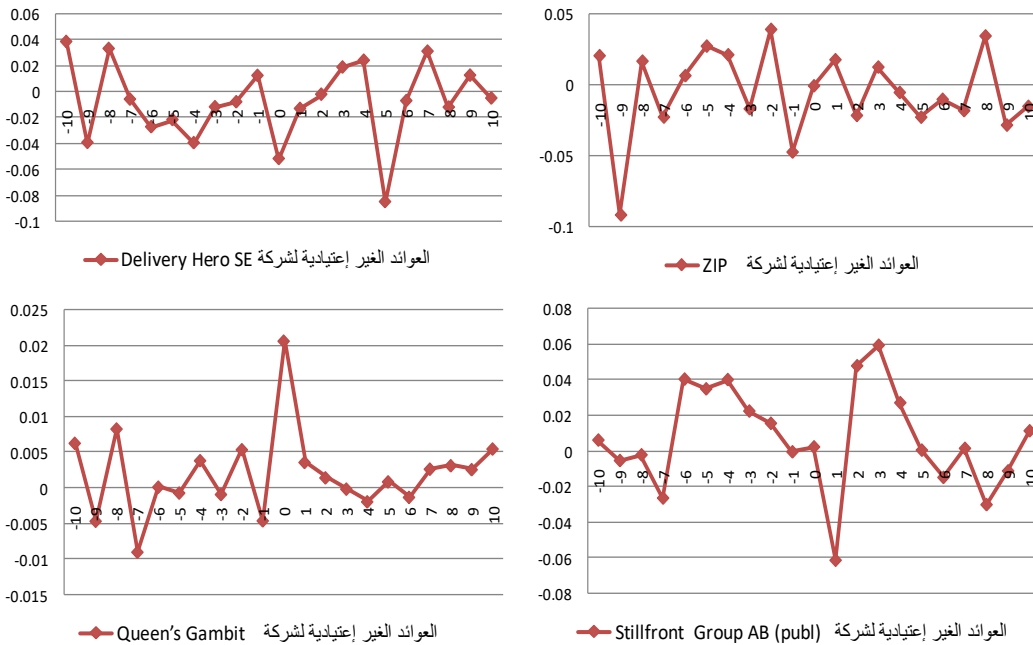
يبدو من خلال الشكل 02 أن سعر سهم شركة Queen's Gambit قد شهد رد فعل إيجابي اتجاه الإعلان عن عملية الاندماج، حيث حقق سعر سهم هذه الشركة إرتفاعاً كبيراً مباشرة خلال اليوم الذي تم فيه الإعلان عن الصفقة ولم يتراجع خلال كل أيام التداول اللاحقة ضمن نافذة الحدث، في المقابل نلاحظ أن سعر سهم شركة Stillfront Group AB قد شهد إستقراراً رغم الهبوط الطفيف خلال اليوم اللاحق لتاريخ



الإعلان عن عملية الإستحواذ، أما سعر سهم شركة Delivery Hero فقد شهد هبوطاً إستمر طيلة أغلب أيام نافذة الحدث، وفي الأخير شهد سعر سهم شركة Zip إنخفاضاً حاداً خلال اليوم الأول من نافذة الحدث، ثم شهد إرتفاعاً تدريجياً ليستقر بين سعر 7 دولار و 7.2 دولار خلال أغلب أيام نافذة الحدث.

2.2. العوائد الغير إعتيادية:

الشكل 03: "العوائد الغير إعتيادية خلال فترة الحدث"



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على البرامج E-views و Excel

خلال اليومين (9-) و (5) حقق مساهمي شركتي Zip و Delivery Hero SE على التوالي عوائد غير إعتيادية سالبة كبيرة، فيما كانت قيم هذه العوائد قريبة من الصفر ومتذبذبة بين القيم السالبة والموجبة خلال باقي أيام نافذة الحدث، أما شركة Stillfront Group AB فقد حقق مساهميها قيم عوائد غير إعتيادية كبيرة موجبة خلال الأيام من (6-) إلى (4-)، وكذلك خلال اليومين (2) و (3)، وعلى العكس فخلال اليوم (1) تم تحقيق قيم عوائد غير إعتيادية كبيرة سالبة، أما في ما يخص قيم العوائد الغير إعتيادية المحققة من قبل مساهمي شركة Queen's Gambit، فقد كانت هذه القيم متذبذبة نسبياً خلال الأيام السابقة ليوم الإعلان عن الإندماج، ثم شهدت إرتفاعاً حاداً خلال يوم الإعلان لتتراجع مباشرة خلال اليوم الموالي.



الجدول 02: "نتائج تحليل العوائد الغير إعتيادية للأسهم"

الأيام	العوائد الغير إعتيادية لشركة Delivery Hero SE	t-stat	العوائد الغير إعتيادية لشركة ZIP	t-stat	العوائد الغير إعتيادية لشركة Queen's Gambit	t-stat	العوائد الغير إعتيادية لشركة Stillfront Group AB	t-stat
-10	3.86%	1.34	2.07%	0.37	0.63%	0.85	0.62%	0.17
-9	-3.91%	-1.36	-9.14%	-1.62	-0.46%	-0.62	-0.52%	-0.15
-8	3.32%	1.15	1.69%	0.30	0.83%	1.11	-0.20%	-0.06
-7	-0.58%	-0.20	-2.25%	-0.40	-0.90%	-1.20	-2.62%	-0.73
-6	-2.70%	-0.94	0.66%	0.12	0.02%	0.02	4.04%	1.13
-5	-2.15%	-0.75	2.74%	0.49	-0.07%	-0.09	3.49%	0.97
-4	-3.93%	-1.36	2.13%	0.38	0.39%	0.52	4.01%	1.12
-3	-1.17%	-0.41	-1.67%	-0.30	-0.09%	-0.11	2.25%	0.63
-2	-0.78%	-0.27	3.92%	0.70	0.54%	0.73	1.56%	0.44
-1	1.24%	0.43	-4.71%	-0.84	-0.46%	-0.61	-0.04%	-0.01
0	-5.15%	-1.79	-0.05%	-0.01	2.07%	2.76**	0.24%	0.07
1	-1.30%	-0.45	1.78%	0.32	0.36%	0.49	-6.11%	-1.70
2	-0.20%	-0.07	-2.13%	-0.38	0.15%	0.20	4.79%	1.34
3	1.89%	0.66	1.27%	0.23	-0.01%	-0.01	5.94%	1.66
4	2.41%	0.84	-0.52%	-0.09	-0.19%	-0.25	2.72%	0.76
5	-8.47%	-2.94**	-2.26%	-0.40	0.09%	0.12	0.06%	0.02
6	-0.70%	-0.24	-1.00%	-0.18	-0.13%	-0.17	-1.47%	-0.41
7	3.11%	1.08	-1.80%	-0.32	0.27%	0.36	0.16%	0.04
8	-1.19%	-0.41	3.46%	0.61	0.32%	0.43	-3.00%	-0.84
9	1.27%	0.44	-2.82%	-0.50	0.26%	0.35	-1.10%	-0.31
10	-0.49%	-0.17	-1.50%	-0.27	0.55%	0.74	1.14%	0.32

**معنوية عند 5%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البرامج E-views و Excel

بعد إجراء تحليل لقيم العوائد الغير إعتيادية اليومية لأسهم الشركات خلال نافذة الحدث بهدف تحري ما إذا كانت هذه القيم ذات دلالة إحصائية أم لا، وهذا كما يوضحه الجدول رقم (2)، فالنتائج تشير إلى تحقيق مساهمي شركة Queen's Gambit لعوائد غير إعتيادية موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% خلال

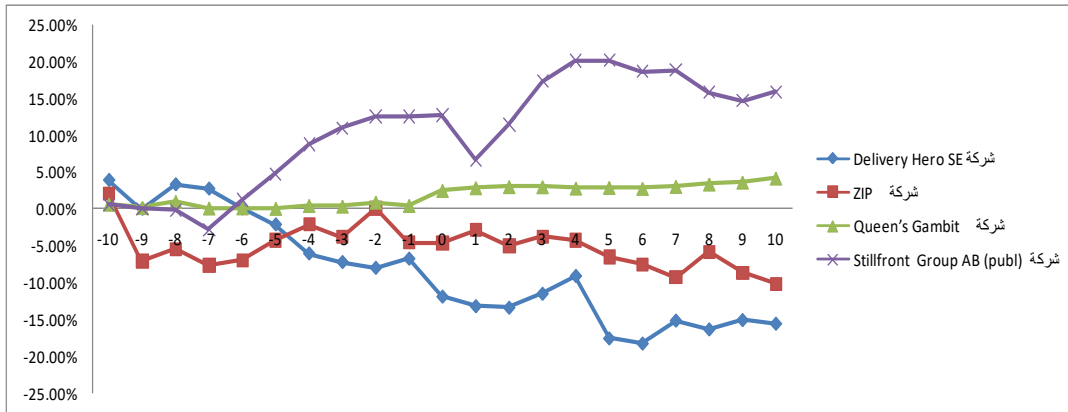


يوم الإعلان عن الإندماج، الأمر الذي يدل على أن الإعلان عن هذه الصفقة قد مثل خبراً جيداً بالنسبة للمستثمرين، حيث اعتبروا أن هذه الصفقة مربحة بالنسبة للشركة الداجمة، في حين حقق مساهمي شركة Delivery Hero SE عوائد غير إعتيادية سالبة القيمة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% خلال اليوم الخامس اللاحق ليوم الإعلان عن الإستحواذ، وهذا يدل على أن الإعلان عن هذه الصفقة مثل خبراً سيئاً للمستثمرين، حيث كانوا متشائمين من هذه الصفقة والتي لن تضيف أي قيمة لأسهمهم في المستقبل حسب رأيهم، أما مساهمي شركتي Zip و Stillfront Group AB فالعوائد الغير إعتيادية التي حققوها خلال نافذة الحدث بشكل فردي غير دالة إحصائياً.

3.2. العوائد الغير إعتيادية التراكمية:

يوضح الشكل 04 العوائد الغير إعتيادية التراكمية لكل شركة خلال نافذة الحدث:

الشكل 04: "العوائد الغير إعتيادية التراكمية لأسهم الشركات خلال فترة الحدث"



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على البرامج Excel و E-views

يتضح من خلال الشكل 4 أن شركة Stillfront Group AB قد حققت سعر سهمها عوائد غير إعتيادية تراكمية موجبة متزايدة على فترتين، الأولى من $t-10$ إلى $t+1$ ، والفترة الثانية من $t+1$ إلى $t+10$ ، مما يدل على أن سهم الشركة قد حقق عوائد غير إعتيادية تراكمية كبيرة بالرغم من عدم رصد أي عوائد غير إعتيادية ذات دلالة إحصائية خلال أيام فترة الحدث، كذلك سهم شركة Zip الذي حقق عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة بصورة متناقصة بالرغم من عدم رصد أي عوائد غير إعتيادية ذات دلالة إحصائية طيلة أيام فترة الحدث، ويتم تفسير ذلك على أن تأثير الإعلان كان موزعاً بشكل طفيف على أيام التداول، ولكن التأثير الإجمالي مازال ملحوظاً، حيث قد يكون المستثمرون قد إستجابوا للإعلان بشكل تدريجي على مدار نافذة الحدث بدلاً من إستجابة حادة في يوم واحد، وهذا يمكن أن يحدث إذا كان الحدث غامضاً، الأمر الذي يجعل السوق يحتاج وقتاً لهضم المعلومات الواردة بالكامل.

أما شركة Queen's Gambit فقد حقق مساهميها عوائد غير إعتيادية تراكمية ضئيلة قريبة من الصفر خلال الفترة الممتدة من اليوم -10 إلى اليوم -1، ثم تزايدت بعد ذلك في حدود 2.5% و 4% طيلة



الأيام اللاحقة، وهذا يدل على أن الأثر الإيجابي لعمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود على أداء سهم الشركة إستمر طيلة أيام نافذة الحدث، بالمقابل فقد حقق سهم شركة Delivery Hero SE عوائد غير إعتيادية تراكمية سالبة بشكل متناقص خلال أغلب أيام نافذة الحدث، وهذا يشير إلى أن الأثر السلبي لعمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود على أداء سهم الشركة قد إستمر طيلة أيام نافذة الحدث.

الخلاصة:

هدفت الدراسة الحالية إلى معرفة سلوك أسعار أسهم الشركات الأجنبية خلال الإعلان عن عمليات الاندماج والاستحواذ العابرة للحدود المستهدفة للشركات الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وبعد إتمام الجانب التطبيقي من الدراسة تم التوصل إلى النتائج التالية:

- كشفت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% للإعلان عن صفقات الاندماج والاستحواذ على سعر سهم شركة Queen's Gambit، هذا الأثر لم يكن مؤقتاً ولكن إستمر عدة أيام بعد الإعلان.
- بينت النتائج وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% للإعلان عن صفقات الاندماج والاستحواذ على سعر سهم شركة Delivery Hero SE، هذا الأثر لم يكن مؤقتاً ولكن إستمر هو الآخر عدة أيام بعد الإعلان.
- أوضحت النتائج بالمقابل عدم وجود أثر ملاحظ ذو دلالة إحصائية للإعلان عن صفقات الاندماج والاستحواذ على أسعار سهمي كل من Stillfront Group AB و Zip، وعلى الرغم من ذلك فإن النتيجة الإجمالية تشير إلى وجود تأثيراً عاماً ملحوظاً للإعلان عن صفقات الاندماج والاستحواذ على شركة Stillfront Group AB بشكل إيجابي، وشركة Zip بشكل سلبي.

في ضوء هذه النتائج، يمكن تقديم التوصيات التالية:

- تعزيز البيئة القانونية والتنظيمية لحماية مصالح الشركات الناشئة والمستثمرين الدوليين، الأمر الذي يساهم في تقليل المخاطر التي تواجه الشركات الصغيرة عند الانخراط في عمليات الاندماج والاستحواذ.
- تحسين الجاهزية الإستثمارية للشركات الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهذا من خلال تقديم خطط إستراتيجية مقنعة للنمو تكون أكثر جاذبية للشركات الأجنبية الراغبة في الاندماج والاستحواذ.
- تطوير الشراكات الإستراتيجية مع الشركات الأجنبية، وهذا من خلال تشكيل تحالفات تجارية والتعاون في مشاريع مشتركة، الأمر الذي يمكن الشركات الأجنبية من التعرف على إمكانات الشركة الناشئة بشكل أفضل وبالتالي تسهيل عمليات الاندماج والاستحواذ لاحقاً.
- على الشركات الناشئة في المنطقة التفكير في التوسع خارج الأسواق المحلية، وهذا يزيد من جاذبيتها أمام الشركات الأجنبية لإستهدافها في عمليات اندماج وإستحواذ.



- على الشركات الناشئة العمل على تحسين سمعتها الإعلامية وعلاقتها التجارية على المستوى الدولي، فالظهور والمشاركة في الفعاليات الدولية يزيد من فرص جذب إنتباه الشركات الأجنبية.
- على الشركات الناشئة التحضير مسبقاً لمرحلة ما بعد الاندماج والإستحواذ، وهذا بهدف إستمرار النجاح بعد تنفيذ هذه العمليات.

قائمة المراجع:

- Ahammad, M. F., & Glaister, K. (2010). Motives for Cross Border Mergers and Acquisitions: Perspective of UK firms. *International Corporate Finance eJournal*, 1-32.
- Al Qudaiby, B., & Muhammad K., R. (2014). financial synergy in mergers and acquisitions.Evidence from Saudi Arabia. *aestimatio, the ieb international journal of finance*, PP 2-19.
- Čalopa, M. K., Horvat, J., & Lalić, M. (2014). Analysis of Financing Sources for Start-up Companies. *Management*, 19(2), pp 19-44.
- Chen, C., & Findlay, C. (2002). A Review of Cross-border Mergers & Acquisitions in APEC. A report prepared by the Pacific Economic Cooperation Council (PECC).
- George Marian, A. (2017). Premises and Limitations in Defining and Measuring Synergy from M&As. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, XVII(2), PP 493-498.
- Hernández, C., & González, D. (2017). Study of the Start-Up Ecosystem in Lima, Peru: Analysis of Interorganizational Networks. *Journal of Technology Management & Innovation*, 12(01), pp 71-83.
- Herte, A. D. (2017). SMEs and Start-Ups. Importance and Support Policies in European Union and Romania. *Emerging Markets Economics and Business Contributions of Young Researchers* (pp. pp 56-60). Oradea.
- Hitt, M. A., Harrison, J. S., & Duane Ireland, R. (2001). *Mergers and acquisitions A Guide to Creating Value for Stakeholders*, Oxford University Press, Inc.
- Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). *Mergers and Acquisitions: Overcoming Pitfalls, Building Synergy, and Creating Value*. Management Faculty Research and Publications, pp 1-13.
- <https://finance.yahoo.com/>
- Krejci, M., Strielkowski, W., & Cabelkova, I. (2015). Factors that influence the success of small and medium enterprises in ICT: A case study from the Czech Republic. *Business: Theory and Practice*, 16(02), pp 304-315.
- Salamzadeh, A., & Kawamorita, H. (2015). Startup Companies: Life Cycle and Challenges. In A. Salamzadeh, & H. Kawamorita (Ed.), *4th International*



Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (pp. PP 1-11). Belgrade: Serbia.

- Yılmaz, I. S. (2016). Literature on Merger Motives and Additional Considerations in Cross-Border Mergers. International Journal of Economics, Commerce and Management, IV(12), pp 184-199.

• رغد محمد نجم. (2012). إنعكاس الاندماج و الإستحواذ في عوائد الأسهم و الأداء المالي -دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية-. مجلة العلوم الإقتصادية و الإدارية، 18(68)، 169-205.

- الجزيرة (2021). تاريخ الاسترداد (23 12 , 2023)، من

www.aljazeera.net/midan/miscellaneous/entrepreneurship/2021/12/1

2/أرقام-قياسية-أهم-صفقات-الاندماج