



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميللة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع : ...../2016

القسم: علوم التسيير

الميدان : العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص : مالية و بنوك

مذكرة بعنوان :

أثر عمليات الاندماج و الاستحواذ على تطور سوق الاوراق المالية

دراسة تحليلية لبورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص " مالية و بنوك "

إشراف الأستاذ(ة):

إعداد الطالب (ة) :

بلحاج طارق

سليمانى أشواق

لجنة المناقشة :

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي لميلة	ضيف روفية
مناقشا	المركز الجامعي لميلة	مشري فريد
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي لميلة	بلحاج طارق

السنة الجامعية: 2015/2016



## شكر و تقدير

إلهي لا يطيب الليل إلا بشركك و لا يطيب النهار إلا بطاعتك و لا تطيب اللحظات إلا بذكرك و لا تطيب الآخرة إلا بعفوك و لا تطيب الجنة إلا برويتك الله جل جلاله نحمده حمدا كثيرا على نعمه التي لا تعد و لا تحصى ،

و كل الشكر إلى من بلغ الرسالة و أدى الأمانة و نصح الأمة إلى نبي الرحمة و نور العالمين " سيدنا محمد صلى الله عليه و سلم " ،

و أتوجه بجزيل الشكر و العرفان للأستاذ الدكتور بلحاج طارق لتفضله بالإشراف على هذه المذكرة ، و لما قدمه لي من توجيه و نصح من أجل إخراج هذا العمل في أرقى صورة ،

و يشرفني أن أتقدم بخالص الاحترام و التقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة هذا العمل المتواضع و تحملهم عناء مراجعته إسهاما منهم في إثرائه بملاحظاتهم القيمة ،

و لا يفوتني أن أتقدم بأسمى آيات الشكر و التقدير و بكل وفاء و وافر الامتنان إلى جميع أساتذة معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير بالمركز الجامعي لميلة لتواضعهم و حسن معاملتهم متمنية لهم كامل التوفيق في مشوارهم المهني ،  
و الشكر و العرفان إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل .

## الإهداء

أهدي ثمرة جهدي التي طالما تمنيت إهدائها و تقديمها في أحلى طبق :

إلى التي حملتني وهنا على وهن

إلى من رعتني بعاطفتها و سمعت طرب الليل من أجلي

إلى أول كلمة نطقت بها شففتني

" أمي الحبيبة " .

إلى الذي أحمل اسمه بشرف الذي عمل فقاسى حتى وصلت إلى هدفي

إلى المصباح الذي لم يبخل إمدادي بالنور

إلى الذي علمني سلوكه خالصا أعتز بها في حياتي

" والدي العزيز "

## فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	البسمة
ب	الشكر والتقدير
ج	الإهداء
د- هـ	فهرس المحتويات
و- ز	قائمة الأشكال
ح	قائمة الجداول
ط	الملخص بالعربية
ي	الملخص بالإنجليزية
<b>6-2</b>	<b>الفصل الأول: الإطار العام للدراسة</b>
2	1-1 تمهيد
3	2-1 إشكالية الدراسة
5	3-1 أهداف الدراسة
5	4-1 أهمية الدراسة
5	5-1 أسباب إختيار الموضوع
6	6-1 صعوبات البحث
<b>90-8</b>	<b>الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة والدراسات السابقة</b>
8	1-2 عمليات الإندماج والإستحواذ
8	1-1-2 ماهية الإندماج والإستحواذ
14	2-1-2 دوافع أو نظريات الإندماج والإستحواذ
22	3-1-2 آثار عمليات الإندماج والإستحواذ
36	4-1-2 النظريات المفسرة لموجات الإندماج والإستحواذ
39	5-1-2 موجات الإندماج والإستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية
60	2-2 مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
61	1-2-2 ماهية سوق الأوراق المالية
69	2-2-2 وظائف سوق الأوراق المالية
71	3-2-2 العوامل المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية

75	4-2-2 كفاءة سوق الأوراق المالية
79	5-2-2 مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
87	3-2 الدراسات السابقة
<b>97-92</b>	<b>الفصل الثالث: منهجية الدراسة</b>
92	1-3 منهج الدراسة
92	2-3 مجتمع الدراسة
95	3-3 متغيرات الدراسة ونموذج الدراسة
97	4-3 الأساليب الإحصائية ووسائل جمع البيانات
97	1-4-3 الأساليب الإحصائية
97	2-4-3 وسائل جمع البيانات
<b>123-99</b>	<b>الفصل الرابع: عرض وتحليل البيانات وإختبار الفرضيات</b>
99	1-4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
99	1-1-4 تطور المتغير المستقل
100	2-1-4 تطور المتغيرات التابعة
109	2-4 إختبار الفرضيات
110	1-2-4 إختبار الفرضية الفرعية الأولى
113	2-2-4 إختبار الفرضية الفرعية الثانية
118	3-2-4 إختبار الفرضية الفرعية الثالثة
121	4-2-4 إختبار الفرضية الفرعية الرابعة
<b>129-125</b>	<b>الفصل الخامس: النتائج والتوصيات</b>
125	1-5 النتائج
128	2-5 التوصيات
<b>137-131</b>	<b>المراجع والملاحق</b>
133-131	المراجع باللغة العربية
135-134	المراجع باللغة الأجنبية
136	ملحق رقم (01) عدد عمليات الإدماج والإستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية (1990-2002).
137	ملحق رقم (02) تطور مؤشرات بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002

## فهرس الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
(1)	الإندماج من خلال تبادل الأسهم	25
(2)	الإندماج عن طريق الإمتصاص	26
(3)	الإندماج عن طريق خلق كيان جديد	31
(4)	الموجة الأولى 1895-1904	40
(5)	أنواع الإندماج في الموجة الأولى	41
(6)	موجة الإندماج الرابعة في الو.م.أ 1908-1980 من حيث العدد	47
(7)	موجة الإندماج الرابعة في الو.م.أ 1908-1980 من حيث القيمة	48
(8)	موجة الإندماج والإستحواذ الخامسة في الو.م.أ	51
(9)	موجة الإندماج والإستحواذ الخامسة في الو.م.أ 1990-2000 عددا وقيمة	52
(10)	عدد وحجم صفقات الإندماج والإستحواذ في الو.م.أ بين عامي 2002-2015	54
(11)	بنية السوق المالي	64
(12)	تطور عدد الإندماجات والإستحواذات في الو.م.أ خلال فترة 1990-2002	99
(13)	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك خلال فترة 1990-2002	101
(14)	تطو المؤشر العام للأسعار (مؤشر المركب لبورصة نيويورك)	102
(15)	تطور مؤشر القيمة السوقية بورصة نيويورك خلال فترة 1990-2002	104
(16)	تطور النسبة M.V/GDP في بورصة نيويورك	106
(17)	تطور حجم التداول في (T.V) بورصة نيويورك خلال فترة 1990-2002	107
(18)	تطور نسبة حجم التداول (T.V/GDP) بورصة نيويورك خلال فترة 1990-2002	107
(19)	تطور معدل دوران الأسهم في بورصة نيويورك خلال فترة 1990-2002	109
(20)	العلاقة بين عدد الإندماجات والإستحواذات (NMA) وعدد الشركات المدرجة (NC)	111

115	العلاقة بين عدد الإندماجات والإستحواذات (NMA) ومعدل الرسملة السوقية M.V/GDP	(21)
119	العلاقة بين عدد الإندماجات والإستحواذات (NMA) ونسب حجم التداول (T.V/GDP)	(22)
122	العلاقة بين عدد الإندماجات والإستحواذات (NMA) ومعدل دوران الأسهم (TRI)	(23)

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
10	أوجه الإختلاف بين الإندماج والإستحواذ	(1)
50	طريقة تمويل أكبر الصفقات في الو.م.أ خلال التسعينات	(2)
55	أوجه التشابه والإختلاف بين موجات الإندماج والإستحواذ في الو.م.أ	(3)

## الملخص باللغة العربية

أثر عمليات الاندماج و الاستحواذ على تطور سوق الاوراق المالية

دراسة تحليلية لبورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002

إعداد الطالبة سليمان أشواق

إشراف الدكتور بلحاج طارق

أصبحت موجات الاندماج و الاستحواذ من المظاهر الحديثة التي تشهدها اسواق الاوراق المالية خاصة في الاقتصادات المزدهرة باعتبارها الارضية الخصبة لهذه العمليات والتي تتم عن طريق تبادل الاسهم أو عن طريق التسديد النقدي لمجموع الاسهم . فهدفت هذه الدراسة إلى تحليل و قياس أثر موجة اندماج و استحواذ الشركات على تطور سوق الاوراق المالية مع الاسقاط على الموجة الخامسة (1990-2002) الواقعة في الولايات المتحدة الامريكية و أثرها على مؤشرات تطور بورصة نيويورك باعتبارها ظاهرة قديمة و متجددة في الاقتصاد الامريكي ، و لتحقيق هذا الهدف تم جمع البيانات حول عدد الاندماجات و الاستحواذات الواقعة في الو.م. ا خلال الفترة محل الدراسة و بيانات حول مؤشرات تطور بورصة نيويورك أين تم اعتماد المؤشرات الكمية الاكثر استعمالا للحكم على مدى تطور السوق كمؤشر حجم السوق و الذي يقاس بمؤشرين متكاملين و هما ; مؤشر نسبة إجمالي الرسملة السوقية و مؤشر عدد الشركات المدرجة ، و كذلك اعتماد مؤشر سيولة السوق و الذي يقاس بدوره بمؤشرين مترابطين و هما; نسبة حجم التداول و معدل دوران الاسهم . و باستخدام برنامج SPSS تم قياس اثر عدد الاندماجات و الاستحواذات في الو.م. ا على مؤشرات حجم بورصة نيويورك و تم التوصل إلى أنه توجد علاقة طردية قوية بين عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ و مؤشرات حجم بورصة نيويورك (عدد الشركات المدرجة في بورصة و إجمالي الرسملة السوقية للبورصة ) ، وبالتالي تطور حجم بورصة نيويورك نتيجة زيادة عدد الاندماجات و الاستحواذات خلال الفترة 1990-2002 . كذلك تم قياس أثر هذه الاندماجات و الاستحواذات على سيولة بورصة نيويورك أين تم التوصل إلى نتيجة مفادها أن عدد الاندماجات و الاستحواذات في الو.م. ا الواقعة خلال الفترة محل الدراسة لم تؤثر على مؤشرات سيولة بورصة نيويورك ( نسبة حجم التداول و معدل دوران الاسهم ) ، لكن مع تمتع بورصة نيويورك بدرجة من الكفاءة السعرية لوجود عدد كبير من المستثمرين و المضاربين المتفانلين و المدركين بأن إستراتيجيات الاندماج و الاستحواذ لها آثار إيجابية على مساهمي الشركات المستهدفة ( عند الاعلان)، و على قيمة و أداء الشركة بعد الاندماج ( إمكانية تحقيق التأزر) ، بالإضافة إلى انهم على دراية تامة بأن هذه العمليات هي تأرية و بالتالي زيادة حجم التداول و زيادة معدل دوران الاسهم بسبب توقعات هؤلاء المستثمرين و هذا ما يؤدي إلى تطور سيولة بورصة نيويورك نتيجة زيادة عدد الاندماجات و الاستحواذات خلال الفترة 1990-2002 ، بمعنى تطور حجم بورصة نيويورك و سيولتها خلال موجة الاندماج و الاستحواذ الخامسة في الو.م. ا يوحى بمساهمة هذه الاستراتيجية في تطوير سوق الاوراق المالية ، و عليه أوصت هذه الدراسة باعتماد سياسة تحفيز الشركات على الاندماج و الاستحواذ من أجل تنشيط و تطوير البورصة لكن يجب مراقبة نشاط المستثمرين و المضاربين المتفانلين لتجنب انهيار البورصة .

الكلمات المفتاحية : موجات الاندماج و الاستحواذ ، تطور سوق الاوراق المالية ، بورصة نيويورك .

## **Abstract**

### **The impact of mergers and acquisitions on the stock market development Analytical Study of the New York Stock Exchange during the period 1990- 2002**

**Prepared by Slimani Achouak**

**Supervised by Dr. Belhadj Tarek**

It became the merger waves and the acquisition of modern manifestations taking place in stock markets, especially in booming economies as a fertile ground for these operations which are carried out through the exchange of shares or by payment cash to total shares. analyze and measure the impact of a wave of merger and acquisition of companies on the development of 1990-2002 (located in the United States and - the stock market parchment with the projection on the fifth wave) Its impact on the index rate of evolution of the New York Stock Exchange as old phenomenon and renewed in the US economy, to achieve this goal is data on the number of mergers and acquisitions located in collection. M. A during the period under the study and data on indicators of rate evolution of New York Stock Exchange where the adoption rate of the indicator most commonly used for quantitative judgment on the development of the market as an indicator of market size, which is measured complementary and the two The ratio of total capitalization and indicator number of listed companies, as well as the adoption of market liquidity index, which is measured by two indicator ; The proportion of trading volume and the rate Share turnover. By using the SPSS program was measured after a number of mergers and acquisitions in the indicator of the size of New York Stock Exchange rate and it was concluded that there is a strong positive correlation between the number of mergers and acquisitions, and an indicator of the size of New York Stock Exchange rate) the number of listed companies in the stock market and the total market capitalization of the Stock Exchange 1990-2002, and thus the evolution of the size of the New York Stock Exchange as a result of increasing the number of mergers and acquisitions during 1990-2002 as well as the measurement of the impact of these mergers and acquisitions on the liquidity of the New York Stock Exchange where they were to reach the conclusion that the number of mergers and acquisitions in the USA. The study did not affect the indicators of rate liquidity New York Stock Exchange), the proportion of trading volume and rate Share turnover (but with the enjoyment of the New York Stock Exchange degree of price to the presence of a large number of investors efficiency and speculators optimists and conscious that the strategies of merger and acquisitions have positive effects on the shareholders of the target companies) when the announcement (and the value and performance of the company after the merger) possibility of achieving synergies (in addition to they're d a confidential fully that these operations are revenge and thereby increase the volume and increase the rate Share turnover stocks because those investors and expectations this is what leads to the development of liquidity New York Stock Exchange as a result of increasing the number, meaning the evolution of the size of the New York Stock Exchange and liquidity during a wave - mergers and acquisitions during the period 1990-2002 fifth wave of mergers and acquisitions in USA suggests a contribution of in the development of stock market , and it recommended that stimulate the adoption of a corporate merger and acquisition policy for the revitalization and development of the stock market, but investors should monitor the activity of speculators and optimists to avoid the collapse of the stock market.

key words : merger and acquisition waves , stock market development , NYSE .

# الفصل الاول

## الاطار العام للدراسة

## 1-1 تمهيد:

تميز الاقتصاد العالمي خلال التسعينات بانتشار العولمة المالية والاقتصادية، تحرير الاسواق المالية ورفع القيود التنظيمية والتشريعية، طفرة تكنولوجية وعلمية كبيرة، اشتداد المنافسة العالمية، الانفتاح الاقتصادي، زيادة التوجه نحو التخصص وغيرها من العوامل التي غيرت من بيئة الأعمال في تلك الفترة، فأصبحت هذه البيئة التي تنشط فيها الشركات أكثر تعقيدا واضطرابا وتتميز بديناميكية سريعة مما أجبر الشركات على اختيار مسار النمو من خلال استراتيجية الاندماج والاستحواذ بدلا من تبني النمو الداخلي، لما تحققه هذه الاستراتيجية من توسع ونمو سريع يواكب حركة البيئة المتسارعة وخاصة مع تزايد العولمة والتطور التكنولوجي والعلمي في الدول المتقدمة، فكانت أسبابا رئيسية لزيادة نشاط الاندماج والاستحواذ خلال التسعينات فاجتاحت موجة الاندماج والاستحواذ معظم الدول الرأسمالية المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، لتمييز بيئة أعمالها بالإنفتاح، تطور البحث العلمي والتكنولوجي اشتداد المنافسة، وجود عدد كبير من الاستثمارات وجود نظام مالي متطور، وبالرجوع إلى خصوصيات النظام الرأسمالي الأمريكي والقائم على الحرية الاقتصادية، الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج، التحفيز على المنافسة، نجد أنه الجو الملائم لتنامي عمليات الاندماج والاستحواذ. فشهد الاقتصاد الأمريكي عبر التاريخ عدة اهتزازات دورية في نشاط الاندماج والاستحواذ بشكل متكرر وعشوائي في مجالات زمنية معينة، و خلال التسعينات كان للعولمة أثر قوي على قرار الشركات فيما يخص رسم وتنفيذ استراتيجيات إعادة الهيكلة من خلال أنواع مختلفة من عمليات الاندماج والاستحواذ من أجل تحسين الهياكل التنظيمية، القدرات الإدارية، المؤشرات المالية، وبالتالي الصمود في بيئة متغيرة، فرغم تعقد هذه العمليات وارتفاع تكلفتها إلا أنها باتت الحل الأمثل أمام التغيرات السريعة في الاقتصاد العالمي لما تمنحه للشركات من إمكانية تحقيق النمو السريع، فكانت الزيادة الحادة في توجه الشركات نحو تطبيق استراتيجية الاندماج والاستحواذ، وبذلك أصبح اندماج واستحواذ الشركات الظاهرة المهيمنة في واقع الاقتصاد الأمريكي خلال تلك الفترة، كما اكتسبت هذه العمليات أهمية بالغة من خصائصها، فهي تعتبر عمليات قطعية (نهائية) على خلاف استراتيجيات النمو الخارجي الأخرى (كالتحالفات- الشراكات)، وبالتالي تضمن من خلالها الشركات البقاء والاستمرار في بيئة تنافسية تسودها درجة عالية من عدم اليقين.

بالإضافة إلى أن وجود نظام مالي قوي في الولايات المتحدة الأمريكية ساهم بشكل كبير في تحفيز عمليات الاندماج والاستحواذ، وباعتبار سوق الأوراق المالية جزء لا يتجزأ من هذا النظام ويشغل حيزا كبيرا في الاقتصاد الأمريكي وباعتقاد أن التمويل هو عنصر مهم لنمو الشركات، فإن سوق الأوراق المالية هو الوسط الملائم لتنفيذ صفقات الاندماج والاستحواذ لما يوفره هذا السوق من يسر التعامل بين

الأطراف، سهولة الاستثمار، توفير معلومات عن أداء الشركات المدرجة، تقييم الشركات (المستهدفة بالاندماج والاستحواذ) ، سهولة إيجاد شريك ملائم، أي سوق الأوراق المالية يوفر فرصة للشركات الراغبة في الإندماج والاستحواذ من خلال الوظائف التي يقوم بها هذا السوق، لأن هذه العمليات هي ببساطة عبارة عن بيع وشراء شركة لشركة (أكثر من 50% من حصة الشركة) سواء عن طريق تبادل الأسهم أو عن طريق التسديد النقدي لمجموع الأسهم، وبذلك يكون سوق الأوراق المالية هو الإطار المناسب لحدوث الإندماجات والاستحواذات هذه الأخيرة عادة ما تأتي في شكل موجات أي زيادة كبيرة ومفاجئة في عدد وقيمة صفقات الإندماج والاستحواذ خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، وكان الباحث نيلسون (1959) أول من طرح إشكالية العلاقة بين سوق الأسهم وعمليات الإندماج والاستحواذ، أين إستخدم بيانات حول نشاط الإندماج والاستحواذ وأسعار البورصة خلال الفترة 1895 - 1956 بالإستعانة بتحليل الانحدار الخطي البسيط، وجد نيلسون أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ونشاط الإندماج والاستحواذ، أما الباحثان كلارك ويوانيديس (1966) توصلوا إلى وجود علاقة سببية بين عدد وقيمة الإندماج والاستحواذ وسوق الأسهم بمعنى درجة تطور سوق الأوراق المالية تلعب دوراً رئيسياً في تمويل عمليات الإندماج والاستحواذ .

## 1-2 إشكالية الدراسة :

تتباين الآراء حول ما إذا كان تأثير الاندماجات و الاستحواذات على تطور سوق الأوراق المالية إيجابياً أو سلبياً، فقد ذهب بعض الاقتصاديين إلى ان حدوث عدد كبير من عمليات الاندماج و الاستحواذ يساهم في تنشيط سوق الاوراق المالية في حين ذهب البعض الآخر إلى أن الاندماجات و الاستحواذات قد تساهم في ركود السوق . و بإعتبار سوق الاوراق المالية المرآة العاكسة لأداء الشركات من خلال تقييم أسهمها بناء على المعلومات المتاحة عن هذه الشركات ، و بما أن عمليات الاندماج و الاستحواذ هي قرار إستراتيجي هام يؤثر على أسعار الأسهم الشركات المعنية بالعملية عند الاعلان من جهة وعلى حجم و قيمة هذه الشركات بعد الاندماج الفعلي من جهة أخرى , كما أنه ينتج عن هذه العمليات إما زوال الشركات المندمجة و خلق كيان جديد أو زوال الشركة المندمجة و تبقى الشركة الدامجة في الوجود . و استنادا إلى ما سبق يمكن تجسيد إشكالية هذه الدراسة من خلال طرح التساؤل الرئيسي التالي :

- هل يوجد أثر لموجة الاندماج و الاستحواذ الخامسة في الولايات المتحدة الأمريكية ( من حيث العدد) على تطور بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 ؟ و الذي نشق منه الاسئلة الفرعية التالية :

1 - هل يوجد أثر لعدد الاندماجات و الاستحواذات في الولايات المتحدة الامريكية على حجم بورصة نيويورك ؟ و يتفرع هذا السؤال إلى :

أ - هل توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين عدد الاندماجات و الاستحواذات و عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك ؟

ب - هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الاندماجات و الاستحواذات على معدل الرسملة السوقية لبورصة نيويورك ؟

2 - هل يوجد أثر لعدد الاندماجات و الاستحواذات في الولايات المتحدة الامريكية على سيولة بورصة نيويورك ؟ و يتفرع هذا السؤال إلى :

أ- هل يوجد اثر ذو دلالة احصائية لعدد الاندماجات و الاستحواذات على معدل حجم التداول لبورصة نيويورك ؟

ب - هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الاندماجات و الاستحواذات على معدل دوران الأسهم في بورصة نيويورك ؟

ويهدف الوصول إلى نتائج سليمة و الإجابة على إشكالية الدراسة , قمنا بصياغة الفرضيات التالية :

**الفرضية الرئيسية :**

يوجد اثر لموجة الاندماج و الاستحواذ الخامسة في الولايات المتحدة الامريكية (عددا) على تطور بورصة نيويورك .

**الفرضيات الفرعية :**

1 - يوجد أثر لعدد الاندماجات و الاستحواذات في الو . م . ا على حجم بورصة نيويورك ، و إنطلاقا من هذه الفرضية الجزئية الرئيسية نضع الفرضيتين التاليتين :

أ - توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين عدد الاندماجات و الاستحواذات و عدد الشركات

المدرجة في بورصة نيويورك عند مستوى معنوية 0.05 .

ب - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الاندماجات و الاستحواذات على معدل الرسملة السوقية لبورصة نيويورك عند مستوى معنوية 0.05 .

2 - يوجد أثر لعدد الاندماجات و الاستحواذات في الولايات المتحدة الامريكية على سيولة بورصة نيويورك ، نشق منها الفرضيتين الفرعيتين التاليتين :

أ - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الاندماجات و الاستحواذات على معدل حجم التداول لبورصة نيويورك عند مستوى معنوية 0.05 .

ب - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الاندماجات و الاستحواذات على معدل دوران الاسهم في بورصة نيويورك عند مستوى معنوية 0.05 .

### 2-3 أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذا الموضوع من أهمية متغيراته بالنسبة للإقتصاد فنمو الشركات بصفة عامة يعتبر بلا شك أحد محددات النمو الإقتصادي، بل أحد الشروط الأساسية لتحقيق التنمية الإقتصادية، وفي ظل تعدد العوامل المهددة لبقاء وإستمرار الشركات فإن توجه هذه الأخيرة نحو تطبيق إستراتيجيات الإندماج والإستحواذ يعتبر سلوكا عقلانيا في بيئة أعمال تتميز بالديناميكية السريعة، هذه الأخيرة ما هي إلا نقطة بداية لموجات الإندماج والإستحواذ، فتعدد مزايا هذه العمليات سواء بالنسبة لحجم الشركة (بعد العملية) أو بالنسبة لحاملي الأسهم (تحقيق عوائد غير طبيعية عند الإعلان) هو كذلك دافع قوي لحدوث العمليات فأصبحت أسواق الأوراق المالية في الإقتصاديات الحديثة تتميز بالتكرار الدوري لموجات الإندماج والإستحواذ.

### 1-4 أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى مساهمة عمليات الإندماج والإستحواذ بين الشركات في تنشيط وتطوير البورصات من خلال:

- رصد تطور مؤشرات حجم السوق وسيولته خلال فترة تراكم صفقات الإندماج والإستحواذ.

- تقصي أثر عدد عمليات الإندماج والإستحواذ في الولايات المتحدة خلال الفترة (1990-2002) على مؤشرات تطور حجم وسيولة البورصة.

## 1-5 أسباب إختيار الموضوع:

يعتبر مجال نمو الشركات من خلال عمليات الإندماج والإستحواذ مجالا خصبا للبحث العلمي في حقل الإدارة المالية والإدارة الإستراتيجية لما لهذه الظاهرة من أهمية بالغة (سواء على مستوى الإقتصاد الجزئي أو على مستوى الإقتصاد الكلي) لدرجة وصفها بظاهرة العصر، فتعدد وتداخل أسباب وآثار وأهداف عمليات الإندماج والإستحواذ خلق لدينا حاجة للتعرف أكثر على هذا المجال، بالإضافة إلى توفر الرغبة لدينا لإثراء البحث العلمي في ما يخص نمو الشركات من خلال الاندماج و الاستحواذ و سوق الاوراق المالية والذي يعتبر محدود الدراسات والأبحاث بالنسبة لحجم أهميته. كذلك توفر عنصر الحيوية في دراسة تطور سوق الأوراق المالية لتمييزه بالمرونة ، وبما أن عمليات الإندماج والإستحواذ تتم على مستوى سوق الأوراق المالية وعادة ما تأتي في شكل موجات، وهذا ما ساقنا إلى طرح هذه الإشكالية.

## 1-6 صعوبات البحث:

كأي بحث علمي واجهتنا العراقيل فيما يخص جمع بيانات الدراسة في جانبها التطبيقي.

# الفصل الثاني

الاطار النظري للدراسة

و الدراسات السابقة

## 2-1 - عمليات الإندماج و الإستحواذ :

أصبح النمو الخارجي للشركات بمختلف أشكالها خيارا إستراتيجيا ضروريا في ظل التغيرات السريعة و المتلاحقة في النظام الإقتصادي العالمي، فتزايد و تسارع وتيرة التطورات الإقتصادية و المالية و التكنولوجيا فرض على الشركات اللجوء إلى مصادر خارجية لتحقيق النمو السريع من خلال عمليات الإندماج و الإستحواذ مع كيانات قائمة بحد ذاتها لأن النمو الداخلي للشركات (أو النمو العضوي) لا يتحقق إلا في الفترات الزمنية الطويلة ، عندئذ يكون الإندماج و الإستحواذ الطريق المختصر للنمو، لذلك إكتسبت إستراتيجية الإندماج و الإستحواذ أهمية بالغة في عصرنا الحالي ، فخلال العقدين الماضيين شهد العالم وخاصة إقتصاديات الدول المتقدمة فترات تميزت بالإضطراب المفاجئ والحاد في نشاط الإندماج و الإستحواذ ، بداية من أواخر القرن 19 إلى يومنا هذا وعمليات الإندماج و الإستحواذ تتزايد عددا وحجما بشكل كبير ومفاجئ تتخللها فترات من الخمول النسبي. فهذه العمليات تاريخيا تأتي في شكل موجات، والتي تعني أن كل فترة تبدأ بعدد قليل من الإندماجات و الإستحواذات وسرعان ما تتزايد هذه العمليات عددا وحجما حتى تصل إلى ذروتها ثم تتناقص لتنتهي الموجة، فما هو المنطق من وراء تراكم عمليات الإندماج و الإستحواذ في فترات معينة ، وعليه سنتطرق في هذا الجزء إلى الدوافع أو النظريات التي تفسر حدوث الموجة، ثم سنتعرف على مختلف الموجات التي شهدتها إقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث يتم التفصيل في كل موجة من حيث خصائصها، العوامل الدافعة لوقوعها، القطاعات الرئيسية التي مستها وأخيرا الأداء الإقتصادي لهذه الموجة ، لكن قبل ذلك يجب الإلمام بمختلف جوانب هذه الظاهرة المتعددة في أهدافها و آثارها و المتداخلة في أسبابها و نتائجها و عليه سنتناول في هذا الجزء أهم الأسس النظرية لعمليات الإندماج و الإستحواذ ( مع محاولات التركيز على النقاط التي تخدم إشكالية الدراسة ) على النحو التالي :

- ماهية الإندماج و الإستحواذ .
- الأنواع المختلفة للإندماج و الإستحواذ .
- النظريات المفسرة لعمليات الإندماج و الإستحواذ .
- آثار الإندماج و الإستحواذ .

## 2-1-1 - ماهية الإندماج و الإستحواذ.

من المعلوم أن بيان حقيقة الشيء يتطلب الوقوف عند تعريفه اللغوي و الإصطلاحي ، خاصة إذا كان هذا المفهوم يكتفه بعض الغموض و تتباين حوله الآراء . وعليه للتعرف على ماهية الإندماج و الإستحواذ نتطرق إلى تعريفه اللغوي و الإصطلاحي ، الفرق بين الإندماج و الإستحواذ ، و أشكال الإندماج .

## 2-1-1-1- تعريف الإدماج والاستحواذ.

### - التعريف اللغوي:

كلمة إدماج في اللغة العربية هي مشتقة من الفعل الثلاثي المجرد "دمج" ويقال "دمج الشيء في الشيء يعني دخل واستحكم فيه". ( صويص , 1998 : 9 )

### - التعريف الإصطلاحي:

الإندماج في المجال الإقتصادي فقد تعددت تعاريفه وإختلفت باختلاف زاوية النظر إليه، فعرفه حيرش (2011) بأنه "عملية جمع أصول مؤسستين من أجل تكوين مؤسسة واحدة وتظهر هذه العملية في إحدى النوعين ; إما إدماج متساوي أو إدماج بالامتصاص وهي العملية التي تقوم فيها مؤسستان بالاندماج ولكن تبقى مؤسسة واحدة قائمة (تحتفظ بشخصيتها الاعتبارية)، أما المؤسسة الأخرى فيتم إمتصاصها بمعنى إدماج مؤسسة A مع المؤسسة B فتختفي هذه الأخيرة وتبقى المؤسسة A قائمة أي  $(A + B = A)$ ". (235)

ويعرف آل شبيب (2010) " الإدماج بأنه عملية قانونية تتحد بمقتضاها شركتين أو أكثر تعملان في مجال واحد تحل أو تذوب بموجبه الشركات الداخلة في العملية وتؤسس شركة جديدة بإسم جديد بحيث يؤدي ذلك إلى زوال الشخصية المعنوية لجميع الشركات المندمجة وبذلك يخلق كيان جديد" (233).

وذكر العارضي والشمري (2012: 38): عدة تعاريف للإندماج من بينها:

- الاندماج مظهر من مظاهر النمو الخارجي للشركة.
- الإدماج هو الاتحاد أو المزج أو الاتفاق بين منطمتين أو الضم التدريجي بينهما.
- أو هو رغبة منطمتين مستقبليتين في الإنضمام وتكوين منظمة جديدة.
- الإدماج يحدث عندما تصبح شركتان أو أكثر مؤسسة واحدة، فالمؤسسة المسيطرة تبقى على ذاتها وتمتص ذاتية الشركة الأخرى.

وإن تعددت التعاريف إلا أنها تتفق على أن الإدماج هي ظاهرة تحقق من خلالها الشركات النمو بالجوء إلى مصادر خارجية (شركات قائمة بذاتها) أين يتم تجميع كل من حقوق، التزامات، موارد قدرات وأعمال شركتين (أو أكثر) مستقلتان حيث تفقد كل منهما شخصيتها المعنوية وتظهر شركة جديدة، أو تتحل الشركة الممتصة وتبقى الشركة الماصة في الوجود.

وبالنسبة لمصطلحي الإستلاء Takeover و الإستحواذ أو ( الإقتناء/ التملك/ السيطرة) Acquisition فإن صويص (1998) توضحها كالتالي:

الإستحواذ Acquisition هو أحد صور إتحاد الأعمال الذي تتمكن من خلاله شركة ما من السيطرة على صافي موجودات وعمليات شركة أخرى وذلك مقابل إصدار أسهم"

الاستيلاء Takeover والذي يعني " قوة التحكم في السياسات المالية والتشغيلية لشركة ما وذلك بهدف الاستفادة من أنشطتها" (10).

ولا يوجد فرق ملموس بين مصطلحي الاستحواذ والاستيلاء.

ويوضح العامري (2010) الاستحواذ على أنه " شراء منشأة أو إحتوائها بالكامل كقسم أو منشأة تابعة للمنشأة المستحوذ، وعادة تتم هذه العملية بين منشأة كبيرة تقوم بشراء حصة ملكية في منشأة أصغر منها تمكنها من السيطرة عليها" (632).

وعموما يعتبر مفهوم الاندماج شامل لمفهوم الاستحواذ إلا أنه توجد بعض الفروقات بين العمليتين نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1): أوجه الاختلاف بين الاندماج والاستحواذ.

معايير الإختلاف	عملية إندماج	عملية إستحواذ
طبيعة الصفقة	ودية / إرادية	عدائية / لإرادية
حجم الشركتين المندمجتين	متساويتين تقريبا	الشركة المستهدفة أصغر حجماً
موافقة الإدارة	توفر الرغبة لدى المساهمين ومجلس إدارة الشركة المندمجة	عدم توفر الرغبة لدى الشركة المستهدفة
طريقة الدفع	نقدًا أو تبادل الأسهم أو ديون	عادة تتم نقدًا
تحديد سعر الصفقة	بالتفاوض	إجباري
شكل العملية والكيان الجديد	بالمزج أو بالضم $A + B = C$ $A + B = A$	الشركة الهدف تصبح فرع تابع للشركة المستحوذ. $A + B = A_B$
الهدف من العملية	تحقيق التكامل والتعاون بين الكيانيين	السيطرة على موارد وقدرات الشركة الهدف.

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامدا على بعض المراجع.

## 2-1-1-2- أشكاله:

يعرف الاندماج من خلال الطريقة المتبعة في إجرائه بأنه إتفاق بمقتضاه، إما أن يتم مزج شركتين أو أكثر أو أنه إتفاق شركة على ضم شركة أخرى أو أكثر ومن هنا يتضح أن للاندماج صورتين كما ذكر موسى (2008، 46-49)

- الاندماج بطريقة الضم (الابتلاع/ الامتصاص): ويقصد به إلتحام شركة أو أكثر بشركة أخرى،

مما نشأ عنه زوال الشخصية المعنوية للأولى (الشركة الممتصة) وإنتقال أصولها وخصومها إلى الثانية ( الشركة الماصة أو الضامة) والتي تظل محتفظة بشخصيتها المعنوية.

و يعرفه حيرش (2011، 235) بأنه العملية التي تقوم فيها مؤسستان بالاندماج ولكن تبقى مؤسسة واحدة قائمة (تحتفظ بشخصيتها الاعتبارية)، أما المؤسسة الأخرى فيتم إمتصاصها بمعنى إندماج مؤسسة A مع المؤسسة B فتختفي هذه الأخيرة وتبقى المؤسسة A قائمة أي  $(A + B = A)$ .

- **الاندماج عن طريق المزج/ الاتحاد:** والذي يعني إمتزاج شركتين أو أكثر وعلى إثره تزول الشخصية المعنوية لكل منهما وتنتقل أصولهما وخصومهما إلى شركة جديدة.

ويصفه حيرش (2011، 236) بأنه الاندماج الذي تجتمع فيه مؤسستان في نفس الحجم تقريبا ويسمى (بالإندماج المتساوي). و نتج عنها مؤسسة جديدة ويعبر عنه بإندماج الشركة A مع الشركة B يعني إختفاؤهما وظهور مؤسسة جديدة C أي  $(A + B = C)$ .

### 2-1-1-3 أنواع الاندماج والاستحواذ:

تصنف الاندماجات حسب عدة معايير كما يلي :

#### أولا \_ من حيث الشكل:

تنقسم الاندماجات والاستحواذات من حيث الشكل إلى عدة أنواع : (شمس الدين، 2013: 89-97)

أ - **الإندماج الأفقي (Horizontal merger):** يقصد به الإستراتيجية التي تملك أو تتحد من خلالها الشركات المنافسة (أو شبه منافسة) في محاولة لتحقيق مزايا تنافسية والتي تأتي مع الحجم الكبير، بمعنى الشركة التي تستحوذ (أو تندمج) على شركات أخرى في نفس خط النشاط أو الأعمال تكون منخرطة في عملية الإندماج الأفقي، وهذا يسمح للشركات التي تعمل في صناعة واحدة أن تنمو بسرعة بدون الإنتقال إلى صناعات أخرى. إلا أن هذه الإستراتيجية (الإندماج الأفقي) يمكن أن تضع الشركات في صراع مباشر مع سلطات مكافحة الإحتكار.

ب- **الإندماج العمودي أو الرأسي (Vertical merger):** هي إستراتيجية يندمج من خلالها الشركات التي تعمل في مراحل إقتصادية متعاقبة مثل إندماج شركة لصناعة السيارات مع شركة لصناعة الحديد أو إندماج شركة لصناعة الأثاث مع شركة لإنتاج الخشب (العامري، 2010: 637).

وتهدف هذه الإستراتيجية للسيطرة على سلسلة الإنتاج (كلية أو جزئية) بمعنى يشير الإندماج الرأسي إلى دمج مراحل مختلفة من الأنشطة ، أي ينطوي على توسيع مدى الشركة خلفا إلى مصادر

التوريد أو الإمداد (وهنا يسمى بالاندماج الخلفي)، و/أو أماما بإتجاه المستخدمين النهائيين للمنتج النهائي (كموزعين وتجار التجزئة) وهنا يسمى بالاندماج الأمامي.

وللاندماج الرأسي عدة مزايا إستراتيجية أهمها:

- تخفيض تكاليف المعاملات مع الموردين والمشتريين.
- تقوية الموقف التنافس للشركة.
- زيادة الفرص لتمييز المنتجات بسبب الرقابة المتزايدة على المدخلات.
- الوصول إلى قنوات التوزيع.

#### ج- الإندماج المختلط /المتنوع/ التكتلي (Conglomerate merger) : يتحقق الإندماج

المختلط عندما تتقارب شركات لها أنشطة مختلفة تماما أي بين شركات غير متشابهة في نشاطاتها، ويحدث هذا النوع من الإندماج في الإتجاهين العمودي والأفقي، ويهدف إلى تنويع المخاطر وتحقيق إقتصاديات الحجم (العامري، 2010: 638).

بالإضافة إلى أنواع أخرى للإندماجات تصنف حسب الشكل وهي: (العارضي والشمري، 2012: 57).

د- الإندماج المركز (Concentric merger) : ويقصد به إندماج شركات يكون لها سلك مشترك، وهذا السلك المشترك يمكن أن يكون في التكنولوجيا، التسويق، في قنوات التوزيع أو خدمة الزبائن، في مثل هذا النوع من الإندماج فإن هناك واحدا أو أكثر من الأشكال المتعلقة (المرتبطة) بين الشركات المندمجة، وكمثال على هذا النوع من الإندماج هو إندماج شركة متخصصة بصناعة المشروبات الغازية مع أخرى تهتم بصناعة العصائر، وبالتالي فإن السلك المشترك هذا سوف يكون المهارات التسويقية أو قنوات التوزيع.

و- الإندماج المتجانس (Congeneric merger) : ويتضمن إندماج شركات تعمل في مجالات متجانسة، كأن يتم إندماج مصارف مع شركات مالية (كالتأمين، التمويل، الاستثمار،...إلخ). و يقول العامري (2010: 637) أن أساس الإندماج المتجانس هو التوافق في الأنشطة للشركات المندمجة ولكن دون أن يصل إلى مستوى التكامل الأفقي أو العمودي أي يحدث هذا الإندماج عندما تندمج شركات ذات صلة بأعمالها ولا يعتبر من النوع العمودي أو الأفقي كأن تقوم شركة تأمين بدمج شركة خدمات إدارة

الإستثمارات، ومن مزاياه القدرة على الإستفادة من القنوات التوزيعية للشركات المندمجة للوصول إلى الزبائن.

### ثانيا - من حيث الرغبة:

وينقسم الإندماج حسب هذا المعيار إلى : (العامري والشمري، 2012: 59-61).

أ- **الإندماج الطوعي /الودي ( Voluntary merger )** : يطلق على الإندماج الذي يتم بموافقة كل من الشركتين الدامجة والمندمجة، حيث تقوم الأولى بتقديم عرض للإندماج أو شراء الثانية وفي حالة قبول العرض يتم الإتفاق بينهما على تقويم أصول وخصوم كل منهما، وتحديد أسهم جديدة للمنشأة الجديدة (بعد الإندماج) أما في حالة الموافقة على عملية للشراء تقوم الشركة المالكية بشراء أسهم الشركة المستهدفة ويتم الدفع نقدا أو في شكل أسهم، ويعتبر هذا النوع من الإندماج فرصة أكبر للنجاح.

ب- **الإندماج العدائي ( Hostile merger )** : هو إندماج يلقي معارضة من قبل الإدارة العليا أو من حملة أسهم المنشأة المستهدفة، أما لتدني السعر المعروض أو لرغبتها في الحفاظ على إستقلالية منشأتها، عندئذ تلجأ المنشأة الدامجة إلى بعض الوسائل من بينها تقديم عروض لمساهمي المنشأة المستهدفة بصورة مباشرة دون موافقة إدارتها العليا أو تقوم بتجميع أسهمها وشرائها عن طريق بورصة الأوراق المالية حيث تحاول الشركة المالكة البحث عن مركز مالي في أسهم الشركة المستهدفة وبالرغم من أن عمليات الشراء هذه قد لا تكون معلنة، إلا أن زيادة حجم التداول في الأسهم غالبا ما يكون مؤشرا على عمليات الإستيلاء.

ج - **الإندماج القسري /الإلزامي ( Obligatory merger )** : قد تصدر قرارات من الدولة بدمج عدة منظمات قائمة في منظمات جديدة لتحقيق أهداف عامة سياسية وإقتصادية وإجتماعية، أو قد تلجأ إليه السلطات النقدية العليا في دولة معينة عندما يكون الأمر متعلقا بتقنية القطاع المالي من المنشآت التي تعاني من صعوبات مالية وغير مالية، وغالبا ما يتم ذلك عن طريق إصدار تشريعات تحفز وتشجع المنشآت المالية والمصرفية على الإندماج من خلال منحها حوافز وإعفاءات ضريبية مناسبة.

ثالثا \_ من حيث الموقع :

يشير العارضي و الشمري (2012: 58-59) أنه يمكن التمييز بين نوعين آخرين من الاندماج و هما:

أ - الاندماج داخل السوق : وهو اندماج بين شركتين أو أكثر في أسواق متمثلة من حيث النطاق الجغرافي , و تشابه طبيعة أعمالها .

ب - الاندماج خارج السوق : هو اندماج بين شركتين أو أكثر , تعمل في سوقين مختلفين , إما جغرافيا ( الاندماج العابر للحدود ) , أو بحكم اختلاف المنتجات .

2-1-2 دوافع أو نظريات الاندماج الإستحواذ :

تتعدد العوامل المشجعة للشركات لإعتماد إستراتيجية الاندماج و الإستحواذ و هي على النحو التالي :

1 2 1 2 دوافع متعلقة بتعظيم القيمة: إن الإستثمار في النمو من خلال عمليات الاندماج والإستحواذ من شأنه أن يخلق قيمة مضافة ناتجة من عدة مصادر أهمها:

أولا - التآزر **Synergy** : أستخدمت كلمة التآزر على نطاق واسع من قبل الإقتصاديين والمديرين لشرح الدوافع السياسية للنمو الخارجي للشركة، وكلمة Synergy مشتقة من الكلمة اليونانية Synergos والتي تعني العمل معا، فالتآزر من المصطلحات التي ترتبط كثيرا بالعلوم الفيزيائية وليس بالإقتصاد أو بالتمويل إذ أنه يشير إلى نوع من التفاعلات التي تحدث بين إثنين من المواد لإحداث تأثير أكبر من مجموع الإثنين كل على حدة، كما يقصد بالتآزر تضافر الجهود التي ينتج عنها بالعملية الحسابية (5 = 2+2) (الجرم، 2013: 77) . فالتآزر هو القيمة المضافة التي تقدمها جميع الجهات العاملة معا أكبر من تلك التي تحدث بشكل مستقل , وهو الأساس المنطقي الأكثر إستخداما في عمليات الاندماج و الإستحواذ .

$$V_A + V_B < V_{AB} \longrightarrow S > 0$$

بمعنى يتحقق التآزر ( نجاح عملية التقارب بين الكيانات ) عندما  $V_A + V_B < V_{AB}$  قيمة الشركات مجتمعة أكبر من حاصل مجموعها و هي منفصلة .

وليس كل إتحاد لشركتين أو أكثر يخلق قيمة مضافة فيمكن أن يكون هذا التآزر سالباً أو معدوماً. كأن تكون قيمة الشركتين مجتمعتين أقل من حاصل مجموعها وهي منفصلة (3 = 2+2) معناه تآكل لقيمة الشركات المندمجة ( فشل عملية التقارب ) ،

$$V_A + V_B > V_{AB} \longrightarrow S < 0$$

أو تكون قيمة الشركتين بعد الاندماج مساوية لقيمة الشركتين منفصلتين أي عدم خلق قيمة مضافة (4 = 2+2) وهذه الوضعية توحى بفشل عملية التقارب .

$$V_A + V_B = V_{AB} \longrightarrow S = 0$$

حيث V : قيمة الشركة .

ويتحقق التآزر Synergy من خلال ثلاث مصادر رئيسية: تآزر تشغيلي \_ تآزر مالي \_ تآزر إداري .

### أ \_ التآزر التشغيلي : (Operating Synergy)

يؤثر هذا التآزر على عمليات الشركة و ينتج عن إقتصاديات الحجم ، زيادة قوة التسعير ، إرتفاع إمكانيات النمو و تظهر على نحو تدفقات نقدية متوقعة أعلى : (الجرم، 2013 : 82-90-91).

**1 \_ إقتصاديات الحجم (Economic of scale) :** إن التوسع في الإنتاج يؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج بمعدل يقل عن زيادة الإنتاج مما يؤدي إلى إنخفاض التكلفة المتوسطة في الأجل الطويل، أي أن وفرات الحجم تظهر عندما تقل التكلفة مع زيادة حجم المؤسسة نتيجة الإستفادة من مزايا التخصص وتقسيم العمل وتوزيع التكاليف الثابتة على حجم أكبر من النشاط ، بالإضافة إلى تخصيص الأمثل للموارد من خلال إلغاء الإزدواجية مما يؤدي إلى تخفيض الكثير من التكاليف.

**2 \_ إقتصاديات النطاق أو المجال (Economic of scope) :** تتمثل وفرات في التكاليف نتيجة الجمع بين إثنين أو أكثر من خطوط الإنتاج، فتكلفة الإنتاج مجتمعة تكون في المتوسط أقل من مجموع التكلفة لكل منتج على حدة، فزيادة نطاق المنتجات من المحتمل أن يؤدي إلى إنخفاض تكلفة الوحدة المنتجة، وتكون إقتصاديات النطاق أكثر وضوحاً في حالة الإندماج التكتلي.

**3 \_ نظرية الحصة السوقية والقوة السوقية:** تستخدم هذه النظرية كمبرر للإندماج وتأمين حصة أكبر من إيرادات الصناعة التي تنتمي إليها المنشآت المندمجة، فالإندماج الأفقي بين مشأتين أو أكثر يؤدي إلى زيادة الإيرادات من خلال إلغاء الأعمال المزدوجة و الإستغلال الأمثل للطاقة المتاحة، لأن زيادة الإيرادات أو زيادة الحصة السوقية يعني زيادة حجم المنشأة بالنسبة للمنشآت الأخرى في الصناعة وبالتالي توفير الفرصة للدخول إلى أسواق جديدة من خلال الإمكانيات والكفاءات الجديدة لتقديم خدمات ومنتجات ذات نوعية أفضل، وتؤكد نظرية القوة السوقية أن الإندماج يؤدي إلى التركيز الذي تكتسب من خلاله المنشآت المندمجة قوة إحتكارية، فإذا كانت المنشأة تمتلك حصة سوقية كبيرة فإنها تتمكن من السيطرة على السعر أي تستطيع زيادة السعر بسبب قلة الخيارات أمام المستهلكين، وقد تمتلك بعض المنشآت قوة في إنتاج منتجات محددة وبمواصفات عالية الجودة ولكن ترغب هذه المنشآت في زيادة الحصة السوقية من خلال تكنولوجيا الإنتاج الواسع بالحصول على المهارات والكفاءات من خلال الإندماج لتسويق منتجاتها وخدماتها وخلق قوة إحتكارية، أي أن القوة السوقية تحفز كذلك من خلال الإندماج العمودي.

**4\_تعزيز فرص النمو:** يذكر العامري (2010: 635) بأن المنشآت تبحث عن الإندماج لغرض النمو السريع من خلال زيادة المبيعات والأرباح، فالإندماج يعتبر الوسيلة الأسرع والأرخص للتوسع في منتجات جديدة لأن إنشاء مشروع جديد يتطلب تكاليف باهضة كتكاليف البناء والالات والتجهيزات .

#### ب \_ التآزر المالي ( Financial Synergy )

يشير التآزر المالي إلى تأثير الإندماج على تخفيض تكلفة رأس المال ويتحقق ذلك من خلال:

**1\_ لإعتبارات الضريبية:** تمثل الإعتبارات الضريبية حافزا للعديد من الإندماجات لما توفره هذه الأخيرة من سيولة نقدية (العارضي والشمري، 2012: 71). مثال ذلك يمكن أن تستحوذ شركة مريحة تفرض عليها ضرائب عالية على شركة لها خسائر ضريبية تراكمية كبيرة، ويمكن تحويل هذه الخسائر بعد ذلك إلى وفورات ضريبية فورية. بمعنى شركة حققت أرباح كبيرة تتهرب من دفع الضريبة (تقلل من حجمها) من خلال الإندماج مع شركة أخرى حققت خسائر. كما أنه يقول بريجهام وإيرهاردت (2009: 1194) يمكن للشركات تدنية الضرائب المفروضة عليها وذلك عند التصرف في السيولة النقدية الزائدة إذ يعتبر الإندماج

الحل الأمثل في هذه الحالة، فمثلا إذا كان للشركة عجز في فرص الإستثمار الداخلي مقارنة بتدفقها النقدي الحر فيمكنها أن:

- تدفع حصص أرباح، إضافية للمساهمين، لكن في هذه الحالة على حملة الأسهم دفع ضرائب فورية على التوزيعات.

- تستثمر في أوراق مالية قابلة للتسويق إلا أنها تكسب عادة معدل عائد أقل.

- إعادة شراء أسهمها الذاتية التي يمكن أن ينتج عنها مكاسب رأسمالية لحملة الأسهم الباقين.

- إلا أن إستخدام السيولة النقدية الزائدة في شراء شركة أخرى سيجنب الشركة كل هذه المشاكل.

لكن إذا كان هذا الإندماج أو الإستحواذ محفزا بإعتبارات ضريبية فقط فإنه عادة ما تقل ثروة حملة أسهم الشركة المستحوذة لأن الوفرات الضريبية المحققة من عملية الإندماج والإستحواذ هي أقل من العلاوة المدفوعة في الإندماج ، ومن جهة نظر أخرى، فإن لطريقة تمويل الصفقة (نقدا، أسهم، دين مختلط) أثر على المعاملة الضريبية لكل من أسهم الشركتين (المستحوذة والمستهدفة) حيث يقول بريجهام وإبرهاردت (2009: 1210) تعتمد التوابع الضريبية للإندماج على ما إذا كان سيصنف أنه عرض خاضع للضريبة أو عرض غير خاضع للضريبة، بحيث يكون العرض غير خاضع للضريبة ذلك الذي تكون فيه طريقة الدفع بالأسهم (تبادل الأسهم)، لأنه ينظر للإندماج بالأسهم على أنه تبادل وليس بيعا، أما إذا شمل العرض كمية معنوية من النقود أو السندات فينظر إليه على أنه بيع وبذلك يكون خاضع للضريبة، وفي كلتا الحالتين (تسديد نقدا أو تبادل الأسهم) يجب على المساهمين دفع ضريبة عند تحقيق مكاسب رأسمالية، في سنة الإندماج (حالة التسديد النقدي) أو بعد الإندماج (في حالة بيع المساهمين أسهمهم لشركة المستحوذة).

ويقول الجرم، (2009: 49-50)، إن الإستفادة من المزايا الضريبية هو دافع الإندماج، فعلى الرغم من إلغاء قانون الإصلاح الضريبي الأمريكي 1986 لكثير من المزايا الضريبية المتعلقة بعمليات الإندماج والإستحواذ إلا أنه لا تزال هناك عدة مزايا قائمة والميزة الرئيسية هي إكتساب حق ترحيل الخسائر الناتجة عن التشغيل، والميزة الثانية هي الحماية الضريبة الناشئة عن زيادة الرافعة المالية للمنشأة المستهدفة.

2\_ تخفيض نفقات إصدار الأوراق المالية: حيث أن كبر حجم المنشأة بعد الإندماج، يترتب عليه زيادة قدرتها على الدخول في أسواق الأسهم وقبول الإكتتاب وطرح إصدارات الأسهم والسندات بكميات كبيرة، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف إصدار الأوراق المالية نتيجة توزيع تلك التكاليف على مجموعة كبيرة من الإصدارات (الجرم، 2013: 80).

3 \_ نظرية التأثيرات المالية (Financial effects theory) : يذكر العامري (2010: 642) أن هذه النظرية تؤكد بأن عملية الإندماج تؤدي إلى تحقيق مجموعة من المكاسب المالية من خلال الإستفادة من مميزات إقتصاديات الحجم، وتبين نظرية التأثيرات المالية أهمية إستخدام نسبة مضاعف الأرباح (Ratio)  $(\frac{P}{E})$  (  $\frac{P}{E} = \frac{\text{السهم سعر}}{\text{ربحيته}} = \frac{P}{E}$  ) لتحقيق عمليات الإندماج، حيث أكد (Gup) أن إستخدام هذه النسبة مهم في الإندماج لأن هذا المؤشر يأخذ بعين الإعتبار أثر الإندماج على أرباح المنشأة الدامجة وعليه يجب أن تتميز المنشأة الدامجة بنسبة  $\frac{P}{E}$  عالية لينعكس ذلك إيجابا على ربحية السهم الواحد (إرتفاع ربحية السهم الواحد للمنشأة الجديدة) عند الإندماج الفعلي، وعلى عكس ما إذا إنخفضت النسبة  $\frac{P}{E}$  فإن ربحية السهم الواحد تنمو ببطء، وبالتالي فإن الزيادة أو الإنخفاض في ربحية السهم الواحد هو دالة للتباين في نسبة مضاعف الأرباح إرتقاعا أو إنخفاضا. بمعنى نسبة مضاعف الأرباح الجيدة بعد الإندماج تعكس معدل النمو في الأرباح .

4- التنوع Diversification (تنوع المنتجات والتنوع الجغرافي) : يذكر بريجهام وإبرهاردت (2009 : 1195 ) أنه عادة يذكر المديرون التنوع كسبب للإندماج، فالتنوع يساعد على إستقرار أرباح الشركة، وبالتالي المنافع للملاك العاملين والموردين، والعملاء إلا أنه هذه المنفعة نقل لحملة الأسهم، فمعظم الأبحاث وجدت أنه نادرا ما تزداد قيمة الشركة في حالة التنوع . و كما يقول العامري ( 2010: 635) فالتنوع يساهم في الحد من تقلبات الأرباح ويؤدي إلى تخفيض مخاطر الشركة وإستقرار الأرباح بما يؤدي إلى تحقيق المنافع للشركة، فقد ترغب هذه الأخيرة بتقليل خطر التقلبات في الأرباح الناتج عن تغيرات الطلب والتكلفة أي مايسمى بخطر الأعمال بالإندماج مع شركة أخرى بحيث معامل إرتباط إيرادات المنشأتين سلبي أو إيجابي ضئيل، وبذلك تنشأ إستقرار في الأرباح .

5-رفع القدرة الإئتمانية والتمويلية للشركة: يشير آل شيبب (2010: 240) أنه عند اندماج أو إستحواذ شركة على شركة أخرى تتوفر على سيولة نقدية عالية / أو لديها قدرة على الإقتراض فإن ذلك يعزز من القدرة الإئتمانية للشركة الجديدة .

### ج \_ التآزر الإداري ( Management synergy ):

قد تواجه الشركات مشاكل ادارية و تنظيمية تدفعها إلى انتهاج استراتيجية الاندماج مع شركات اخرى أكثر كفاءة من أجل معالجة العجز الاداري ، فحسب نظرية الكفاية التفاضلية ( Differential Efficiency Theory ) أو هي نظرية التعاون الإداري تسعى فيه إدارة المنشأة الدامجة إلى إكمال النقص لدى المنشأة المستهدفة (المندمجة)، تعني هذه النظرية أنه إذا كانت إدارة المنشأة الأولى أكثر كفاية من المنشأة الثانية. فإنه إذا إندمجت المنشأتين فإن كفاية المنشأة الثانية ترتفع من خلال الإندماج، فهذا الأخير يؤدي إلى زيادة الكفاءة الإدارية للمنشآت المندمجة، وتوضح هذه النظرية أن الإندماج القائم على الكفاية التفاضلية يكون أساسا في الإندماجات الأفقية (المنشآت العاملة في نفس الأنشطة) وعليه يستلزم توافر خلفية عن أداء الشركات (تحديد الشركات الأقل كفاية والشركات الأكثر كفاية)، كما يجب أن تتوفر لدى المنشأة المستهدفة وهذا ما يجعلها تدفع سعر أعلى للهدف (أي تكون المنشأة الدامجة متفائلة بتأثيرها على أداء الشركة الهدف) وإلا فشلت في تحسين أدائها بالدرجة التي تعكس القيمة المدفوعة لها. بالإضافة إلى ذلك فإنه إذا كانت للمنشأة موارد إدارية فائضة (فريق إداري كفاء) فإنها تستغل هذه الفرصة للإندماج مع منشأة أخرى تعاني من نقص في الكفاءات الإدارية، وبالتالي فإن نظرية الكفاية التفاضلية تفسر عمليات الإندماج بين منشأتين أو أكثر (تتفاوت في الكفاءات الإدارية) بتحقيق التكامل أو التعاون الإداري. ( العامري ، 2010: 640) .

**2 2 1 2 دوافع غير متعلقة بتعظيم القيمة:** تشير الأدبيات الإقتصادية إلى أن المصالح الشخصية للمديرين لها تأثير كبير على قرارات الإندماج والإستحواذ وتتمثل بصفة عامة في ثلاث دوافع: (الجرم، 2013 : 54-56).

أ- **دافع الوكالة (Agency) :** في بعض الأحيان يكون قرار الإندماج والإستحواذ من جانب المديرين بدلا من المساهمين خاصة في المنشآت الكبيرة، ولذلك يوجد ما يسمى بصراع الوكالة بين المديرين والمساهمين، فعمليات الإندماج والإستحواذ تكون بدافع تحقيق المنفعة الذاتية للمديرين بدلا من تعظيم ثروة

المساهمين وفي هذه الحالة قد يؤدي النمو عن طريق الإندماج والإستحواذ إلى تدمير قيمة المنشأة وفي هذا المجال وجد البعض ثلاثة دوافع مرتبطة بتعظيم المصلحة الذاتية للمديرين:

1- بناء إمبراطوريات أي زيادة حجم مؤسساتهم حتى تصبح اللاعب المهيمن في السوق أو في الصناعة وبالتالي تأمين وظائفهم وإكتساب قدر كبير من الأهمية والهيبة على حساب المساهمين.

2- المكافآت والمنافع الجانبية الناتجة عن الإندماج.

3- الغرور الإداري .

ب- دافع الإستحواذ الدفاعي (Defensive Acquisition) : تشير هذه الفرضية إلى أن قرار المديرين بشأن الإندماج والإستحواذ بغرض زيادة حجم منشأتهم لتجنب الإستحواذ عليها من منشآت أخرى أكبر منها حجماً وفقاً لفرضية (تأكل أو تؤكل) فعندما تكون هناك تغيرات تنظيمية أو تكنولوجية تدفع المديرين لإتخاذ قرار الإندماج والإستحواذ الدفاعي لتحقيق منافعهم الذاتية كأن تظل مؤسساتهم مستقلة ولا يكون هناك تهديد لفقدان وظائفهم، حتى ولو كانت تلك المعاملات غير مربحة لمنشأتهم أو للمساهمين.

ج- دافع الغطرسة (Hubris Motive) : في بعض الحالات يكون الدافع من عمليات الإندماج والإستحواذ هو الإفراط في التوقعات المتفائلة للمديرين، إيماناً بقدراتهم الذاتية، وتعتبر هذه الحالة من بين الأسباب الحاسمة لفشل الإندماجات والإستحواذات خصوصاً بين المنشآت كبيرة الحجم، ذلك أن متخذي قرار الشراء يقدمون عروضاً مبالغ فيها نتيجة غطرسة ومبالغة المديرين في تقدير مزايا الإندماج للمنشأة المستهدفة، فضلاً عن زيادة الضغوط التنافسية قد تدفع المديرين لإتخاذ قرار الإندماج أو الإستحواذ والمغالاة في رفع العلاوة (الفرق بين سعر الشراء وسعر السوق)، وقد يؤدي ذلك إلى عدم وجود مكاسب ناتجة عن التآزر.

### 2 1 2 تعظيم ثروة حملة الأسهم.

كما تم ذكره سابقاً أن درجة نجاح عملية التقارب بين الكيانات تتوقف على مدى تحقيق قيمة مضافة أي (تحقيق التآزر) هذه الأخيرة قد يحقق من خلالها حملة الأسهم عائداً غير عادية (إستثنائية) بعد الإندماج . وفي هذه الشأن يقول الجرم (2013: 97-106) أن النظرية النيوكلاسيكية لتعظيم الربح تشير إلى أن القوة التنافسية للسوق تحفز الشركات لتعظيم ثروة حملة الأسهم، وتذهب هذه النظرية إلى أن

الشركات سوف تندمج إذا كان ذلك سيسفر عن زيادة في ثروة المساهمين في الشركات المستحوذة (مقدمة العطاءات) وهذه الزيادة من المرجح أن تكون نتيجة لزيادة الربحية للشركات المستحوذة بعد الاندماج وهذه الأخيرة (الزيادة في الربحية) هي ناتجة من القوى الإحتكارية أو من خلال التآزر أو من خلال الاستفادة من القدرات الإدارية، وتشير هذه النظرية إلى أن مجرد تحقيق مستوى معين من الربحية فإن المديرين سوف يحاولون تعظيم أقصى قدر ممكن من المنافع الشخصية لهم، وهذا ربما لا يتوافق بالضرورة مع تعظيم ثروة حملة الأسهم، فالمصالح الذاتية للمديرين تتضمن: تخفيض مخاطر فقدان وظائفهم وزيادة مستوى أجورهم والعمل على عدم الإستحواذ على شركتهم من قبل شركات أخرى، بمعنى تعظيم منافع المديرين لا يتطلب بالضرورة زيادة الربحية بل يتوقف أساسا على زيادة حجم الشركة. فلا شك أن تحقيق عائدات إيجابية لحملة الأسهم تعتبر من أهم دوافع عمليات الاندماج والإستحواذ، فهو أهم هدف يسعى إليه المديرين بدافع الغطرسة أو تكوين إمبراطوريات لتحقيق منافع شخصية أو كوسيلة دفاعية، إلا أن أهداف المساهمين تتركز أساسا في زيادة معدل الربحية والذي يمكن قياسه من خلال معدل العائد على الأسهم والذي يختلف عن أهداف المديرين الذين يسعون إلى تحقيق منافع شخصية لكن قد يكون من ضمن أدواتها زيادة معدل الربحية، وبالتالي يمكن القول أن عمليات الاندماج والإستحواذ من المتوقع أن ينتج عنها تعظيم ثروة حملة الأسهم نتيجة تحسين الكفاءة و زيادة القوة السوقية و الحد من المخاطر .

بالإضافة إلى ذلك فإن قسط الاندماج و الاستحواذ و طريقة دفع هذا القسط هي دوافع قوية لحملة الاسهم ( الشركات المستهدفة ) من اجل تحقيق أرباح رأسمالية و توفير سيولة عالية لديهم .

**2 1 2 دوافع أخرى للاندماج :** ومن وجهة نظر أخرى توجد عدة عوامل تدفع بمنشآت للاندماج من أهمها: (العارضي والشمري، 2012: 76-79).

**1- إشتداد المنافسة والحاجة المتزايدة:** قد تدخل المنشآت في عمليات إندماجية بهدف تعزيز مراكزها التنافسية، أو من أجل الدخول إلى أسواق جديدة يهيمن عليها اللاعبون الأساسيون في سوق ولذلك تلجأ بعض المنشآت من أجل الولوج السريع لهذه الأسواق أو في حالة عجز المنشأة عن تنمية قدراتها لمواجهة المنافسة الشديدة.

2- **صغر حجم المنشآت:** فهذه المنشآت عادة لا تستطيع المنافسة بمواردها قصيرة الأجل وبقدراتها المحدودة ونقص خبراتها في إدارة الإستثمارات خاصة أن الإندماج هو وسيلة لتكوين منشآت كبيرة وفورية.

3- **تفادي المصاعب المالية والتصفية:** قد تلجأ المنشآت للإندماج مع بعضها البعض نظرا لعدم قدرتها على تقوية قواعدها الرأسمالية، أو خوفا من الإفلاس والتصفية. كما قد تكون عمليات التمويل حافزا لإندماج منشأتين أو أكثر، ولذلك نجد بعض المنشآت تلجأ إلى منشآت أخرى تتوفر لديها سيولة نقدية كبيرة، أو لديها قدرة أكبر على الإقتراض، ويقول العامري (2010): "الإندماج هو أحد أساليب إعادة هيكلة المنشآت المعسرة ماليا أو تشغيليا". (636)

4- **التطور التكنولوجي:** تلجأ الشركات للإندماج من أجل إكتساب مهارات وموارد تقنية وذلك لزيادة قدرتها التنافسية أو إرتفاع تكاليف إقتناء التكنولوجيا الجديدة يدفع بالشركات للإندماج. فمن نتائج عمليات الإندماج زيادة حجم الشركات أي خلق وحدات إقتصادية ذات الحجم الكبير والتي تستطيع الإستفادة بدرجة أكبر من التقدم التكنولوجي، فالإندماج بين الشركات جاء كمحاولة للإستفادة من التكنولوجيات الجديدة التي تحابي الحجم الكبير، ومن جهة أخرى فإن التقدم التكنولوجي هو أحد عناصر الإنتاج أين أصبحت الشركات تعمل على تطوير تكنولوجياتها وبالتالي فهي تخصص ميزانيات كبيرة للبحث العلمي، هذه الأخيرة (الميزانيات الضخمة) لا توفرها إلى الوحدات الإقتصادية الضخمة، وعليه يمكن القول أن التقدم التكنولوجي والمحابي للحجم الكبير والذي ستلزم ميزانيات ضخمة للبحث والتطوير أشعل حركة الإندماج، وفي المقابل يمكن القول أن الإندماج أشعل حركة التطوير المستمر للتكنولوجيا (العوضي وبسيوني، 2005: 79-80).

### 2-1-3- آثار عمليات الاندماج والاستحواذ:

تعددت آثار عمليات الإندماج و الإستحواذ بين الإيجابية منها و السلبية سواء على مستوى الشركات المندمجة أو على المستوى الإقتصادي أو على المستوى الإجتماعي ، و فيما يلي يتم عرض بعض آثار عمليات الإندماج و الإستحواذ (على أسعار الاسهم و حقوق المساهمين )، ولكن قبل ذلك تجدر الإشارة إلى الجانب المالي ( تكلفة الإندماج و طرق الدفع ) لهذه العمليات كالتالي :

فيقول يشير العامري ( 2010 : 648 \_ 651 ) إن قرار الإندماج المبني على أسس صحيحة لابد أن يؤدي تنفيذه إلى صافي قيمة حالية موجبة للمنشأة الدامجة، بمعنى عملية الإندماج الناجحة هي

العملية التي تحقق مكاسب للمنشأة الدامجة وذلك عندما تكون القيمة الحالية (السوقية) بعد الإندماج أكبر من مجموع القيم الحالية للمنشآت المندمجة وهي منفصلة أي تحقق التآزر (Synergy) ولذلك يجب على المحلل دراسة العوامل المؤثرة في العملية لتحديد المبلغ المدفوع أو نسبة تبادل الأسهم مع المنشأة المستهدفة وتقسيم المكاسب المتحققة عن الإندماج بين مساهمي المنشآت المندمجة، إلا أن هذا لا يكفي لإتخاذ قرار نهائي بشأن الإندماج لابد من الأخذ بعين الإعتبار تكلفة الإندماج (تكلفة دمج المنشأة المستهدفة)، حيث أن ذلك يحدد نسبة المكاسب التي يتحصل عليها مساهمي المنشأة الدامجة من مجموع المكاسب المحققة من عملية الإندماج، في حين تعبر تلك التكلفة عن صافي المكاسب لمساهمي المنشأة المستهدفة، ويمكن إحتساب المكسب الذي يحققه الإندماج (وتمثل تكلفة الإندماج صافي القيمة التي تدفعها المنشأة الدامجة لحملة أسهم المنشأة المندمجة، أو هي العلاوة (القسط) المدفوعة من قبل المنشأة الدامجة إلى المنشأة المستهدفة بالمقدار الذي يزيد عن قيمتها كوحدة منفصلة، وغالبا ما تكون هذه العلاوة المدفوعة نقدا أو بالإستدانة أو عن طريق تبادل الأسهم :

- **الدفع نقدا ( سيولة )** : تستخدم المنشآت أسلوب الدفع نقدا في عمليات الإندماج أو الإستحواذ، وبالتالي فإن المبلغ المدفوع هو محدد ومعروف لدى الطرفين فمن مزايا هذا النوع من التمويل، هو عدم إصدار المنشأة الدامجة أي إصدارات جديدة من الأسهم بالإضافة إلى أنه تتميز بالبساطة والدقة والسرعة في إتمام الصفقة، وكذلك زيادة عوائد المنشأة الدامجة بدون زيادة عدد الأسهم وهذا يعني زيادة ربحية السهم وانعكاس ذلك على مضاعف الربحية  $\frac{P}{E}$  . من جهة أخرى يفضل مساهمو المنشأة المستهدفة أسلوب الدفع النقدي لما يوفره من سيولة نقدية إليهم بحيث يجعلهم في وضع أفضل لتغيير محافظتهم الإستثمارية. فالتسديد النقدي هي أسهل طريقة إذا ما إمتلك الشركة (الدامجة/ المستحوذة) تدفق نقدي، أولها قدرة على الإستدانة وهذا إختيار يعتمد على ظروف السوق (أسعار فائدة منخفضة) .

\* تكلفة الإندماج الممول نقدا = النقد المدفوع - القيمة السوقية للمنشأة المندمجة وهي منفصلة

\_ \_ الشراء بالإستدانة :

تتمثل الطرق المختلفة للشراء بالإستدانة فيما يلي : ( رديف و لبيق , 2013 : 5\_3 )

أ- " LBO " الشراء بالإستدانة **Leverage buy out**

هو أسلوب مالي يستخدم عندما تستعمل الشركة الدين لتسوية المعاملات (أي تمويل صفقة الإندماج أو الإستحواذ بديون)، ولتحقيق LBO يجب أن تكون أرباح الشركة (الدامجة/ المستحوذة) تعوض الديون أو تسمح بتسديد الديون وهذه النقطة مهمة جدا في هذا النوع من التمويل، أي يجب أن يكون معدل ربحية الشركة أعلى من معدل الفائدة على الديون، فالشراء بالإستدانة هي طريقة سهلة نسبيا لإيجاد التمويل ومع ذلك فهي مخاطرة لأنها تؤثر على معدل نمو الشركة الناتجة من الإندماج.

ب- **Junk Bonds**: السندات غير مرغوب فيها (أو الرديئة):

هي أوراق مالية توفر عوائد عالية جدا وأعلى بكثير من الإلتزامات، لكن تحمل المستثمرين مخاطر عالية. فهي سندات ذات درجة غير إستثمارية (BBB) كانت هذه السندات في الثمانينات القوة الدافعة لعمليات الإندماج والإستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث بدأ دريكسل بيرنهام ببيع السندات الرديئة لتمويل الإستحواذ في 1981 . أدى إرتفاع التضخم في و.م.أ وزيادة المنافسة في القطاع المالي بالمؤسسات الإستثمارية للبحث على أوراق مالية ذات عوائد مرتفعة وهذه الأخيرة أغرت المؤسسات لتحمل مخاطر عالية . في 1984 قدر البنك الإحتياطي الفيدرالي حوالي 41% من السندات الرديئة المصدرة كانت تستخدم لعمليات الإندماج والإستحواذ . (Suman, 1999 : 44)

في بعض الأحيان يؤدي الإعلان عن الإندماج إلى إرتفاع في القيمة السوقية للمنشأة المندمجة نتيجة لتوقعات المستثمرين المستقبلية من إرتفاع في القيمة نتيجة المكاسب التي ستحقق بعد الإندماج، وهذا ما يؤثر على التفاوض والإتفاق بين المنشآت المندمجة لتحديد قيمة الإندماج على أساس القيمة السوقية التي تأثرت بالإعلان، مما يزيد من التكلفة الحقيقية للإندماج.

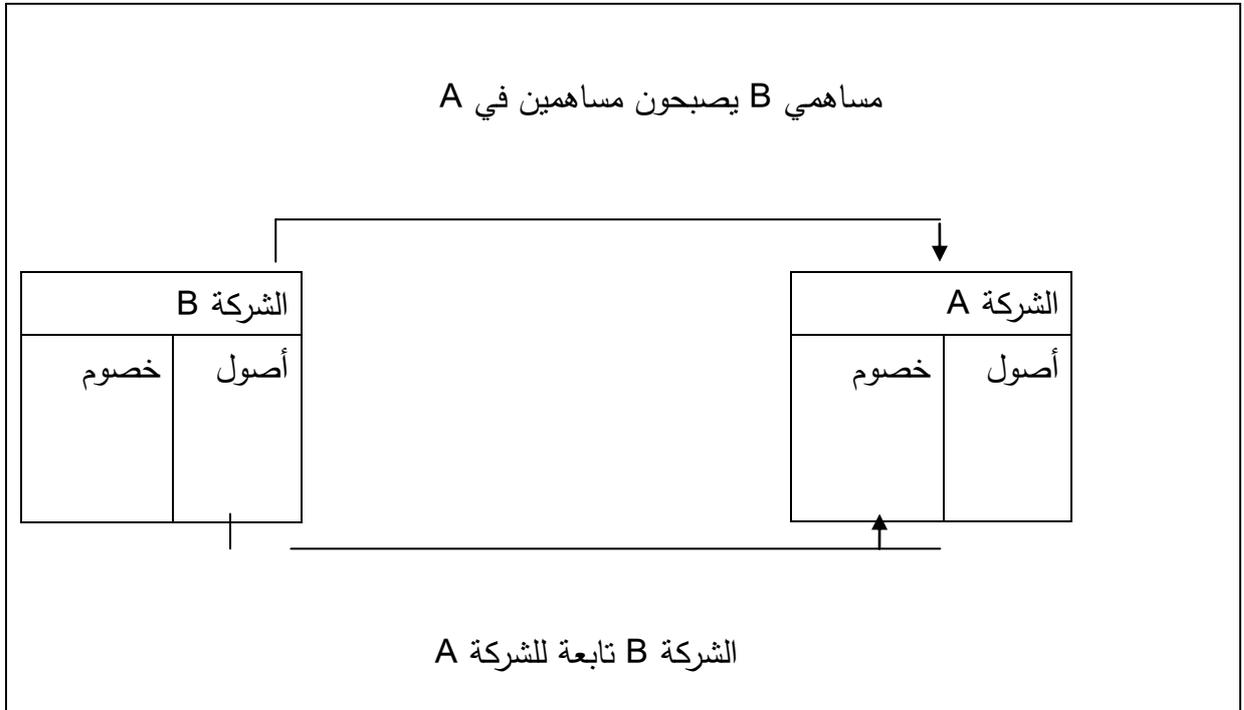
- تبادل الأسهم: وتعد هذه الطريقة من أكثر الطرق شيوعا في العمليات الإندماجية في الوقت الحاضر، ففي حالة الإندماج عن طريق الضم يمكن تحديد سعر شراء الشركة المستهدفة للإندماج ونسبة تبادل مع أسهم الشركة الدامجة فمثلا: يحصل مساهم في الشركة المستهدفة على سهم واحد في الشركة

الجديد مقابل تنازله عن سهمين من شركته القديمة . أما في حالة الإندماج بالمزج على الشركتين الدامجة والمندمجة الإتفاق على شرط الإندماج ويعتمد سعر سهم المنشأة الجديدة في السوق على ربحية السهم وكذا على نسبة مضاعف الربحية  $\frac{P}{E}$  (العارضي والشمري، 2012: 101).

بمعنى يتم الإندماج من خلال تبادل أسهم بين الشركة الدامجة والمندمجة وبالتالي إستمرار العلاقة بين مساهمي الشركتين. و في ما يلي نبين ميكانيزم التمويل عن طريق تبادل الاسم .

من خلال الشكل أدناه و الذي يوضح ميكانيزم الاندماج عن طريق تبادل الاسهم بين الشركتين A و B ، حيث الشركة A هي الشركة الدامجة و الشركة B هي الشركة المندمجة أو المستهدفة . و وفقا لهذه العملية فإن الشركة B تصبح فرع تابع للشركة A ( أي مساهمي الشركة B يصبحون مساهمين في الشركة A ) و هذه الاخيرة ( A ) تقوم برفع رأسمالها من خلال إصدار أسهم جديدة ، و يتم تبادل هذه الاسهم الجديدة مقابل حصص من الشركة B و بذلك تصبح هذه الاخيرة شركة تابعة للشركة A .

الشكل رقم (01): الإندماج من خلال تبادل الأسهم.



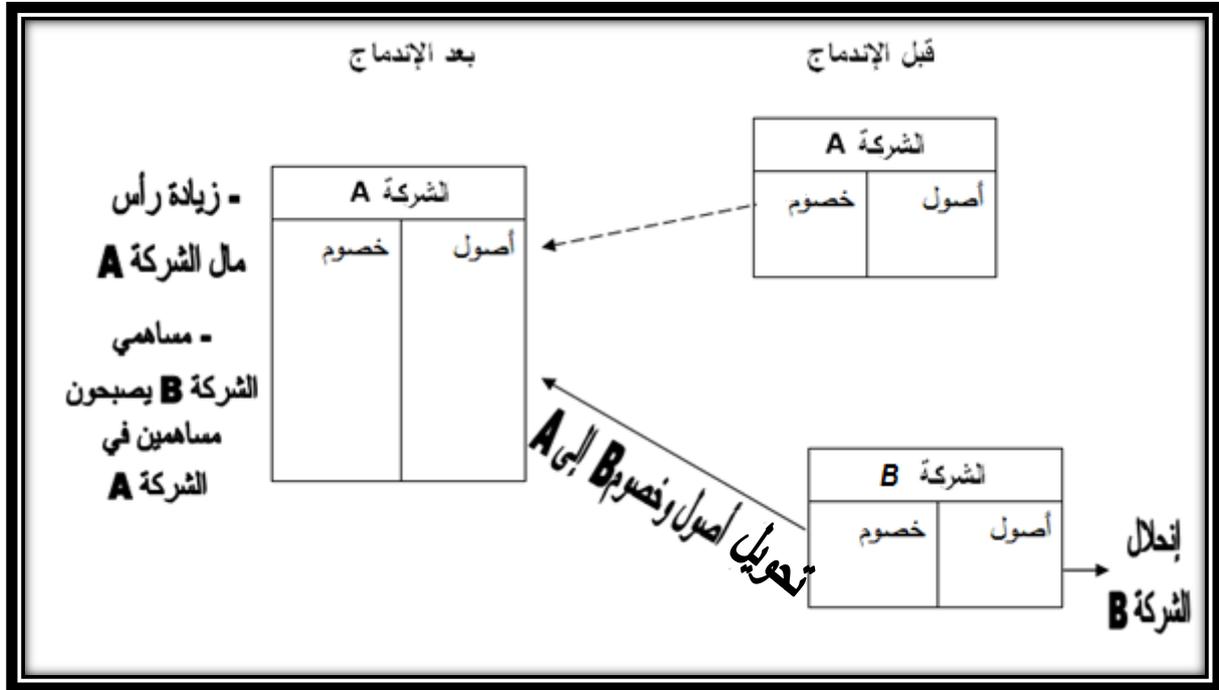
المصدر Olivier Meier et Guillaume Schier ,( 2009), Fusions Acquisitions, Dunod ,paris,75

أ - نسبة تبادل الأسهم **Exchange Ratio (ER)**: نسبة التبادل نشير إلى كم من سهم تدفعه الشركة المالكة للحصول سهم واحد في الشركة المستهدفة. كما سبق وذكرنا إختلاف شكل الإندماج (مزج، ضم) يختلف تحديد نسبة تبادل الأسهم.

1 - في حالة الإندماج بالضم / الإمتصاص: الشكل أدناه يعطي صورة عن الإندماج بالضم أو

بالإمتصاص حيث تمتص الشركة A الشركة B و تبقى الشركة A قائمة و تزول الشركة B ويصبح مساهمي B مساهمين في الشركة A و هذه الأخيرة ترفع من رأسمالها .

الشكل رقم (02) الإندماج عن طريق الإمتصاص.



المصدر: Olivier Meier et Guillaume Schier,(2009), *Fusions Acquisitions*,Dunod ,paris, 81.

إن الإندماج من خلال تبادل الأسهم يترتب عليه بقاء مساهمي الشركة الهدف أي يصبحون مساهمين في الشركة الجديدة وبالتالي يجب إعادة توزيع السلطة.

- حالة A تمتص B:

A: الشركة المالكة (المستحوذة والدامجة)  $P_A = 400$  : قيمة سهم الشركة المالكة.

B: الشركة المستهدفة  $P_B = 150$  : قيمة سهم الشركة المستهدفة.

الطريقة (1) : القيمة الإقتصادية للسهم الواحد (طريقة مباشرة)

$$\frac{P_B}{P_A} = \frac{\text{قيمة سهم المستهدف}}{\text{قيمة سهم المالك}} = \text{نسبة التبادل}$$

$$0,375 = \frac{150}{400} = \text{نسبة التبادل}$$

معناه 1 سهم من الشركة B = 0,375 سهم من A

الطريقة (2): القيمة الإقتصادية النسبية للشركتين (طريقة غير مباشرة)

لدينا: قيمة سهم الشركة A =  $P_A = 400$

عدد أسهم الشركة A =  $N_A = 10000$

قيمة الشركة A المالكة (المستحوذة) = قيمة السهم  $\times$  عدد الأسهم

$$V_A = P_A \cdot N_A$$

$$V_A = 400 \times 10000 = 4000000$$

ولدينا: قيمة سهم الشركة B  $P_B = 150$

وعدد أسهم الشركة B  $N_B = 20000$

قيمة الشركة B (المستهدفة)  $V_B = P_B \cdot N_B$  ,

$$V_B = 150 \times 20000 = 3000000$$

إذن الأوزان النسبية

$$P_r = \frac{V_B}{V_A} = \frac{3}{4} = 0,75$$

$P_r$  معناه فرق القيمة بين الشركتين (مقارنة قيمة الشركتين).

إذن نسبة التبادل بين A و B حسب هذه الطريقة:

$$\left(\frac{NA}{NB}\right) \times P_r = \text{معامل الإستبدال}$$

$$\left(\frac{10000}{20000}\right) \times 0,75 =$$

$$0,375 = \text{نسبة الإستبدال}$$

إذن عدد الأسهم المصدرة الجديدة من طرف A ( $AN_A$ ) هو =

$$AN_A = \left(\frac{PB}{PA}\right) \times N_B \quad \text{أو} \quad AN_A = \left(\frac{VB}{VA}\right) \times N_B$$

$$AN_A = 0,375 \times 20000 = 7500 \text{ سهم}$$

معناه لكي تستطيع الشركة A إمتصاص الشركة B يجب عليها إصدار 7500 سهم إضافي جديد

أي الشركة A تصدر 17500 سهم (10000 + 7500)

- نسبة توزيع الأسهم بعد العملية (توزيع السلطة) :

- نسبة الأسهم المملوكة من قبل مساهمي الشركة A بعد العملية:

$$A(\%) = \frac{\text{عدد الأسهم الشركة A}}{\text{عدد الأسهم المصدرة + عدد أسهم الشركة}}$$

$$A(\%) = \frac{N_A}{N_A + AN_A}$$

$$A(\%) = \frac{10000}{7500 + 10000} = 57,14\%$$

إذن ملكية المساهمين القدامى (مساهمي A) بعد الإندماج هو 57,14% من الإصدار الجديد.

وملكية المساهمين الجدد (مساهمي B) بعد الإندماج هي 42,86 % من الإصدار الجديد

$$B(\%) = 100 - 57,14 = 42,86\%$$

- حالة B تمتص A

$$P_B = 150 \quad =B \text{ الشركة المالكة (المستحوذة / الدامجة)}$$

$$P_A = 400 \quad =A \text{ الشركة المستهدفة}$$

إذن نسبة تبادل الأسهم بين الشركتين حسب الطريقة المباشرة

$$\frac{P_A}{P_B} = \text{نسبة التبادل}$$

$$2,666 = \frac{400}{150} = \text{نسبة التبادل}$$

معناه 1 سهم من الشركة A = 2,666 سهم من B

وحسب الطريقة غير المباشرة فإن نسبة تبادل الأسهم بين A و B هي:

$$V_B = 3000000 \quad \text{لدينا: قيمة الشركة B المالكة}$$

$$V_A = 4000000 \quad \text{و قيمة الشركة A المستهدفة}$$

$$\left(\frac{N_A}{N_B}\right) \times P_V = \text{إذن نسبة التبادل}$$

$$\left(\frac{20000}{10000}\right) \times 1,333 =$$

$$2,666 =$$

إذن عدد الأسهم المصدرة الجديدة من طرف B ( $AN_B$ ) هي:

$$AN_B = 2,666 \times 10000 = 26666 \text{ سهم}$$

معناه لكي تستطيع الشركة B إمتصاص A يجب عليها إصدار 26666 سهم إضافي جديد.

أي الشركة B تصدر 46666 سهم ( $20000 + 26666$ )

- توزيع السلطة أو نسبة توزيع الأسهم بعد العملية :

$$A(\%) = \frac{AN_B}{N_B + AN_B} = \frac{26666}{20000 + 26666} = 57,1\%$$

إذن ملكية المساهمين (B) القدامى من الإصدار الجديد هو 42,86%

أما نصيب مساهمي A هو 57,1%

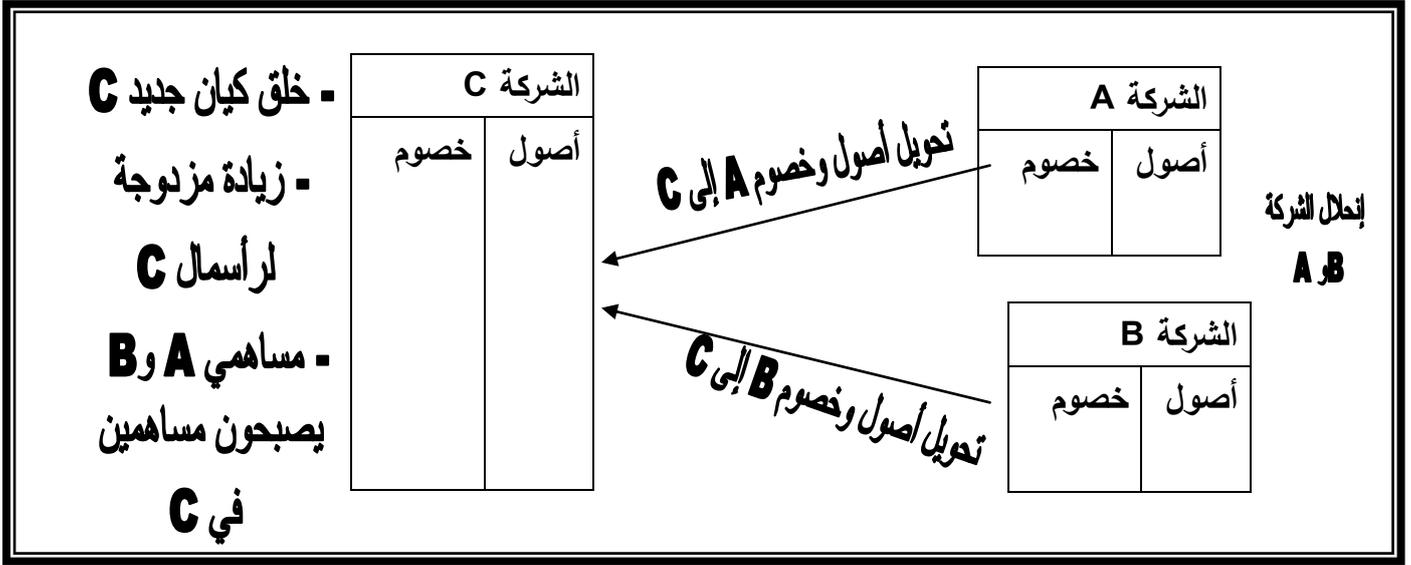
2- في حالة الإندماج بالمزج أو بالإتحاد (خلق كيان جديد) :

الإندماج عن طريق إنشاء كيان جديد هي عملية تختفي أو تزول فيها الكيانات المندمجة (إنحلال

الشخصية الاعتبارية للكيانات) و مساهمي الشركات المندمجة يصبحون مساهمين في الكيان الجديد وفقا

للشكل التالي:

الشكل رقم (03): الإدماج عن طريق خلق كيان جديد.



المصدر: Olivier Meier et Guillaume Schier,( 2009), *Fusions Acquisitions*,Dunod ,paris, 88

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن الاندماج عن طريق خلق كيان جديد C يترتب عليه إنحلال الشخصية المعنوية للشركات المندمجة A و B أي يصبح مساهمي كلا الشركتين مساهمين في الكيان الجديد .

الشركة B	الشركة A	
20000	10000	عدد الأسهم قبل الإندماج
50	100	القيمة الإسمية للأسهم
1000000	2000000	صافي القيمة الدفترية للأسهم قبل الإندماج
2000000	2500000	صافي حقوق المساهمين بعد الإندماج

- حالة الشركة A تمتص الشركة B:

- عدد الأسهم المصدرة الجديدة (إضافية) من طرف A لإمتصاص B:

$$AN_A = \left(\frac{PB}{PA}\right) \times N_B$$

$$= 0,375 \times 20000 = 7500 \text{ سهم}$$

- القيمة الإسمية لزيادة رأس المال = القيمة الرسمية للسهم x عدد الأسهم المصدرة الجديدة

$$7500 \times 100 = 750000 \dots \dots \dots (1)$$

$$- \text{صافي حقوق المساهمين بعد الإندماج (B)} = 2000000 \dots\dots\dots (2)$$

ومنه فإن قسط/علاوة الإندماج هو كالتالي:

$$(2) - (1) = 2000000 - 750000$$

$$= 1250000$$

2- حالة الشركة B تمتص الشركة A

- عدد الأسهم المصدرة الجديدة من طرف B لإمتصاص A

$$AN_B = \left(\frac{PA}{PB}\right) \times N_A = 26666 \text{ سهم}$$

القيمة الإسمية لزيادة رأس المال:

$$(1) \dots\dots\dots 1333300 = 50 \times 26666$$

$$\text{صافي حقوق المساهمين بعد الإندماج (A)} = 2500000 \dots\dots\dots (2)$$

$$\text{قسط الإندماج} = 1166700 = 2500000 - 1333300 = (2) - (1)$$

### 2-1-3-1-أثر الإندماج والإستحواذ على أسعار أسهم الشركات المندمجة :

قد يكون أثر الإعلان عن عملية الإندماج أو الإستحواذ في سوق الأسهم إيجابيا أو سلبيا، فرد فعل السوق على هذه الأخبار يتوقف على مدى إدراك المشاركين في السوق بحيثيات الصفقة، وفي معظم الحالات سوق ترتفع أسهم الشركة المستهدفة بسبب العرض المقدم لها من طرف الشركة الدامجة على إفتراض تقديم علاوة كبيرة لسعر سهم المستهدف وبالتالي تداول أسهم الشركة الهدف بأكثر من قيمتها بسبب تقديم عروض غير واقعية من المستحوذ أو أن الشركة المستهدفة غير مرغوب بما فيه الكفاية لجذب عرض منافس، وبالمقابل فإن أسهم الشركة مقدمة العروض تنخفض عند إعلان صفقة إندماج أو إستحواذ بسبب توقعات المشاركين في السوق بشأن سعر الشراء المبالغ فيه، أو ينظر إلى الصفقة بإعتبارها غير تراكمية (ربحية السهم)، أو يعتقد المستثمرون في السوق أن المستحوذ يتحمل ديون تمويل

الصفحة . <http://www.investopedia.com/articles/investing/102914/how-mergers-and-acquisitions-can-affect-company.asp>

وبشير panayides and Gong (2002) إلى أن الإندماج والإستحواذ هي إستراتيجية لها تأثير مباشر وفوري على قيمة الشركات المندمجة بسبب رد فعل سوق الأسهم لإعلان الإندماج . السبب الكامن وراء إستخدام بيانات السوق لتقدير آثار عمليات الإندماج و الإستحواذ على سوق الأسهم هو أن أسعار الأسهم تعكس تنبؤات المستثمرين بالأرباح في المستقبل ، و بالتالي كلما كان سوق الأوراق المالية كفاء ( تفاعل السوق بسهولة مع المعلومات المتاحة ) كلما تأثرت أسعار الأسهم نتيجة الإعلان عن عملية إندماج أو إستحواذ . و كذلك مدى إستيعاب المعلومات من قبل المستثمرين ، فتباين أداء أسعار أسهم الشركات المعنية بالإندماج بعد الإعلان عن العملية في سوق الأسهم يتوقف على تباين الآثار المترتبة على الأطراف المعنية بالعملية (المستهدف والمستحوذ) أي تقدير آثار هذه العملية على التدفقات النقدية المستقبلية ، وكذلك على العلاقة بين سعر السهم وتوقعات السوق (المستثمرين) لأن عمليات الإندماج والإستحواذ هي قرار إستراتيجي هام يؤثر على قيمة ونمو الشركة وعلى الوضع التنافسي، كما أن تأثر أسعار الأسهم عند الإعلان بسبب النتائج طويلة المدى المتوقع تحقيقها من عملية الإندماج، بالإضافة إلى تأثير سعر الصفقة على العملية.

وقدم كل من Agarwal and Singh (2006) بحثا حول أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على سعر السهم وحجم التداول حيث قال أنه "من الشائع أن نرى مستويات مرتفعة بشكل غير عادي من حجم تداول أسهم الشركة الهدف قبل الإعلان عن الإندماج أو الإستحواذ وبالتالي فإن حجم التداول يشير إلى وجود مستثمرين متفائلين . " ويفسر الباحثان تحركات الأسعار بشكل غير طبيعي كدليل على رد فعل السوق إتجاه الإعلان عن الإندماج، وزيادة حجم التداول نتيجة سلوك أسعار الأسهم (إرتفاع) المتوقعة مستقبلا على أساس المعلومات المتاحة عن الإندماج والإستحواذ

## 2-3-1-2 أثر الاندماج والاستحواذ على الحقوق المساهمين:

يعتبر تأثير عملية الاندماج أو الإستحواذ على ثروة مساهمين كل من الشركة الهدف والشركة المالكة قضية مهمة جدًا بغض النظر عن الدافع وراء العملية، فمن خلال عدة دراسات تجريبية تم التوصل إلى أن عملية الإندماج أو الاستحواذ في معظم الحالات تؤدي إلى خلق ثروة لمساهمي الشركة المستهدفة أي ( تحقيق مكاسب غير عادية كبيرة) أما مساهمي الشركة المالكة فإنهم يحصلون على مكاسب ضئيلة أو سلبية ويعود ذلك إلى تحمل الشركة المالكة لتكاليف العملية، ومن بين هذه الدراسات التي طرحت إشكالية تأثير الإندماج على حقوق المساهمين هي دراسته Meblourne (2000) اين حاول الباحث إختبار

فرضية الغطرسة The Hubris Theory والقائلة أن عمليات الاندماج والإستحواذ لا تؤثر فقط في قيمة الشركات المندمجة وإنما تؤثر كذلك على عوائد المساهمين إما سلباً أو إيجاباً، و أوضحت هذه النظرية أنه عند الاعلان عن عملية إندماج او إستحواذ ترتفع قيمة الشركات المستهدفة ( تسجل إرتفاعاً في سعر السهم) في حين الشركات المالكة ( مقدمة العطاءات) تتكبد خسائر من حيث سعر السهم أي تتناقص قيمتها , ونتيجة لذلك فإن مساهمي الشركات المستهدفة يحقون مكاسب إيجابية ومساهمي الشركات المالكة يحققون مكاسب سلبية ( أو هامشية)، والمنطق من وراء ذلك كما ( تعلقه هذه النظرية) هو أنه عندما تعلن شركة عن عرض إندماج الشركة الهدف فإن سعر السهم لهذه الأخيرة يرتفع ذلك لأن حملة الأسهم في الشركة المستهدفة على إستعداد للتنازل عن أسهمهم مقابل أقساط مرتفعة تقدم من طرف الشركة المكتسبة، وهذا السلوك يعزى في بعض الأحيان إلى الثقة المفرطة لمساهمي الشركة المكتسبة، وبالتالي فإن الغطرسة تتسبب في زيادة سعر سهم الشركة المستهدفة أي إرتفاع قيمتها، ومن ناحية أخرى فإن مساهمي الشركة المكتسبة تعاني من خسائر رأس المال من قيمة السهم ( في المدى القصير) لأنه يجب تخصيص نقدية أو أسهم إضافية لمساهمي الشركة الهدف واحيانا تبالغ في تقديم العطاءات وبالتالي إنخفاض قيمتها. فقد سعى الباحث Melbourne إلى إختبار صحة هذه النظرية من خلال تتبع حركات سعر سهم كل من الشركة المستهدفة والشركة المالكة في سوق الأسهم قبل وبعد الإعلان عن العرض وبعد الإندماج الفعلي وكذلك تقدير العوائد غير العادية للمساهمين قبل وأثناء وبعد الاندماج، أين وظف الباحث بيانات من عمليات الاندماج الاستحواذ وقعت في استراليا ( 1993- 1997) وتم إختيار عينة عشوائية من مختلف الصناعات قدرت بـ 81 شركة مالكة و90 شركة هدف وتم التوصل إلى أن عمليات الاندماج والاستحواذ هي إستراتيجية لتعظيم القيمة تهدف إلى تعزيز ثروة المساهمين.

رغم ذلك تختلف الآراء حول ما إذا كانت عمليات الاندماج هدف لتعظيم ثروة حملة الأسهم أو هي ليست ضرورية لإنتاج مكاسب إقتصادية للمساهم، حيث ذهب الباحث Halpen إلى أن عمليات الاندماج والاستحواذ ليس لديها مكاسب إقتصادية للشركات المندمجة، فتحقيق عوائد إيجابية ليس هدف أساسي لاجراء الاندماج أو الاستحواذ، فالشركة المالكة ليست مهتمة بربحية الاندماج أي ليس بالضرورة لمديري الشركات الانخراط في هذه العمليات لتحقيق عوائد إيجابية لمساهميهم ذلك لأن الشركات المندمجة ( وخاصة الشركة المالكة) تسعى إلى تحقيق أهداف إستراتيجية أبعد من المكاسب الإقتصادية الإيجابية.

### 2-3-1-3- أثر الإندماج والإستحواذ على المنافسة والإحتكار.

أشار العديد من الإقتصاديون أن الإندماج هو الرابط بين المنافسة والإحتكار بمعنى الإندماج هو الطريق الذي يؤدي بالسوق من حالة منافسة إلى حالة إحتكار، فقد يكون أثر الإندماج إيجابي على القدرة التنافسية للشركات المندمجة فمن الملاحظ إندماج الشركات القوية القادرة على المنافسة ومع ذلك

تنتهج إستراتيجية الإندماج من أجل إنشاء كيانات أقوى تهدف إلى السيطرة على السوق وتقليل المنافسة وعرقلة دخول منافسين جدد وبالتالي الإندماج هو سلوك إحتكاري يخلق منافسة غير عادلة في السوق.

فالإقتصاديون يعتقدون أن للإندماج آثار إيجابية على السوق ولكن إذا تجاوزت هذه الإندماجات الحد المقبول قد تظهر آثار سلبية، فإندماج الشركات القوية والقادرة على المنافسة هو سلوك غير عقلائي قد يؤدي إلى ظهور إحتكارات وبالتالي التحكم في السوق والسيطرة على الأسعار (تفرض بذلك الشركات الأسعار التي ترغبها)، فالإندماج معناه زيادة حصة شركة ما في السوق بصورة تؤدي إلى إحتكارها في السوق وإلغاء ميزة المنافسة وخلق كيانات فوق عملاقة تؤثر على الإقتصاد ككل.

فعلاقة الإندماج بالمنافسة هي علاقة تأثير وتأثر لأن إشتداد المنافسة هو دافع من دوافع الإندماج والهدف من الإندماج هو تعزيز القدرة التنافسية للشركات والسيطرة على السوق وبالتالي زيادة الإحتكارات أي تأثر المنافسة بطريقة سلبية، لأن العلاقة بين الإندماج والإحتكار يرصدها العوضي وبسيوني (2005، 26-27) كما يلي:

- الإحتكارات هي من خصائص الوحدات الإقتصادية ذات الحجم الكبير وهذا الأمر متوافر في الإندماجات.

- من لوازم الإحتكارات السيطرة على الأسعار وعلى الكميات أي السيطرة على الأسواق وهذا هدف من أهداف الإندماج.

- من نتائج الإحتكارات الإستغلال أي تحقيق أرباح إحتكارية وتحقيق أرباح غير عادية هو من المحرضات على الإندماج.

- من أهداف الإحتكار الإضرار بالمنافسين، وهذا هدف رئيسي للإندماج.

وبالتالي يمكن القول أن المنافسة أشعلت حركة الإندماج بين الشركات ومن زاوية أخرى يمكن القول بأن الإندماج زاد من درجة إشتعال المنافسة مما نتج عنه تشكيل إحتكارات. وهو ما يثبت تداخل أسباب ونتائج الإندماج.

**2-1-4\_ النظريات المفسرة لموجات الاندماج والإستحواذ:**

هناك نظريات كثيرة حاولت تفسير تراكم عمليات الاندماج والإستحواذ في فترات معينة و من بين تلك النظريات مايلي :

**2\_1\_4\_1\_ النظرية النيوكلاسيكية:** ذكر Kavalen and Vister (2014 : 12-20 ) و إستنادا

إلى آراء بعض الباحثين أن موجات الاندماج والإستحواذ هي نتيجة لردود فعل الشركات على الصدمات الإقتصادية، التنظيمية، التكنولوجية، في بيئة الأعمال، فالشركات تتفاعل مع الصدمات المختلفة عن طريق إعادة تنظيم أعمالها من أجل الإستجابة بكفاءة للفرص التي تأتي مع الصدمات والتغيرات.

وبصف Gort (1969) موجات الاندماج والإستحواذ بالعقلانية لأنها تستند إلى الإضطراب الإقتصادي، فالشركات تسعى للتكيف مع التغيرات البيئية من أجل الإستقرار والبقاء لا لمقاومتها.

فالجواب الممكن لمختلف الصدمات هو إعادة توزيع الأصول من خلال الاندماج أو الإستحواذ وبما أن الشركات تتفاعل في وقت واحد وتتنافس للحصول على أفضل مزيج من الأصول وهو ما يخلق موجة من الإندماجات. كما ربطت النظرية النيوكلاسيكية نشاط الإندماج والإستحواذ برفع القيود التنظيمية والقانونية على مختلف الصناعات وخاصة القطاع المالي.

ومع ذلك Harford (2005) يقول أنه من الضروري توفير سيولة كافية لحدوث موجة، بمعنى بوجود صدمات وتوفر رأس المال اللازم لتمويل الصفقات فإنها تحدث موجة من الإندماجات والإستحواذات، حيث لاحظ Harford أن الصدمات تسبق الموجات وبالتالي هي عوامل تدفع عمليات الإندماج والإستحواذ، وكذلك تفسر النظرية النيوكلاسيكية تجمع عمليات الإندماج والإستحواذ عندما تكون تكاليف المعاملات منخفضة والسيولة عالية.

**2\_1\_4\_2\_ النظرية السلوكية:** تقوم هذه النظرية على أن العلاقة بين نشاط الإندماج والإستحواذ

وتقييمات البورصة (القيمة السوقية للأسهم) هي علاقة إيجابية. بمعنى تفسر هذه النظرية موجات الإندماج والإستحواذ كنتيجة لتقييم البورصة لأسهم مبالغ فيها (تضخيم القيمة السوقية لأسهم شركات معينة).

فقد تحدث موجات عندما يقوم مديرو الأسهم المضخمة (شركات مقومة بأكثر من قيمتها الحقيقية) بشراء أصول شركات مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية في البورصة، فالمدير يسعى إلى تحقيق نمو للشركة سواء كان مريحا أم لا. فهم يتسابقون لإستهداف الشركات المقومة بأقل من قيمتها من خلال عمليات الإندماج أو الإستحواذ أي يستغلون أسهمهم المبالغ فيها كعملة لشراء شركات منخفضة القيمة، وذلك قبل تصحيح السوق للقيمة (قبل فقدان القيمة المضخمة)، وفي المقابل فإن مساهمي الشركات المستهدفة هم على إستعداد لقبول عروض الأسهم المضخمة من أجل تعظيم الأرباح.

وبهذه الطريقة حسب النظرية السلوكية فإنها تتجمع عمليات الإندماج والإستحواذ وتحدث موجة كنتيجة لمبالغة السوق في تقدير القيمة لبعض الشركات والعكس بالنسبة للشركات الأخرى.

وبهذا المنطق فإن نهاية الموجة يكون مع إنخفاض العوائد غير الطبيعية أي (عندما يكون الفرق بين العائد المتوقع للمساهم والمبلغ المدفوع من عملية الشراء ضعيف).

إلا أن هذه النظرية تشوبها بعض النقائص كتجاهلها لكفاءة سوق الأوراق المالية وعدم شرح موجات الإندماج والإستحواذ بين الشركات غير مدرجة في البورصة حتى ولو أنه يمكن تقييمها (الشركات غير مدرجة) من حيث الأصول ولكن إحتمال حدوث إندماجات في نفس الوقت هو صغير جدا.

وهذا يعني أن تقييمات البورصة ليست دافعا قوي لحدوث الموجة وبالتالي نجد أن النظرية النيوكلاسيكية هي أكثر واقعية في تفسير موجات الإندماج والإستحواذ، وهذه بعض متغيرات الإقتصاد الكلي المفسرة للإندماجات والإستحواذات :

أ) أسعار الأسهم: قدمت النظرية النيوكلاسيكية فرضية مفادها أن مستوى أسواق الأسهم هي أحد العوامل المؤثرة على عمليات الإندماج والإستحواذ، إرتفاع أسعار الأسهم في كثير من الأحيان هو مؤشر على الرواج الإقتصادي (زيادة أرباح العديد من الشركات) ولوحظ مستويات عالية من الإندماجات وذلك في فترات إرتفاع أسعار الأسهم والنمو الإقتصادي السريع. و يورد Vister and Kavalen أقوال بعض الباحثين حيث يقول الباحث Nelson (1959) أن إرتفاع أسعار الأسهم يقود إرتجاه الإندماجات و قد قام بدراسة بيانات ربع سنوية بين عامي 1895-1904 وتوصل إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم الصناعية وعدد عمليات الإندماج والإستحواذ. وفي 2003 أكد vishney و Schleifer أن الطفرة في سوق الأسهم مرتبطة بموجات الإندماج. في 2004 قدم كل Rhodes -

Kropf و Viswanath دراسة مفادها أن نشاط الإدماج هو محرك لسوق الأسهم. وأكد باحثون آخرون أن سعر السهم، حجم السوق، معدل العائد على السهم كلها عوامل تلعب دورا رئيسيا في نشاط الإدماج والإستحواذ، معناه الحركات الإيجابية (إرتفاع) أو السلبية (إنخفاض) في أسعار الأسهم تؤثر على نشاط الإدماج والإستحواذ وفي نفس الإتجاه.

( ب ) أسعار الفائدة: سعر الفائدة هو عامل مهم في تحديد مستوى نشاط الإدماج والإستحواذ، حيث وجد أغلب الباحثين أن لسعر الفائدة تأثير كبير على عمليات الإدماج والإستحواذ وذلك لأن سعر الفائدة مرتبط بمستوى الإستثمار. بمعنى تفسر العلاقة الطردية بين سعر الفائدة ونشاط الإدماج والإستحواذ من خلال معدل العائد على الإستثمار، فإرتفاع أسعار الفائدة قد يتوجه عدد كبير من المستثمرين لإستثمار أموالهم في البنوك بدلا من الإستثمار في سوق الأوراق المالية (أسهم) أي المفاضلة بين الإستثمار ذات معدل فائدة مرتفع وبين الإستثمار في الأسهم، فهم مستعدون للتنازل عن الأسهم مقابل الحصول على عائد مرتفع من الإستثمار في البنوك، ومما سبق فإن إرتفاع أسعار الفائدة يشجع عمليات الإدماج والإستحواذ.

ولكن وجدت أبحاث أخرى أن العلاقة بين سعر الفائدة ونشاط الإدماج والإستحواذ هي علاقة عكسية ويمكن تفسيرها من خلال حجم الإقتصاد (الإنتعاش الإقتصادي) فإرتفاع أسعار الفائدة ينقلص حجم الإستثمارات وباعتبار الإدماج والإستحواذ هو إستثمار توسعي (أي يحتاج إلى سيولة كافية لتحقيق الصفقة) فإن حجم هذه لإستثمارات (الإندماج والإستحواذ) ينخفض نتيجة إرتفاع أسعار الفائدة.

( ج ) التضخم: في البحث الذي قدمته wilson (2013) تبين أن إنخفاض مستويات التضخم يشجع نشاط الإدماج والإستحواذ حيث قالت أن الإستقرار الإقتصادي الكلي والذي يقاس بمعدل التضخم له دور كبير في نشاط الإدماج والإستحواذ.

وفي دراسة تطبيقية لـ wilson و vengatachellum على مجموعة من البيانات حيث إستخداما التضخم (كمتغير مستقل) وقيمة الإدماج والإستحواذ (كمتغير تابع) وتوصلا إلى أن لمستويات التضخم المرتفعة أثر سلبي على نشاط الإدماج، ومع ذلك Fishman (1989) أكد أن زيادة المعروض النقدي (توفر السيولة) يحفز عمليات الإدماج والإستحواذ.

( د ) - الناتج المحلي الإجمالي: GDP ثبت من خلال عدة دراسات أن نشاط الإدماج يميل إلى الإرتفاع في فترات الانتعاش الإقتصادي فهذا الأخير يحفز الشركات لتوسيع نطاق أعمالها من أجل مواكبة النمو السريع للطلب الكلي، وبما أن الإدماج والإستحواذ هو شكل من أشكال تحقيق التوسع والنمو بكيفية سريعة فإنه كثير ما تحدث موجات الإدماج خلال فترات الانتعاش الإقتصادي. (هذا ينطوي على الإقتصاديات الكبيرة والمتقدمة لأنه من السهل إيجاد شريك مناسب للإندماج أو هدف لعملية الإستحواذ أي عندما يكون هناك عدد كبير من الشركات عكس الإقتصاديات الصغيرة والمتخلفة)، ومما سبق فإن الزيادة في GDP تؤدي إلى الزيادة في نشاط الإدماج والإستحواذ.

( هـ ) - حجم الطلب الكلي :

Maksimovic و philips في (2001) توصلا إلى أن الزيادة في الطلب يؤدي إلى زيادة نشاط الإدماج و الإستحواذ ، لأن زيادة الطلب معناه زيادة الإستثمارات و بالتالي إشتداد المنافسة و هو ما يحرض الشركات للإندماج من أجل الإنتقال من مستوى تنافسي إلى مستوى أعلى منه ، حيث أكد وفي Lanberecht في 2004 أنه " في بيئة ديناميكية يتبين أن هناك علاقة طردية بين الطلب في سوق المنتجات و المكاسب من عمليات الإدماج تقودها وفرات الحجم " (8: Nouwen,2011).

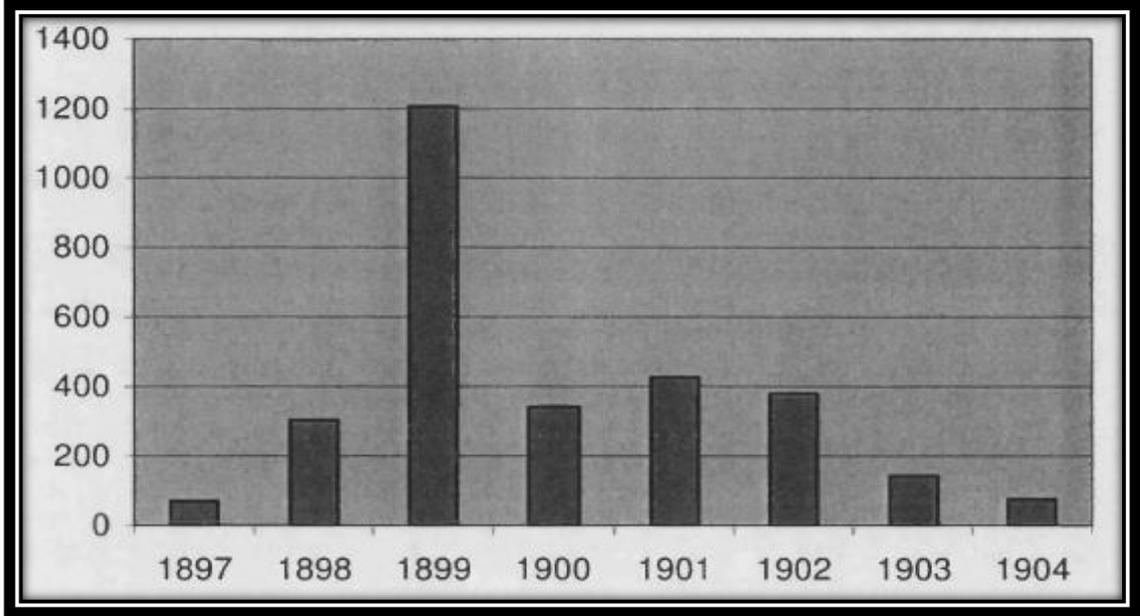
## 2-1-5 موجات الإدماج والإستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية:

يعتبر إقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية الأقوى عالميا في مختلف المجالات ولاسيما مجال الإدارة المالية والإستراتيجية، فبالنظر إلى النظام الرأسمالي الأمريكي والذي يتميز بالتركيز الإقتصادي أي ظهور مؤسسات ضخمة وقوية فهذه الأخيرة هي مصدر قوة الإقتصاد الأمريكي بإعتباره الأقدم في مجال إدماج الشركات حيث شهد ومنذ أواخر القرن 19 سبع موجات رئيسية ذكرها Termariyabuit (2006: 18-41) وهي:

### 2 1 5 1 الموجة الأولى: 1895-1904 "عصر الإحتكارات الكبرى".

بدأت أول موجة في الوم.أ في أواخر القرن 19 وبالضبط في 1895 وبلغت ذروتها في 1898-1902 وهي الفترة الأكثر كثافة من حيث نشاط الإدماج والإستحواذ بالنسبة لحجم الإقتصاد. كما هو مبين في الشكل ادناه :

الشكل رقم (04): موجة الإدماج والإستحواذ الأولى 1897-1904 ( من حيث العدد ) .



المصدر: Narudee Termariyabuit , stock market – driven acquisitions and toelod acquisitions in thailand,2006 , 19

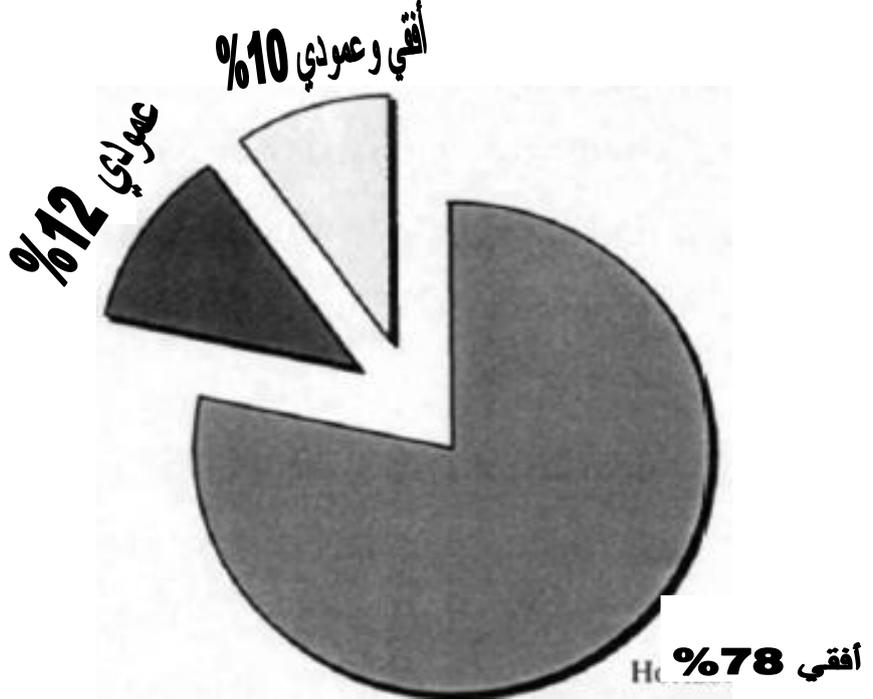
و من العوامل الأساسية التي أدت إلى هذه الموجة: يرتبط ظهور موجة الإدماجات الأولى بالانتعاش الإقتصادي الذي عرفته الو.م.أ في الفترة 1892-1902 وكذلك بالثورة الصناعية، تطور البنية التحتية الإقتصادية كلها عوامل ساعدت على إنشاء سوق وطني أمريكي والذي أدى إلى زيادة فرص النمو للشركات ، فجاءت هذه الموجة نتاج للتغيرات الكبيرة في مجال التكنولوجيا والإقتصاد و الصناعة وكذلك التغيرات التنظيمية والمالية (Cretin, 2014).

عرفت هذه الموجة بتكوين الشركات الإحتكارية الكبرى الأولى في الصناعات الثقيلة (تعدين، نפט، الصلب) نتيجة التوحيد الأفقي، فكان للموجة الأولى تأثير كبير على هيكل

الصناعة ( 3 : T.J.A Nowen, 2011 )، بالإضافة إلى أنه بعد عام 1890 ساهم نشاط سوق الأوراق المالية في تطوير عمليات الإدماج والإستحواذ.

كما تميزت : هذه الموجة بالاندماجات الأفقية أي اندماج الشركات المتنافسة في قطاعات معينة وهو ما يؤكد الشكل التالي :

الشكل رقم (05): أنواع الإندماجات في الموجة الأولى.



المصدر: Narudee Termariyabuit , stock market – driven acquisitions and toelod : acquisitions in thailand,2006 ,21

أما عن القطاعات التي مستها هذه الموجة ; فإن نشاط الإندماج والإستحواذ تركز في هذه الفترة على قطاع النقل، المعدات والمنتجات المعدنية المصنعة، الفحم الحجري، المنتجات الغذائية، منتجات البترول والكيمياويات، فقد عرفت هذه الموجة ما قيمته مليار \$ كأول إندماج في قطاع الصلب والفولاذ في الوم.أ بين Morgan و steel carnegie ويظهر هؤلاء المنتجين العملاقة إتسع السوق الأمريكي حيث حاولت الشركات من خلال إستراتيجية الإندماج والإستحواذ أن تكون أكثر قدرة على المنافسة فكان السباق نحو تحقيق الحجم الحرج والبحث عن وفرات الحجم وهو ما عزز من إندماج الشركات وتجمعها لمواجهة المنافسة المباشرة لذلك تميزت هذه الموجة بالإندماج الإحتكاري في صناعات محددة من خلال الإندماج الأفقي فعلى سبيل المثال: إحتكرت U.S steel (و.م.إ للصلب) على 75% من حصة السوق في قطاع الصلب، وإحتكرت شركة Standard oil على 80% من السوق في قطاع النفط.

فقد إتسمت موجة الإندماجات الأولى بإحتكار كبار المنتجين في نفس الصناعة على عدد كبير من الشركات من خلال الإندماج الأفقي وهذه الشركات لا تزال قائمة إلى حد الساعة مثل: شركة Du pont U.S - General Electric - coca cola - شركة المطاط والصلب للو.م.إ.

وإثر هذه السلوكات المناهضة للمنافسة صدر القانون الأول لمكافحة الإحتكار في 1890 وهو "قانون شيرمان" لكن في بداية إعلانه لم يتم تقييد الإحتكارات وكان تأثيره المباشر على العمليات محدودا بسبب الغموض الذي إكتفه (Nowen, 2011: 3).

وفي 1901 بدأ تناقص نشاط الإندماج والإستحواذ عندما فشلت العديد من العمليات ولم تحقق الزيادة المتوقعة في الكفاءة وتعود الأسباب الرئيسية لنهاية الموجة الأولى إلى:

- 1900 إنهاء شركة الو.م.إ لبناء السفن.
- 1903 دخل الإقتصاد في حالة ركود.
- 1904 تعديل قانون شيرمان لمنع الإحتكارات حيث أصبح أكثر صرامة، وإنهيار سوق الأسهم.
- 1907 الذعر المصرفي حيث أغلقت العديد من المصارف.

كما تم تقييم الأداء الإقتصادي للموجة الأولى: حيث أجريت عدة بحوث في الأداء الإقتصادي لهذه الموجة، حيث إعتد Deuring (1921) في قياس أداء 35 شركة مندمجة على 3 مؤشرات وهي:

- مقارنة الأرباح قبل الإندماج وبعد الإندماج الفعلي.
- مقارنة الأرباح وقت الإندماج وبعد الإندماج الفعلي.
- مقارنة الأرباح بعد الإندماج مباشرة والأرباح المحققة بعد الإندماج بفترة زمنية (في وقت لاحق).

حيث وجد أنه في المتوسط إنخفض أداء الشركات المندمجة بنسبة 15% خلال السنوات التي أعقبت عملية الإندماج، ويرجع الباحث أسباب فشل الإندماج إلى نوعية إدارة العمليات بعد الإندماج.

و في دراسة إحصائية أخرى قام بها Livermore (1935) حول أداء الموجة الأولى وتمثلت عينة الدراسة في 328 عملية وتم قياس نجاح الإندماج بنسبة الأرباح الرأسمالية Earning Capitalization بعد 3 سنوات من الإندماج، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الإندماجات الأفقية في هذه الفترة كانت ناجحة خاصة في القطاعات القوية (كقطاع المعادن الثمينة والمواد الكيماوية) هذا من جهة، ومن جهة أخرى

وجد أن إرتفاع نسبة فشل الإندماج كان في الصناعات كثيفة العمالة مثل قطاع المنسوجات والمنتجات الجلدية، وترجع هذه الدراسة أسباب الفشل إلى طريقة تنفيذ عمليات الإندماج.

### 2\_5\_1\_2 الموجة الثانية 1920-1929 "عصر إحتكارات القلة".

بدأت هذه الموجة بعد الحرب العالمية الأولى في 1920، رغم صرامة قانون شيرمان لمنع الإحتكارات الكبرى فإن الشركات الصغيرة والمتوسطة إستغلت الثغرات في هذا القانون وشكلت عدة إندماجات كانت أغلبها إندماجات رأسية (عمودية). (Cetrin, 2014: 38) ,وتركزت هذه الموجة في قطاع المعادن الأساسية والمنتجات البترولية المواد الكيماوية، وقطاع النقل. بالإضافة إلى صناعات المواد الغذائية، الورق والطباعة، الحديد وكانت هذه الموجة أصغر حجما بمقارنتها مع الموجة الأولى كما إتسمت بإحتكارات القلة ( Nowen, 2014 :4 )

ومن العوامل التي حفزت الشركات للإندماج والإستحواذ في هذه الفترة هو النمو الإقتصادي في مجال التكنولوجيا والسيارات وكذلك التحسن في شبكات الإتصال مثل الراديو. و قد كان الدافع من الإندماجات العمودية هو البحث عن زيادة الأمن والإستقرار تحسين السيطرة على مصادر التوريد بالإضافة إلى زيادة الكفاءة الداخلية من خلال تنسيق النشاط في مراحل مختلفة من العمليات التقنية، وتوسع نطاق الشركات من خلال الإندماج التكتلي (المتنوع) والذي يسمح للشركات بتوسيع خط الإنتاج وتوسع التغطية الجغرافية لأنشطة الشركة، فهو مصدر لنمو الشركات خارج أعمالها الأساسية. وتم تشكيل عدة شركات بارزة في هذه الموجة مثل:

- General Motors.
- International Business machines (IBM).
- Union carbide corporate.

و قد كانت أغلب العمليات في هذه الفترة عمودية ومتنوعة حتى هذا النوع من الإندماجات يخلق نوع من الإحتكارات والإساءة لقوة السوق رغم صدور قانون كلايتون في 1914 لمراقبة إحتكار القلة. نشاط سوق الأوراق المالية 1920 حرض على تطور عمليات الإندماج والإستحواذ ذات طابع المضاربة (من 1927 تم جزء كبير من العمليات من طرف المضاربين وخاصة بنوك الإستثمار لكن معظمها إنتهت بالفشل).

وكان يستخدم في هذه الموجة الديون على نطاق واسع لتمويل الصفقات وهذا ما سمح للمستثمرين الصغار بالسيطرة على الشركات الكبيرة. و إنتهت موجة الإندماج والإستحواذ الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية مع أزمة الكساد العالمي 1929.

و لتقييم الأداء الإقتصادي للموجة الثانية قم بعضهم بدراسة 134 عملية إندماج وقعت في الفترة 1920-1929 أين تم متابعة تطور عوائد الأسهم لمدة 7 سنوات (3 سنوات قبل الإندماج، سنة الإندماج، 3 سنوات بعد الإندماج) حيث أظهرت نتائج الدراسة أن عوائد الأسهم بعد الإندماج في المتوسط هي أقل بنسبة 16% من عوائد قبل الإندماج.

### 2 1 5 3 الموجة الثالثة: 1955-1973 "عصر التكتلات".

بدأت هذه الموجة في منتصف الخمسينات وبلغت ذروتها بين 1965-1969 وإنتهت في 1973. تميزت هذه الموجة بالإندماجات التكتلية نتيجة لرغبة الشركات في الإنخراط في إستراتيجية متنوعة عن طريق الإتحاد مع شركات عاملة في صناعات أخرى، فالنمو الهائل للتكتلات في هذه الفترة كان بسبب صرامة قوانين منع الإحتكارات فبعد قانون شيرمان 1890 وقانون كلايتون 1914 جاء قانون سيلير 1950 ليعزز نظام مكافحة الإحتكار حيث كانت عمليات الإندماج والإستحواذ الأفقية والعمودية محظورة بين الشركات داخل نفس الصناعة لذلك إختارت الشركات الخيار الوحيد المتاح وهو التكتل. (Kvalen and Vister, 2014: 8). ووفقا لتقرير لجنة الإتحادية للتجارة 1977 كانت 80% من العمليات في الموجة الثالثة ذات طبيعة تكتلية، وعندما كان نشاط الإندماج في ذروته خلال هذه الموجة شكلت عمليات الإندماج والإستحواذ الأفقية والعمودية 17% فقط من إجمالي العمليات في حين بلغت العمليات التكتلية (المتنوعة) 83% ومعظمها من شركات صغيرة ومتوسطة، وكان الشكل المفضل للتمويل في هذه الفترة هو تبادل الأسهم.

و قد كانت هناك عدة عوامل أدت إلى ظهور الموجة الثالثة , فبالإضافة إلى التنمية الإقتصادية والإنتعاش في سوق الأسهم، فقد كان والدافع الرئيسي من وراء الإندماج التكتلي هو إنخفاض المخاطر المالية من خلال تنويع أنشطة الشركة وذلك بما يتواكب مع عدم إستقرار الطلب والأرباح. فههدف الشركات من التنويع هو التخصيص الأمثل لرأسمال والحد من تقلبات الأرباح.

$$\frac{\text{سعر السهم}}{\text{ربحية السهم}} = \frac{P}{E} \text{ و قد أعتمد في هذه الفترة على النسبة}$$

فالشركات التي لديها نسبة  $\frac{P}{E}$  عالية في كثير من الأحيان هي الشركة المنشأة للعملية (الدامجة أو المستحوذة) تسعى للحصول على شركات لديها نسبة  $\frac{P}{E}$  منخفضة (Deptemphilis, 2011 : 25).

وفي 1969 أتخذت إجراءات صارمة ضد التكتلات حيث صدر قانون يمنع إستخدام الدين القابل للتحويل لتمويل عمليات الإندماج والإستحواذ. وفي بداية السبعينات (1973) إنتهت هذه الموجة بسبب الأزمة النفطية التي أغرقت الإقتصاد العالمي (Cetrin , 2014:3).

و لتقييم الأداء الإقتصادي للموجة الثالثة حاول الباحثون تقييم أداء الإندماج التكتلي وفقا للربحية والقدرة على الحد من المخاطر المالية للكيان الجديد، حيث تم إختيار عينة عشوائية قدرها 63 تكتل، وتوصلت هذه الدراسة من خلال تتبع أداء الشركات المندمجة إلى:

- العائد على حقوق المساهمين بعد الإندماج مباشرة في المتوسط قدر بـ 7,6 % وهو أداء ضعيف مقارنة بالأداء قبل الإندماج والذي قدر في المتوسط بـ 12,6%.

- بعد مرور 10 سنوات من الإندماج تم ملاحظة زيادة أداء الشركات المندمجة أين قدر العائد على حقوق المساهمين في المتوسط بـ 13,3 % وذلك بسبب تحقيق الرافعة المالية.

أما فشل الإندماجات في هذه الفترة يرجع إلى المديونية العالية.

## 2\_1\_5\_4 الموجة الرابعة: 1981-1989 LBO : الإستحواذ بالإستدانة "

سبق هذه الموجة ركود في الإقتصاد الأمريكي 1980-1981 نتيجة إشتداد المنافسة العالمية وكشف هذا الركود عن نقاط الضعف في الإقتصاد الأمريكي. وفي هذه الفترة لجأت الشركات إلى عمليات الإندماج والإستحواذ للحصول على فرص النمو وكوسيلة لتعظيم الأرباح. وجاءت هذه الموجة لتصحيح التكتل المفرطة في الموجة الثالثة (Kavalen and Vister , 2014 : 9).

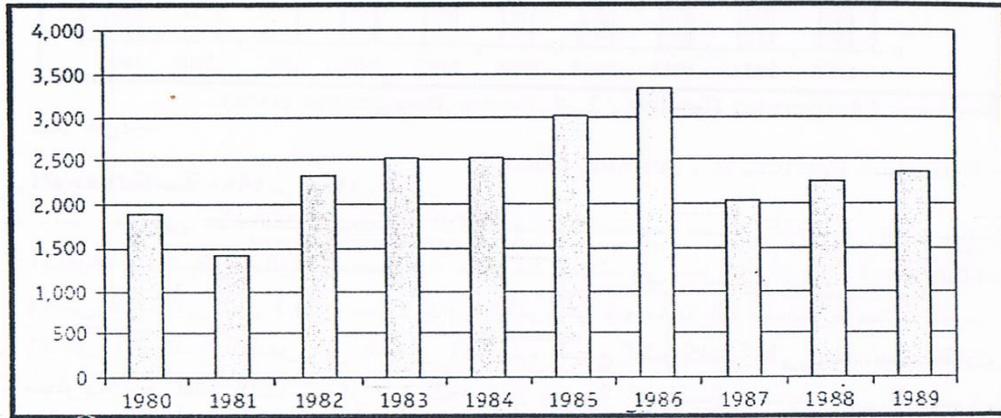
بالإضافة إلى ذلك إرتفاع معدلات التضخم والتغيرات الكبيرة في عدد من المجالات خاصة التقدم التكنولوجي في مجال الإلكترونيات، تحرير الأسواق المالية، تطور الهندسة المالية (الإبتكار المالي) رفع

القيود عن شركات (الطيران والنقل، الإتصالات والمصارف)، كلها عوامل أدت إلى زيادة عمليات الإندماج والإستحواذ في الثمانينات. تميزت هذه الموجة بـ:

- إرتفاع عدد العمليات العدائية (الإستيلاء).
- تولي البنوك الإستثمارية الكبرى عمليات الإستحواذ العدائية نيابة عن موكلهم.
- تمويل صفقات الإندماج والإستحواذ عن طريق السندات غير المرغوب فيها Junk bond\*.
- زيادة حجم الإستحواذات بالإستدانة LBOs، حيث تم تمويل 50% من المعاملات عن طريق الديون ويتم تأمين هذه الديون من أصول الشركة المستهدفة أو بناء على التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من الإندماج. ولوحظ إرتفاع نسبة إجمالي التمويل بـ " Junk bond " من 35% عام 1985 إلى 65% في 1989. وتمت أكبر LBO في هذه الفترة عام 1988 عندما إستحوذت Nabisco على KKR بـ 25,1 مليار \$.
- بداية ظهور التدويل في عمليات الإندماج والإستحواذ في 1984 حيث أنفقت الشركات اليابانية حوالي 1,4 مليار \$ للحصول على 39 شركة في أمريكا وفي 1988 تحملت اليابان تكلفة قدرها 12,6 مليار \$ لإستهداف 132 شركة في و.م.إ.
- إنتشار MBO إدارة الشراء الشامل.
- و يذكر العاصي و الشمري ( 2012 : 25 ) من بين الإندماجات الكبرى في هذه الفترة
- Gurf و Chevron في 1984 وكان نوع هذه المعاملة إستحواذ - نقدا.
- Gett و Texaco في 1984 بقيمة 10,1 بليون دولار وتمت الصفقة عن طريق تبادل الأسهم.
- في 1988 إندماج عن طريق تبادل الأسهم بقيمة 12,9 بليون دولار بين kraft و phihp morris.
- في 1989 إستحواذ نقدا وتبادل الأسهم وديون بقيمة 14 بليون دولار بين Time و warner.
- و صفقة عن طريق تبادل الأسهم بين Bristor Myers و Sauble بقيمة 11,5 بليون دولار.
- إنتهت الموجة الرابعة في الو.م.إ في أواخر الثمانينات كما ذكر Cetrin ( 2014 : 9 ) بسبب:

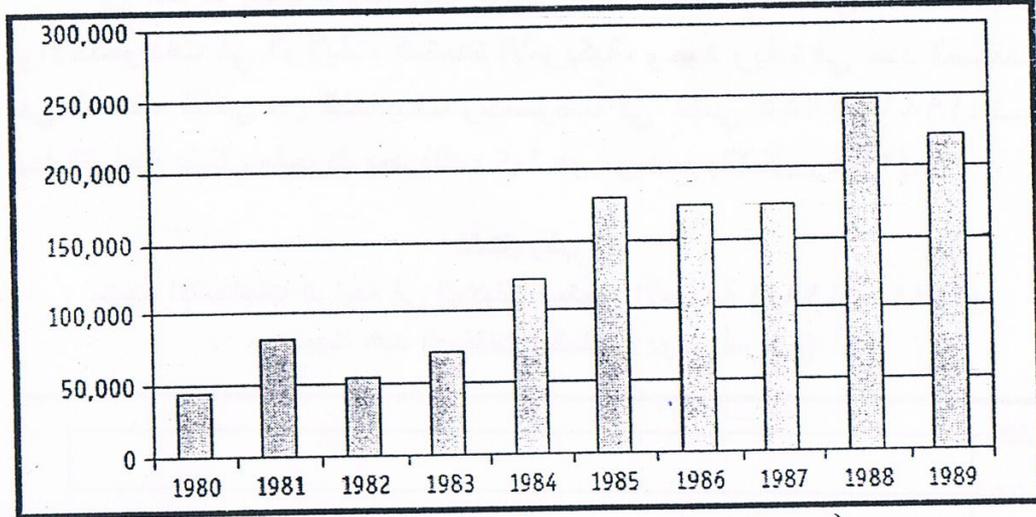
- تحطم القطاع المالي 1987 .
- إنهيار سوق السندات غير مرغوب فيها Junk Bond، ومع الإصلاح القانوني 1989، تفاقم المشاكل لدى البنوك التجارية (فيما يخص محفظة القروض ورأس المال).
- و الشكلين (6) و (7) يوضحان تزايد عدد و قيمة صفقات الاندماج و الاستحواذ في الـ 10 سنوات، خلال الفترة 1980-1989 .

الشكل رقم (06): موجة الإندماجات الرابعة في الولايات المتحدة الأمريكية من 1980-1989 من حيث عدد الصفقات (بمليون دولار أمريكي)



المصدر: رمزي صبحي مصطفى الجرم، (2013) إندماج البنوك، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية . 129, 2013,

الشكل رقم (07): موجة الإندماجات الرابعة في الولايات المتحدة الأمريكية من 1980-1989 من حيث قيمة الصفقات (بالمليون دولار أمريكي)



المصدر: رمزي صبحي مصطفى الجرم , ( 2013 ) , إندماج البنوك , دار الجامعة الجديدة , الإسكندرية . 130,

- لتقييم الأداء الإقتصادي للموجة الرابعة: هناك عدد من الدراسات المختلفة التي قام بها العديد من الباحثين حيث توصل Nealy وآخرون (1992) في دراستهم لعينة قدرها 50 عملية إندماج من 1979 - 1984 إلى أن أداء الشركات المجمعة (النتيجة عن عمليات الإكتساب) يفوق بكثير أداء الشركات الأخرى في نفس القطاع.

وكانت معظم العمليات التي مولت بالإستدانة فاشلة أي (دمرت قيمة سبب الديون الكبيرة) لأن الدافع من وراء هذه الموجة هو سبب الإستخدام المفرط للإستحواذ بالديون LBO، أي هي نتيجة لتقييمات البورصة وبالتالي الإستخدام المفرط للدين حفز الإبتكارات المالية مثل Junk Bond.

## 2\_1\_5 الموجة الخامسة: 1992-2000 "عصر الإندماجات الإستراتيجية والدولة"

تعتبر هذه الموجة طفرة كبيرة في جميع أنحاء العالم أي الإنتقال السريع والمفاجئ من حالة ركود (1990-1992) إلى حالة نشاط وحركة في الإندماجات حيث بدأت هذه الموجة بالتصاعد في 1992 وبلغت ذروتها في 1990-2000.

أما عن القطاعات التي مستها هذه الموجة هي قطاع المعادن، الإتصالات العقارات، فنادق (6: 2002, Klinert and Klodt), بالإضافة إلى قطاع الأدوية والمستلزمات الطبية، الخدمات المصرفية والتأمين وبرامج الكمبيوتر.

يقول الباحثين أن هذه الموجة مماثلة للموجة الأولى من حيث الدوافع والمتمثلة أساسا في التغيير السريع والتطورات الأساسية في الإقتصاد، وكذلك من حيث أهداف الشركات المنتهجة لإستراتيجية الإدماج والمتمثلة في زيادة الكفاءة والقدرة التنافسية.

بالنسبة للعوامل التي حفزت الشركات للإندماج خلال هذه الفترة تمثلت أساسا في العولمة المالية والإقتصادية، تحرير الأسواق والإقتصاديات، زيادة عمليات خصخصة الشركات في جميع أنحاء العالم، بيئة السياسات العامة، ظروف السوق المالي، كما جاءت هذه الموجة نتيجة الإبتكار التكنولوجي، رفع القيود وخصخصة قطاع الإتصالات وبالتالي إنخفاض تكاليف جمع ومعالجة المعلومات وتسهيل عمليات الإدماج والإستحواذ العابرة للحدود ولذلك تميزت الإدماجات في هذه الفترة بأنها هادفة إلى زيادة قدرة الشركة على المنافسة في الأسواق الخارجية من خلال توفير الوصول السريع إلى نظام التوزيع المعمول بها. كما أن إشتداد المنافسة العالمية دفع بعمليات الإدماج والإستحواذ الدولية للزيادة حجما وعددا بإعتبارها وسيلة أسرع وأقل تكلفة لغزو الأسواق والحفاظ على المكانة العالمية للشركة، بالإضافة إلى أن بعض الشركات ترى العمليات العابرة للحدود فرصة لتعزيز الأرباح بعد تشبع السوق المحلية (أي إنخفاض الأرباح) (6 : 2013, Petitt and Ferris).

و تميزت هذه الموجة بـ:

- معظم صفقات الإدماج والإستحواذ تمت عن طريق تبادل الأسهم على عكس سابقتها (الموجة الرابعة تم تمويل معظم العمليات بالديون).

والجدول أدناه يوضح طريقة تمويل أكبر عمليات الإدماج والإستحواذ (364 عملية) في الـ 364 يوم. أ بين عامي 1992-1998.

جدول رقم (02): طريقة تمويل أكبر الصفقات في الو.م.أ خلال التسعينات.

طريقة الدفع	عدد العمليات	النسبة %
- نقدا (سيولة)	79	21,7
- تبادل الأسهم	220	60,4
- مختلط (نقدا وأسهم)	64	17,6
- ديون	1	0,5
المجموع	364	100

المصدر:

Lucian Briciu, Sophie Nivoiy, 2009, Mise en perspective d'un siècle de fusions acquisitions en Europe et aux Etats-unis, revue managements et avenir n°26 p 62.

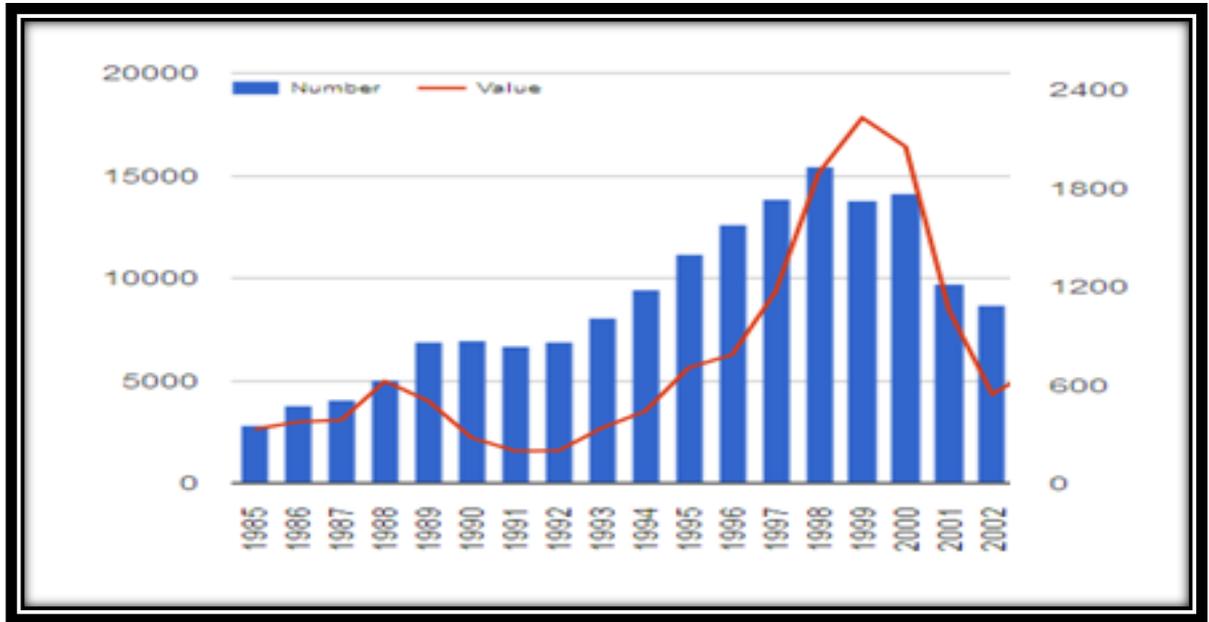
- كانت هذه الموجة أكثر إستراتيجية وأقل عدائية (Kvalen, vister, 2014 : 10).
- تستند الإندماجات والإستحواذات في هذه الفترة على الدوافع الإستراتيجية والإقتصادية طويلة الأجل بدلا من التحقيق السريع للمكاسب المالية قصيرة الأجل.
- كانت هذه الموجة موجة الإندماجات الضخمة حيث وصل عدد وحجم الصفقات إلى أرقام قياسية في نهاية التسعينات ( Depamphibs, 2011 : 12 ).

كانت الصناعات الرائدة في نشاط الإندماج والإستحواذ في هذه الفترة من حيث قيمة الصفقة هي: الأعمال المصرفية والتأمين، مجال الإتصالات والإعلام النفط والغاز، ومجال الأدوية والكيماويات والبتترول، السيارات والمرافق العامة والصناعات الزراعية وكانت أغلب هذه الإندماجات أفقية حيث لاحظ (2001) pryor أن حوالي 75% من عمليات الإندماج والإستحواذ بين الشركات الأمريكية ذات طبيعة أفقية في عام 1999، عموما ركزت هذه العمليات على المهارات غير الملموسة فالنظر إلى خصوصية القطاعات التي تركزت فيها هذه الموجة مثل قطاع الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات والذي يتميز بالديناميكية السريعة فهو أكثر الصناعات التي تحصل فيها عمليات الإندماج والإستحواذ (وخاصة إستحواذات) نتيجة التغيرات المستمرة ورغبة الشركات في تعزيز الموارد والمهارات واكتساب القدرات هي دافع قوى للإندماج أو الإستحواذ، وخاصة في الصناعات التي تعتمد على البحث والتطوير ومثال ذلك قطاع الأدوية، فقد لاحظ Andrade وآخرون (2001) ما يقارب نصف العمليات التي حدثت في

التسعينات كان سببها رفع القيود والتحرير ولكن التغييرات التكنولوجية كانت المحرك الرئيسي في هذه الفترة، بالإضافة إلى ذلك فقد تميزت هذه الموجة بالعمليات العابرة للحدود حوالي 32% من إجمالي العمليات (العابرة للحدود) المسجلة في العالم كانت في و.م.إ (Briciu and Nivoiy, 2009 : 62-63) وكان إنخفاض قيمة الدولار في التسعينات سببا رئيسيا في تشجيع عمليات الاندماج والإستحواذ العابرة للحدود.

و الشكل أدناه يوضح هذه الموجة عددا و قيمة .

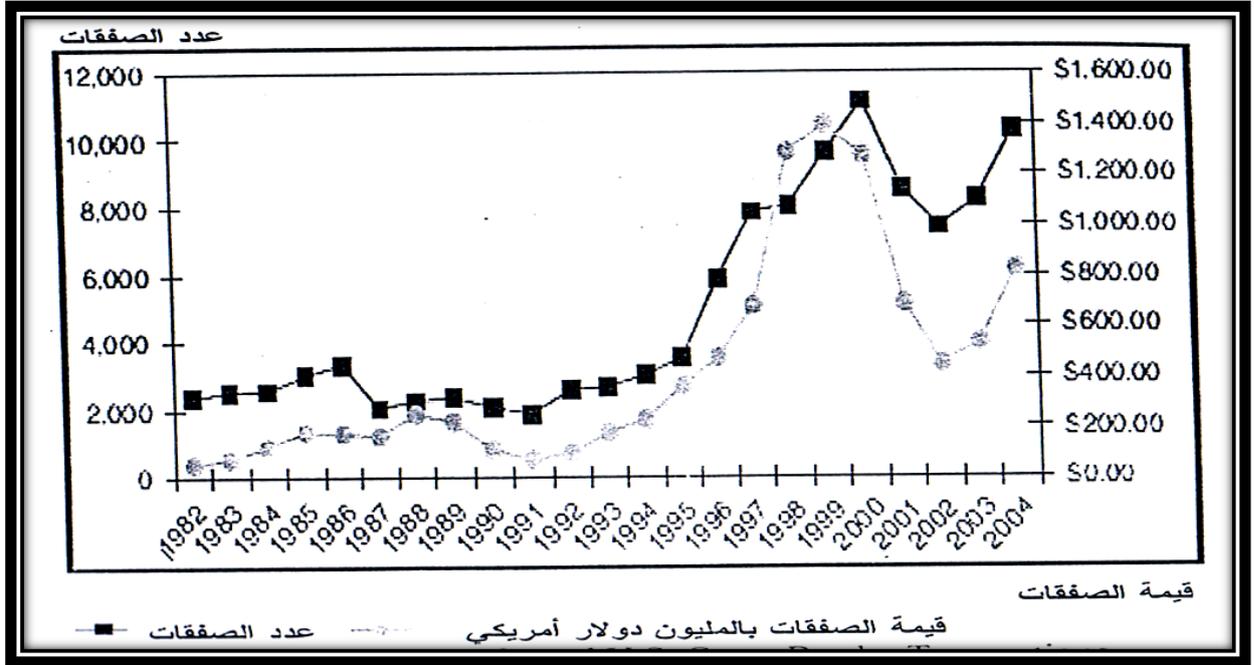
الشكل رقم (08): موجة الاندماج و الإستحواذ الخامسة في الولايات المتحدة الامريكية .



المصدر: <https://imaa-institute.org/statistics us/25/02/2016> على الساعة 17:25

وبعد إنفجار قطاع الإتصالات والتكنولوجيا في 2000 حيث سجل مؤشر ناسداك إنخفاضا بأكثر من 50% من الأسهم كانت عالية القيمة (أسهم الأنترنت والإتصال والتكنولوجيا)، بالإضافة إلى تشديد البنوك لمعايير الإقراض رغم تخفيض أسعار الفائدة، إنتهت الموجة الخامسة مع إنفجار فقاعة الأنترنت عام 2000 . ومن أهم ما يجب ملاحظته على هذه الموجة في الو.م.إ أنه هناك تزامن واضح بين الزيادة في عدد الصفقات وقيمتها، إذ أنه إعتبارا من عام 1992 حتى عام 2000 كانت زيادة ملحوظة في العدد والقيمة معا ، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (09) : موجة الإندماجات الخامسة في الولايات المتحدة الأمريكية (1990-2000) من حيث عدد وقيمة الصفقات (مليون \$).



المصدر: رمزي صبحي مصطفى الجرم، (2013) إندماج البنوك، دارالجامعة الجديدة، الإسكندرية، . 147

يذكر العارضي و الشمري ( 2012 : 25 ) الإندماجات الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنين 1993 و 1994:

- الشركات المندمجة في 1993:

Medco containment و Merch بقيمة 6,2 بليون دولار.

Columbica Heath carefully و Galen Health care بقيمة 4,2 بليون دولار .

Sprint و centel بقيمة 4 بليون دولار.

Primeria و Travelers بـ 4 بليون دولار.

Manson و Cluantun chemical بقيمة 3,2 بليون دولار.

- الشركات المندمجة في 1994:

Mc caw celluar و ATα T بقيمة 18,9 بليون دولار.

Pauamount و Viacon بقيمة 9,6 بليون دولار.

American Mame produets و American cynamid بـ 9,3 بليون دولار.

Hospital corp و MCA بـ 5,6 بليون دولار .

وفي 1996 :

شهدت صناعة الإتصالات إهتماما عالميا، فقد إندمجت شركة بل إنلايك مع تايكس بصفقة قدرها 32,1 بليون دولار. وتملك بونينغ لماكدونال دوغلاس بمبلغ 14 بليون دولار. وشراء جوليت لدوراسيل بمبلغ 7,9 بليون دولار.

#### - تقييم الأداء الإقتصادي للموجة الخامسة:

قام Fuller وآخرون (2002) بدراسة عينة كبيرة من صفقات الإندماج والإستحواذ قدرها 135 عملية وقعت بين عامي 1990-2000 ووجد الباحثون أن مقدمي العروض إنخفضت عوائدهم عند الإعلان بـ 0,01 % في حالة إكتساب الأهداف العامة، أما في حالة إكتساب الأهداف الخاصة فإن المكاسب ترتفع بـ 2,08 %، وتشير النتائج التي توصلوا إليها أن عوائد الإعلان إيجابية عندما تشتري الشركة المستحوذة أو الدامجة شركة خاصة أو شركة تابعة للشركة العامة، في حين تسجل هذه الشركة عوائد سلبية أو معدومة عندما تشتري شركة عامة.

وكذلك من نتائج هذه الدراسة أن طريقة تمويل الصفقة لها تأثير كبير على عوائد الأسهم حيث توصل الباحثون إلى أنه عند إعلان الصفقة فإن العوائد غير طبيعية والتي حققتها الشركة (المستحوذة أو الدامجة) إيجابية لكن ضئيلة جدا وهذا في حالة العروض النقدية (تسديد الصفقة نقدا) أما في حالة عروض الأسهم (تبادل الأسهم) فإن العوائد غير الطبيعية المحققة للشركة المنشأة للعملية سلبية إلى حد كبير.

وقال Martines Barnes أن شركة الإستشارات KPKG درست أكبر الصفقات سعرا التي جرت بين 1996-1998 وعددها 700 صفقة وجدت أن 83% من عمليات الإندماج والإستحواذ فشلت في خلق قيمة للمساهمين وأكثرها دمرت قيمة.

#### 2 1 5 6 الموجة السادسة: 2003 - 2007 " العولمة، الأسهم الخاصة، LBOs "

إتسمت هذه الموجة بـ LBOs والإستثمار في الشركات الخاصة وإنتشار إستعمال الأوراق المالية المعقدة والمضمونة بديون وقروض ذات مستويات مختلفة من المخاطر، والتوسع في الإقتراض

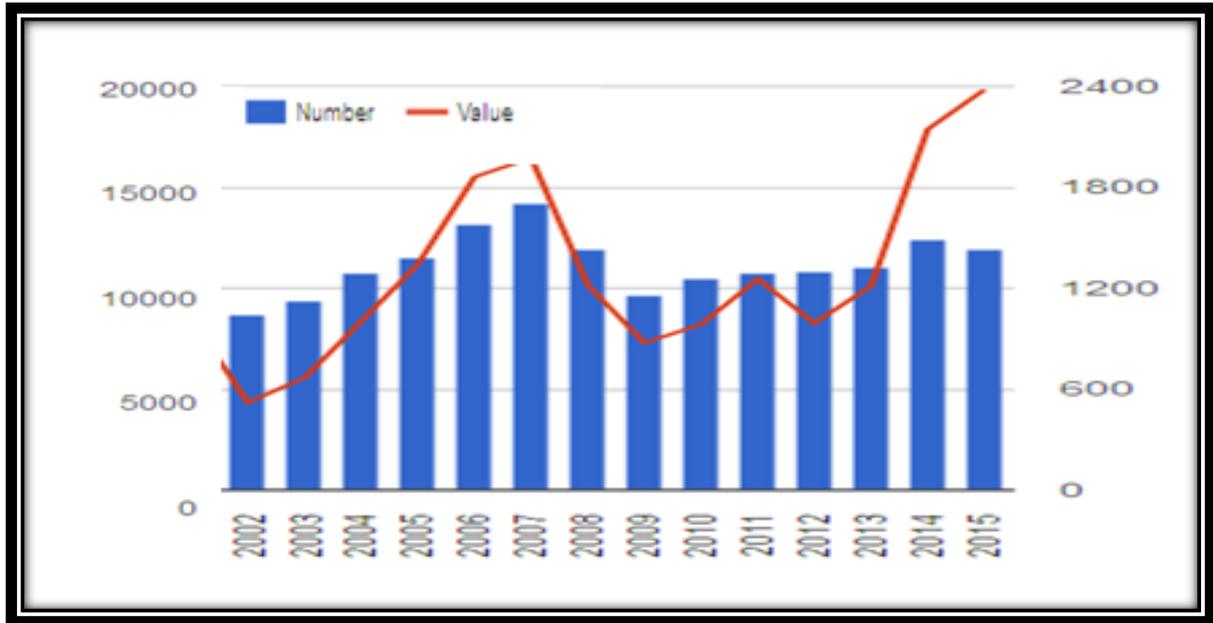
العقاري (27 : Depamphilis, 2011) وفي الوقت الذي بدأت فيه عمليات الإندماج والإستحواذ بالإرتفاع كانت أسعار الفائدة منخفضة، وتم تمويل معظم الصفقات بتبادل الأسهم.

من ناحية أخرى قال Martynova و Renneboog في 2005 أن أسباب الموجة السادسة ترجع إلى الموجة الخامسة أي حدوث هذه الموجة يرجع أساسا إلى تأخير المعاملات الموجة الخامسة بسبب الظروف السياسية والأمنية (الأحداث الإرهابية 11/9) أين تم حجب الإستثمارات إلى غاية 2003 وإنفجرت معاملات الاندماج والإستحواذ وظهرت موجة جديدة لكن سرعان ما إنتهت هذه الموجة مع ظهور بوادر أزمة الرهن العقاري 2007 (Kvalen Vister, 2014 : 10-11).

## 2 1 5 7 الموجة السابعة: 2013 - ? :

هذه الموجة إنطلقت بوادرها عام 2013 و الشكل أدناه يوضح الموجة السادسة و بداية الموجة السابعة في الولايات المتحدة الأمريكية عددا وحجما.

الشكل رقم (10): عدد وحجم صفقات الاندماج والإستحواذ في الو.م.إ بين عامي 2002-2015



المصدر: <https://imaa-institute.org/statistics-us/25/02/2016> على الساعة 17:25

و بعد تحليل موجات الاندماج و الاستحواذ التي شهدتها الو.م.أ من 1895 إلى 2007 سيكون من المجدي إجراء مقارنات لتبيان أوجه التشابه والإختلاف بينها و الجدول التالي يلخص هذه المقارنة :

الجدول رقم ( 03 ) : أوجه التشابه والاختلاف بين موجات و.م.أ.

الموجة	الدوافع	طبيعة الموجة	طبيعة الدفع	الأثر الرئيس	المعاملات الرئيسية	العوامل المساهمة في نهاية الموجة
1895-1904	- التغيير التكنولوجي - إستغلال الثغرات في قانون مكافحة الإحتكار. - الثورة الصناعية	- إتحاد أفقي - ودية	- نقدا	تمركز كبير في الصناعات الثقيلة	-US Steel - Standrd oil - Eastman Kodak - American Tabacco - General Electric	- إنهيار سوق الأوراق المالية في 1904.
1920-1929	نهاية الحرب العالمية الأولى وتطور البورصة	-إتحاد عمودي -ودية	- تبادل الأسهم	إحتكارية القلة		-قانون كلايتون لمكافحة الإحتكار -أزمة الكسار الكبير في 1929
1955-1973	الإزدهار الإقتصادي ونشاط سوق الأسهم	- نمو التكتلات (إتحاد متنوع) - ودية	- تبادل الأسهم	- بناء تكتلات - التنوع في الأعمال		الإفراط في الإستدانة
1981-1989	- إزدهار سوق الأسهم - ضعف أداء التكتلات المتشكلة في الموجة	عمليات عدائية LBO - عمليات عابرة للحدود	- الديون - نقدا	-تفكك التكتلات -Junk Bonds		- إفلاس الشركات الركود الإقتصادي 1990

					الثالثة. - إنخفاض قيمة الدولار - بيئة تنظيمية ومحاسبية مواتية	
2000-1992	- ثورة الانترنت - رفع القيود - العولمة - الإنتعاش الإقتصادي وتطور سوق الأسهم	- الإندماجات الضخمة <b>Mega- mergers</b> - عمليات إستراتيجية - إندماجات أفقية ودية. - عمليات عابرة للحدود.	تبادل الأسهم	مستويات قياسية للعمليات من حيث العدد والقيمة	Exxon تشتري Mobil Aol نستحوذ على time warmor vodafoneتستحوذ على Mamesmann	- إنهيار الإقتصاد وسوق الأسهم.
2007-2003	- إنخفاض أسعار الفائدة - العولمة - إزدهار الإقتصاد وسوق الأسهم - فقاعة الإئتمان	- عابرة للحدود - أفقي - النفوذ المتزايد لمشتري الأسهم الخاصة	تزامن إرتباط الإقتصاديات في جميع أنحاء العالم	Mittal تستحوذ على Arcelor G- و P تشتري Gilette Verizon - تستحوذ على MCI	- فقدان الثقة في أسواق رأس المال العالمية. - تباطؤ النمو الإقتصادي في الدول الصناعية - أزمة الديون	

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامدا على التحليل السابق .

تعتبر الإقتصادات المزدهرة الأرضية الخصبة لعمليات الاندماج والإستحواذ، كإقتصاد الو. م. أ لتمتعها بدرجة عالية من المرونة، فالموجات هي الإستجابة الفعالة للصدمات أو التغيرات الإقتصادية، المالية، التنظيمية، التكنولوجية... الخ بشرط توفر السيولة اللازمة لتمويل معاملات الاندماج والإستحواذ بالإضافة إلى أن هذه العمليات هي ثأرية بمعنى لجوء بعض الشركات للاندماج ( وخاصة الاندماج الأفقي ) يدفع الشركات الأخرى للاندماج، كما أنه يمكن أن تحدث هذه الموجات نتيجة العوامل السلوكية (فروقات التقييم في البورصة) أي يمكن تفسير تكثف وتركز نشاط الاندماج والاستحواذ في فترات معينة على أنها ردود فعل الشركات على الظروف المتغيرة هذه الأخيرة تختلف من فترة إلى أخرى وهذا هو سبب تباين الموجات من حيث طبيعتها، مدتها، شدتها، آثارها، بمعنى آخر إختلاف القوى المحركة للإندماجات والإستحواذات يفسر إختلاف الموجات فيما بينها إلا أنها تشترك كلها في أمرين مهمين وهما بداية الموجة يكون مع الإنتعاش الإقتصاد وإزدهار سوق الأوراق المالية ونهاية الموجة يكون مع الركود الإقتصادي وتدهور سوق الأوراق وبالتالي موجات الاندماج والإستحواذ هو ذو طبيعة دورية، فأصبحت عمليات الاندماج والإستحواذ ظاهرة بالغة الأهمية في عالم الأعمال، إكتسبت أهميتها من المزايا التي تحققها للشركات فهي وسيلة لتحقيق النمو السريع تهدف في المقام الأول إلى زيادة القيمة، فالجمع بين شركتين أو أكثر يخلق كيان أقوى وذلك من خلال تضافر جهود الشركات المجتمعة، فالتآزر هو جوهر عمليات الاندماج والإستحواذ، فرغم تعدد أهداف الاندماج إلى أن الشركات تسعى من خلال هذه الإستراتيجية إلى البقاء والإستمرار من خلال تحقيق أهداف فرعية، كتحقيق التآزر التشغيلي والتآزر المالي والتآزر الإداري، وبالتالي يمكن القول أن تضافر الجهود أو التآزر (Synergy) هو المبرر الإقتصادي الوحيد لعمليات الاندماج والإستحواذ، لأن هذه القيمة المضافة تنشأ كنتيجة لتحقيق إقتصاديات الحجم، زيادة الحصة السوقية والقدرة التنافسية، وفرات ضريبية، التنويع، الكفاءة الإدارية، دخول أسواق جديدة، النمو السريع.... الخ، أوقد تختار الشركات إعادة الهيكلة هن خلال الاندماج أو الإستحواذ بسبب عسرها المالي أو بسبب قلة خبرتها الإدارية والتنظيمية أو لأسباب أخرى، والجدير بالذكر أن عمليات الاندماج والإستحواذ لا تتم في معظم الحالات من أجل الحصول على موارد مالية بقدر ما تسعى الشركات من خلالها إلى إكتساب القدرات والمهارات الفنية والتقنية والخبرات الإدارية.

فرغم إرتفاع تكاليف هذه العمليات إلى أن الشركات تسعى جاهدة لتطبيقها لما تحققه لها من مزايا، سواء كان هذا الاندماج مع شركة مكملة والذي ينجم عنه إنخفاض تكاليف المعاملات مع الموردين

والزبائن والحد من عدم اليقين في بيئة مضطربة، أو كان هذا الاندماج بين شركات ذات صناعات مختلفة مما يتيح لها فرصة تنويع المخاطر وإستقرار الأرباح، أو الاندماج مع شركة منافسة تسعى من خلاله الشركات إلى الهيمنة على السوق وفرض منتجاتها وتقليص الضغوطات التنافسية، ورغم تعدد الآثار الإيجابية بالنسبة للمساهمين و لمستقبل الشركة ( تحقيق النمو ) إلا أنها لا تخلو من الآثار السلبية على المستوى الإقتصادي والإجتماعي، فإندماج الشركات (خاصة المتنافسة منها) ينجم عنه القضاء على المنافسة وخلق نوع من الإحتكار وبالتالي ظهور آثار إجتماعية سلبية لهذه العمليات كتضرر المستهلكين بإرتفاع الأسعار وإنخفاض جودة المنتجات نتيجة إنخفاض الضغوطات التنافسية، عوض ما كان هذا الإندماج سيرفع من الكفاءة لتضافر الجهود، فيقدر ما كانت المنافسة سببا لإنتشار وتزايد هذه العمليات بقدر ما تضررت منها، ولا تقتصر آثاره السلبية على العميل الخارجي فالموظف هو الآخر ضحية هذا التقارب بسبب إختزال الوظائف المتكررة.

لكن استفادة الشركات المندمجة من مزايا الاندماج والاستحواذ وإمكانية تحقيق قيمة مضافة (التأزر) يتوقف على مدى قدرة الأطراف المندمجة على تسيير مختلف مراحل الاندماج من الناحية المادية والمعنوية وهذا يتطلب دراسة دقيقة وشاملة لهذه العملية بمختلف مكوناتها من أجل حسن تسيير مراحلها، فقرار الإندماج أو الإستحواذ يتطلب تخطيط دقيق كون هذه العملية معقدة جدا، حيث تتفاعل عدة عناصر فيما بينها، لذا وجب الإهتمام بكل التفاصيل التي يمكن أن تؤثر على تنفيذ العملية، وتشمل عملية الإندماج والإستحواذ ثلاث مراحل رئيسية؛ المرحلة الإستراتيجية و هي خطوة أولية يجب على الشركة تشخيص الوضع تشخيصا كاملا (تحديد نقاط القوة والضعف والفرص والتحديات) وبناءا على هذا التشخيص تضع الشركة خطة إستحواذها، فهي بمثابة الإطار العام لتوجيه جميع تصرفاتها وتتضمن الخطوط العريضة للصفقة، ولأجل تحقق الخطة الإستراتيجية ينبغي أن يتم التقييم من خلال الفحص الفني والدقيق للجوانب الإستراتيجية وليس الجوانب المالية فقط، ويجب أن تكون الخطة حيوية ومرنة تحسبا لتغيرات البيئة والسوق، و منطقية بمعنى إختيار الأهداف المحتملة (تعدد البدائل) و وفقا لمعايير محددة، و تقييم هذه الأهداف إستراتيجيا أي (تحديد مدى التوافق الإستراتيجي للكيانين وإمكانية خلق القيمة لتجنب الخلافات حول سبل تطوير المحاور الإستراتيجية)، و ماليا و هذا الأخير هو خطوة حساسة جدا لأنه واحد من أهم عوامل نجاح عملية الإندماج والإستحواذ حيث يتم من خلاله تحديد القيمة الحالية (السوقية) للهدف، فهو بمثابة الأساس لمرحلة الثانية، مرحلة التفاوضات و هي مرحلة ضرورية لنجاح عمليات الإندماج والإستحواذ وخلالها يتم تحديد الظروف الإقتصادية لهذه الصفقة وشروط المعاملة

وسعر الصفقة والضمانات المعروضة من المشتري... إلخ، وسيكون لها أثر على العلاقة الإجتماعية على المدى الطويل، لذلك يجب فهم تقنيات وقضايا التفاوض لكن إتباع منطق خلق القيمة من شأنه توجيه القادة طوال هذه المرحلة والتركيز على العناصر الفنية المالية والقانونية ؛ ثم المرحلة الثالثة وهي مرحلة التكامل و التي هي الخطوة الأكثر صعوبة للشركة المالكة لأنها تتجلى في تكامل تنظيمي، تكامل ثقافي، تكامل إداري للكيان الجديد (التكامل الفعلي للإستراتيجيات والهياكل ) من منظور خلق قيمة مضافة ويهدف التكامل لتحقيق أهداف مالية وإقتصادية، ودرجة تحقيق هذه الأهداف يعبر عن مستوى نجاح أو فشل الصفقة، حيث يتوقف نجاح الصفقة على مدى تحقيق التكامل بين الطرفين وهي بدورها تعتمد على المرحلتين الأوليتين .

كما قد تعود أسباب الفشل إلى اختلاف توازن القوى بين الشركات المنهجة، أو إلى تحمل تكاليف باهضة (المغالاة في دفع أقساط الاندماج) وباعتبار التكلفة عنصر هام جدا في عمليات الاندماج والاستحواذ له تأثير كبير على التدفقات النقدية بعد الاندماج، فإن لطريقة دفع هذه الأقساط (طريقة تمويل الصفقة) أثر على عملية الاندماج فتمويل الصفقة نقدا يؤثر على خزينة (سيولة) الشركة المالكة وهذا يؤثر على التدفقات النقدية بعد الاندماج , أما تمويل الصفقة عن طريق تبادل الأسهم قد لا يكون له أثر كبير على التدفقات النقدية، لكن اختلاف توزيع السلطة الملكية واختلاف توازن القوى بين الشركات المندمجة قد يكون سبب لفشل العملية، أما تمويل الصفقة باستخدام الديون يحمل الشركات تكاليف إضافية ينجم عنها تدمير قيمة أي قد تكون قيمة الشركات بعد التجميع أقل من قيمتها وهي منفصلة.

بالإضافة إلى أنه يجب على الشركات المعنية بالعملية الاهتمام بالجانب المحاسبي لعمليات الاندماج والاستحواذ، لأن الطريقة المتبعة عند الاندماج لها هي الأخرى تأثير على الأرباح وعلى القوائم المالية الحالية والمستقبلية، وعليه يجب أن تحدد الشركات وحسب شروط الاندماج الطريقة المحاسبية التي يجب استخدامها عند المحاسبة عن الاندماج .

## 2-2 مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

يحتل سوق الأوراق المالية مركزا حيويا في الاقتصادات المعاصرة , و يشغل حيزا كبيرا من النظام المالي ( خاصة في الدول المتقدمة ) فهو محرك فعال للنمو الاقتصادي و ذلك من خلال الدور المتعدد الواجه الذي يلعبه , حيث يستمد هذا السوق أهميته من وجوده فهو بمثابة آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني العجز المالي و ذلك عن طريق إصدار و تداول الأوراق المالية فمصدرو الأوراق المالية ( وحدات العجز ) يمثلون جانب الطلب على الاموال و يمثل المدخرون جانب العرض ( وحدات الفائض) و هنا تبرز سوق الأوراق المالية بشقيه , إذ يمكن وحدات العجز من الحصول على إحتياجاتهم التمويلية عن طيق إصدار أوراق مالية في السوق الاولي ( أو سوق الاصدار) , و بالمقابل يسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية ذات عائد و يمنح لهم فرصة إعادة بيعها بسرعة و يسر عند الحاجة ( تسيلها ) في السوق الثانوي . وبالتالي تكمن أهمية سوق الأوراق المالية في قدرته على تجميع وتنمية رؤوس الأموال المدخرة الأسواق في تحويل مال خامل إلى رأسمال موظف وفعال وتوزيعها على مجالات إستثمارية في الدورة الإقتصادية من خلال العلاقة التبادلية بين سوق الإصدار ( الأولى) وسوق التداول، فالشركات تستفيد من التمويل مقابل إصدارها أوراق مالية (أسهم أو سندات) عن طريق الإكتتاب في السوق الأولى لصالح المدخر (الممول/المستثمر)، في المقابل يمنح هذا السوق فرصة تسيل الأصول المالية أي إمكانية وتحويل هذه الأوراق المالية إلى سيولة عند الحاجة دون المساس بالأصول الحقيقية أو تعريضها للتصفية عن طريق تداولها في السوق الثانوي و هما أبرز وظيفتين وجد من أجلها سوق الأوراق المالية ولكن مع تطور المشاريع الإستثمارية أصبحت سوق الأوراق المالية أكثر من مجرد وسيط حيوي بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز حيث تعددت وتنوعت وظائفها وأصبحت بمثابة أداة لمراقبة ومتابعة تطور النشاط الإقتصادي. و لهذا أصبحت سوق الأوراق المالية حجر الأساس لإقتصاد أي دولة ذلك لأنه يعد مصدر من مصادر النمو الإقتصادي ويساهم في تنشيط حركة الإستثمارات ويعكس أداء الشركات وقراراتها الإستثمارية (معلومات متاحة عنها) من خلال مؤشرات أسعار أسهمها، ودرجة الإستجابة لهذه المعلومات تعكس بدورها درجة كفاءة السوق فهو المرآة العاكسة للحالة الإقتصادية العامة للدولة وكثيرا ما تقاس درجة تطور الإقتصاد بدرجة تطور هذه السوق، لأنه عادة ما تتدرج فيه الشركات الكبرى والمؤثرة في الإقتصاد وأداء هذا الأخير هو من أداء تلك الشركات وبالتالي سوق الأوراق المالية يعطي صورة عن ظروف الإستثمار

وإتجاهاته المستقبلية وهو ما زاد من أهمية هذه السوق حيث أصبح تطويرها أكثر من ضرورة لتحقيق النمو الإقتصادي، ولذلك سنعرض في هذا الجزء ،

- ماهية سوق الاوراق المالية .

- أهم الوظائف على المستويين الكلي و الفردي .

- العوامل المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية .

- كفاءة السوق الاوراق المالية .

- مؤشرات تطور و نمو سوق الاوراق المالية .

## 1-2-2-2 ماهية سوق الاوراق المالية :

و من أجل توضيح ماهية سوق الاوراق المالية سنعرض في ما يلي بعض التعاريف و الخصائص التي تميز هذا السوق عن بقية الاسواق , و كذلك مكوناته ( أقسامه) .

### 1-1-2-2 تعريف سوق الأوراق المالية:

قبل عرض مختلف التعاريف لسوق الأوراق المالية تجدر الإشارة إلى تعدد المصطلحات الدالة على هذا السوق، إن يسميها البعض بورصة الأوراق المالية وتتنقد هذه التسمية كون البورصة جزء من سوق الأوراق المالية. ويسميها البعض الآخر بسوق الأسهم لكن هذه التسمية غير مرنة وغير جامعة لأنها لا تسمح بتداول سوى الأسهم في حين سوق الأوراق المالية يتم تداول مختلف الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل كالأسهم والسندات. ويذهب جانب آخر إلى تسميتها بسوق رأس المال، لكن هذه التسمية عمومية فسوق الأوراق المالية هو جزء من سوق رأس المال (مولود، 2009: 26-27).

يعرف عصام حسين، (2008) سوق الأوراق المالية بأنه: "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ولكن مع نمو شبكات ووسائل الإتصال أدى هذا إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق". (17)

يعرف إندراوس (2007) أسواق الأوراق المالية بأنها " آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الإقتصادية ذات الفوائد المالية إلى القطاعات الإقتصادية التي تعاني من العجز المالي " (61).

كما يعرفها الشواورة (2008) بأنها "الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات إتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة" (45).

مما سبق يمكن إعتبار سوق الأوراق المالية العمود الفقري للإقتصاد وذلك لأنها الوسيلة التي يتم التعامل فيها من خلال وسيط أو من خلال شبكة إتصال قوية لبيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وبالتالي هي تضمن إنتقال الأموال بكفاءة من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي أي توجيه الإدخار إلى إستثمارات بما يحقق النمو الإقتصادي. و بذلك يمكن تعريفه بأنه السوق التي تعنى بطرح وتداول الأوراق المالية سواءا تكون خاضعة أو غير خاضعة للقوانين والضوابط.

## 2-2-1-2 خصائص سوق الأوراق المالية:

يذكر صافي و البكري ( 2009: 34) لسوق الأوراق المالية صفات تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى أهمها:

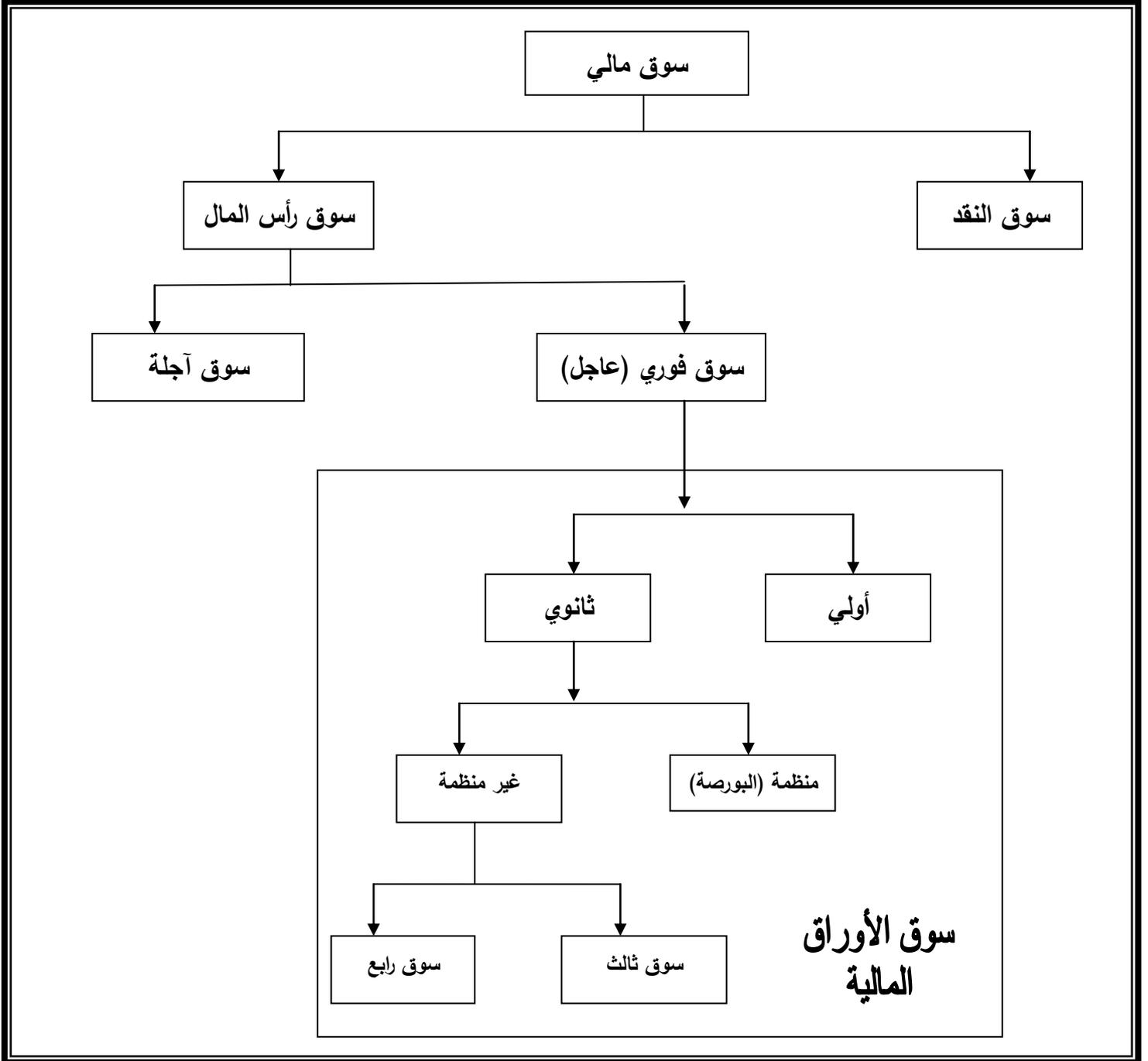
- سوق الأوراق المالية هي سوق منتظمة ومستمرة.
  - يتم التداول فيها من خلال الوسطاء في السوق الثانوي بعد إصدارها في السوق الأولي.
  - أكثر الأسواق تطورا وتعطي المستثمر فرص كبيرة لتحقيق الأرباح.
  - يتطلب الإستثمار في سوق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات .
- أما الشواورة ( 2008: 46) فيقر بأن هذه الاسواق وتتميز هذه الأسواق كذلك بـ :
- التعامل في هذه الأسواق لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة.

- الصفقات التي تعقد في هذه الأسواق كبيرة نسبيا مقارنة بالأسواق الأخرى.
- تعتمد هذه الأسواق على قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار لذا يمكن إعتبارها أكثر الأسواق إقترابا من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة في الإقتصاد الحر (الرأسمالي)، وبالتالي تعتبر أسواق الأوراق المالية أقوى الأسواق إتحادا وتنظيما وتجانسا .

### 2-2-1-3 مكونات ( أقسام ) سوق الأوراق المالية:

يتكون سوق الأوراق المالية من سوق أولي (سوق الإصدار) وسوق ثانوي (سوق التداول) والذي ينقسم بدوره إلى سوق منظمة أو السوق الرسمية (البورصة) وسوق غير منظمة (سوق موازية) وهذه الأخيرة تنقسم إلى سوق ثالث وسوق رابع والشكل التالي يوضح موقع سوق الأوراق المالية في السوق المالي.

الشكل رقم (11) بنية السوق المالي.



المصدر: من إعداد الطالبة إعتامدا على بعض المراجع.

الأسواق الفورية أو العاجلة (الحاضرة) هي الأسواق التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المتداولة فوراً (أي خلال 3 أيام من تاريخ إبرام الصفقة) وهذا السوق يتكون من قسمين رئيسيين:

أولا - السوق الأولي أو (سوق الإصدار) :

وفيه يتم طرح أو عرض الأوراق المالية لأول مرة من قبل وحدات العجز المالي على الجمهور سواء أسهم أو سندات ، ويسمى بالإكتتاب سواء إكتتاب عام (طرح الأوراق المالية بصفة عامة في السوق) أو إكتتاب خاص (طرح الأوراق لعدد محدد من المستثمرين) ويتم طرح وتصريف الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات بإستخدام ثلاث أساليب:

أ \_ الأسلوب المباشر: حيث تقوم الجهة المصدرة بالإتصال مباشرة بالمستثمرين لتسويق إصداراتها.

ب - أسلوب المزاد: بمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للعطاءات، وعادة يتم إستخدام هذا الأسلوب لتصريف إصدارات الجهات الحكومية.

ج \_ بنك الإستثمار: بإعتباره مؤسسة مالية متخصصة أو ما يطلق عليه بالمتعهد Underwriter

تتولى عملية الإصدار لحساب شركة أو جهة حكومية. ويعتبر بنك الإستثمار الوسيط الرئيسي في السوق الأولي حيث يعمل على التقريب بين بائعي أو مصدري الورقة المالية ومشتريها وطبقا لهذا فإن بنك الإستثمار يعتبر بمثابة صانع السوق لأنه يقوم في أغلب الأحيان شراء الإصدارات الجديدة من الشركات المصدرة عند سعر متفق عليه بأمل أن يعيد بيعها للجمهور والمستثمرين عند سعر أعلى، وفي هذه الحالة يمكن القول بأن بنك الإستثمار يتعهد أو يضمن طرح الإصدار وتصريفه مقابل حصوله على عمولة وهي قيمة الهامش (الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع) (إندراوس، 2007: 24).

و كما يذكر بريجهام وإبرهارت (2009: 1224) أن لبنوك الإستثمار وظائف أخرى مرتبطة بنشاط الإندماج والإستحواذ وهي:

أ- ترتيب الإندماجات: تكون بنوك الإستثمار وسيطا بين الشركات الدامجة والمندمجة (أي بين الشركة المشتريّة والشركة البائعة) حيث تقوم بتعريف الشركات التي لديها سيولة نقدية زائدة وترغب في شراء شركات أخرى والشركات الراغبة في البيع، والشركات التي يمكن أن تكون جذابة للآخرين لعدد من الأسباب، وفي بعض الأحيان يعمل حملة أسهم الشركات مع بنوك الإستثمار على طرد الإدارة عن طريق

ترتيب إدماج للشركة، بالإضافة إلى ذلك فإن بنوك الإستثمار تعمل على تصميم أوراق مالية تستخدم في تقديم العطاءات.

ب\_ تطوير التكتيكات الدفاعية: تطلب الشركات الهدف التي لا تريد أن تستحوذ عليها شركات أخرى المساعدة من إحدى شركات الإستثمار وشركات المحاماة المتخصصة في الإندماجات وتشمل حالات الدفاع تكتيكات مثل:

- تغيير القوانين الداخلية.

- محاولة إقناع حملة أسهم الشركة الهدف بأن السعر المقدم لهم منخفض جدا.

- إثارة قضايا مقاومة التجميع على أمل أن تتدخل وزارة العدل.

- إعادة شراء الأسهم في السوق المفتوح بسعر أعلى من السعر المعروض عليهم من الشركة المستحوذة المحتملة.

- الحصول على الفارس الأبيض white knight الذي يقبل أن تتنافس إدارة الشركة الهدف مع الشركة المستحوذة المحتملة.

- الحصول على المرافق الأبيض white squire والذي يكون صديقا للإدارة الحالية ليشتري ما يكفي من حصص الشركة الهدف لإعاقة الإندماج.

- تناول كبسولة السم poison pills والتي تؤدي في كثير من الأحيان إلى الإنتحار الإقتصادي لتجنب الإستيلاء مثل الإقتراض بشروط تتطلب إعادة دفع فوري لكل القروض إذا استحوذت شركة أخرى على الشركة المقترضة وبيع الأصول بأسعار يتفاوض عليها والتي جعلت الشركة هدفا مرغوبا فيه في الأصل ومنح مظلات ذهبية golden parachutes مريحة لمنفذها والتي تستنزف السيولة النقدية من هذه المدفوعات مما يجعل الإندماج غير مجديا، وتخطيط إندماجات دفاعية تجعل الشركة بأصول جديدة قيمتها تكون موضوع تساؤلات وحمل الدين ضخم وحالي.

ج \_ بناء قيمة عادلة: إذا كان الإندماج الصديق سيتم بين إدارتي شركتين، فمن المهم أن يكون السعر المنفق عليه سعرا عادلا وإلا يمكن أن يقاضي حملة أسهم إحدى الشركتين لمنع الإندماج، لذلك في معظم

الإندماجات الكبيرة يعين كل طرف بنك الإستثمار لتقويم الشركة الهدف والمساعدة في تحديد السعر العادل. حتى إذا لم يكن الإندماج صديقا يمكن أن يطلب من بنوك الإستثمار أن تساعد في تحديد السعر فالشركة المستحوذة تريد معرفة أقل سعر يمكنها من الحصول على الشركة الهدف، وهي بدورها تسعى إلى إثبات أن السعر المقدم لها منخفض جدا.

**د- تمويل الإندماجات:** إذا لم تتوفر لدى الشركة الدامجة / المستحوذة سيولة نقدية زائدة فعليها البحث عن مصدر آخر للأموال. وقد يكون العامل الوحيد الأكثر أهمية وراء موجة إندماجات الثمانينات من القرن العشرين ميلادي تطور السندات التافهة (أو غير مرغوب فيها أو السندات الرديئة) junk bonds في تمويل الإستحواذات , فنجاح الإندماجات والإستحواذات، متوقف على قدرة بنك الإستثمار على تقديم التمويل لعملاء، سواء كانوا مستحويين يحتاجوا إلى رأس المال للحصول على شركات أو شركات هدف تحاول تمويل خططها لإعادة الشراء أو دفاعات أخرى ضد الإستيلاء عليها.

و يشير مقابلة (2013 : 39 ) تكمن الأهمية الكبيرة للسوق الأولي وخاصة الإكتتابات العامة في كل من تطوير سوق الأوراق المالية ودفع عجلة النمو الإقتصادي، فالإكتتابات العامة تعتبر العمود الفقري لنمو تلك الأسواق، وتجدها وتطويرها وتنشيط أحجام تداولها وتوفير سيولتها وتحسين أدائها وتوزيع قطاعاتها وتعزيز قيمتها، فالإكتتابات العامة تمثل فرص إستثمارية جديدة للمستثمرين، كما تسهم في زيادة عدد الأوراق المالية المتداولة وبالتالي زيادة عمق السوق الأمر الذي يعكس على الأداء العام للسوق وتنشيط حركة التعاملات ويتوقف تأثير الإكتتابات العامة على أداء سوق الأوراق المالية على عدد وحجم وتوقيت هذه الإكتتابات، فالإكتتابات بشكل عام بالمدى القصير تكون ساحبة للسيولة من السوق بهدف تمويل هذه الإكتتابات وخصوصا إذا كان المستثمرون يتوقعون عائدا من هذه الإكتتابات يفوق معدل العائد المتوقع من السوق بحالة بقاءهم فيه.

**ثانيا - السوق الثانوي (سوق التداول):** يعرفها اندراوس ( 2007 ) بأنها " السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بعد إصدارها في السوق الأولي ويتم خلق السوق الثانوي من طرف السماسرة (وسيط بين البائع والمشتري) والتجار (يعملون لحسابهم الخاص) ويتم التداول في هذا السوق بإستخدام أسلوبين وهما: أسلوب التفاوض حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب وفي ضوءها يتم التفاوض

للوصول إلى سعر إتمام الصفقة، وأسلوب المزاد العلني ومن خلاله يتم الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للطرفين " (28).

وينقسم السوق الثانوي إلى: سوق منظمة و سوق غير منظمة

أ - سوق منظمة: (البورصة) يعرف حيني (2010) البورصة بأنها "مكان مادي ملموس يعمل فيه وكلاء (سماسرة) كل من البائع والمشتري للأوراق المالية من خلال عملية المزاد حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات " (36).

فالبورصة هي مكان محدد و معروف للجميع يلتقي فيه البائعون و المشترون من أجل التعامل بيعا و شراء على الاوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين و متخصصين (الوسطاء) في هذا النوع من العمل و في اوقات محددة , ويتم التداول فيها وفقا للقوانين و الأنظمة و التعليمات و بصورة علنية و تخضع لرقابة السلطات المختصة , و يتسم السوق المنظم بوجود آليات تضبط حركة الأسعار ونظام حدود التقلبات السعرية اليومية. و يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية المنظم (البورصات) إلى أسواق مركزية وأسواق ومحلية (أسواق المناطق): ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة المصدر لتلك الورقة، ويقصد بالسوق المحلية في الولايات المتحدة الأمريكية تلك الأسواق التي تتعامل عادة بأوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة (هندي، 2012: 95-96).

ب - سوق غير منظمة (سوق موازية):

يقول هندي (2008: 437) يطلق مصطلح سوق غير منظمة أو سوق موازية على المعاملات خارج البورصة ولا يوجد مكان محدد لإجراء هذه المعاملات إذ تتم من خلال شبكة إتصالات قوية وسريعة والتي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة ومن أشهرها نازداك NASDAQ في الولايات المتحدة الأمريكية وإعتبار هذا السوق غير منظم هو عدم وجود آليات لضبط حركة الأسعار , ويتم تحديد سعر الورقة في هذه هذا السوق بالتفاوض . و يتضمن السوق غير منظم أسواق فرعية وهي:

**\_ السوق الثالث:** هذا السوق هو جزء من السوق غير المنظم ويتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المقيدة في الأسواق المنظمة، ولقد سمحت (SEC) لأعضاء بورصة نيويورك للعمل كتجار في السوق الثالث للأسهم المقيدة في بورصة نيويورك بعد يوم 26 أبريل 1979. (هندي، 2011: 496). فالسوق الثالث هو سوق مستمرة على إستعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية في أي وقت وبأي كمية.

أما العملاء في هذا السوق هم المؤسسات الإستثمارية الكبيرة مثل: صناديق المعاشاة والبنوك التجارية التي تدير محافظ الأوراق المالية لحساب الغير بالإضافة إلى بيوت السمسة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظم (الداغر، 2007: 245).

**\_ السوق الرابع:** هو سوق أوراق مالية غير منظمة تتم (الصفقات خارج السوق المنظم) وهو بذلك يشبه السوق الثالث غير أن التعامل فيه يتم بطريقة الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء (أي دون اللجوء إلى أعضاء بيوت السمسة) وذلك عن طريق شبكة إتصالات قوية، وبالتالي فهذا السوق هو إستراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف وعمولات التعامل بالأوراق المالية.

## 2.2.2 وظائف سوق الأوراق المالية:

تتمثل وظائف سوق الأوراق المالية على صعيد الإقتصاد الكلي كما ذكرها شطناوي (2009 : 55) فيمايلي:

1- **تأمين السيولة:** بما أن سوق الأوراق المالية هي سوق مستمرة حرة لتداول الأوراق المالية وهو الأمر الذي يوفر درجة عالية من السيولة للمستثمرين.

2 - **مساعدة الأفراد والمشروعات على إتخاذ قراراتهم الإستثمارية:** تقوم الأوراق المالية في السوق على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، وكذلك تقوم السوق بتحديد أسعار الأوراق المالية من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشر الأسعار من قبل إدارة السوق لإستفادة الأفراد والمشروعات.

## 3- تشجيع عمليات الإدخار والإستثمار (تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات):

تساهم سوق الأوراق المالية في تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري في المجتمع (خاصة صغار المدخرين) وذلك من خلال الميزات التي يجب أن توفرها سوق الأوراق المالية في التداول وهي: السيولة، الرقابة على الأداء، الإفصاح والأمانة، وبالتالي نشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة. وبذلك يعتبر سوق الأوراق المالية آلية مهمة من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية.

4- تقويم أداء الشركات والمشروعات: تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الإستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة.

5- سوق الأوراق المالية تتيح البيانات والمعلومات عن الفرص الإستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها: حيث يقوم السوق بدراسة الجدوى الإقتصادية لبعض المشاريع المهمة للإقتصاد القومي وقيادة الإكتتاب في أسهمها.

6- الإسهام في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية لسد نفقات الخزنة العامة المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية.

7- ساعد هذا السوق في رسم السياسات النقدية والمالية للدولة. (صافي والبكري، 2009: 34)

أما وظائفه على مستوى الإقتصاد الجزئي فإن شطناوي (2009: 70) يذكر ما يلي :

1 - سهولة إستثمار رؤوس الأموال: يمتاز سوق الأوراق المالية بسهولة ويسر الإستثمار مقارنة مع الإستثمار في مجالات أخرى، وإمكانية إستثمار أي مبلغ (كبيرا أو صغيرا) ولأي مدة، ولا يتطلب أي خبرة فيمكن لأي شخص إستثمار ماله في شركة صناعية، زراعية، تجارية... إلخ. وكذلك يتيح السوق فرصة تنويع الإستثمار.

2- توفير قنوات سليمة للإستثمار.

3- **بيع الحقوق وشرائها:** وهي إمكانية تحويل الأصول المالية إلى سيولة عند الطلب دون المساس بالأصول الحقيقية أو تعريضها للتصفية وهي أبرز وظيفة لسوق الأوراق المالية وجدت من أجلها (حنيني، 2010: 32).

## 2\_2\_3 العوامل المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية:

يتأثر أداء سوق الأوراق المالية بشكل مباشر أو غير مباشر بالعديد من العوامل أهمها: أداء الشركات المدرجة، كفاءة السوق والجهات الرقابية، الهيكل الإقتصادي والسياسة الإقتصادية المتبعة ومدى عقلانية المستثمرين و يقر مقابلة (2013: 47-51) أنه و بشكل عام تقسم العوامل المؤثرة على أداء السوق إلى 4 عوامل رئيسية وهي: العوامل الإقتصادية، عوامل مرتبطة بالسوق ، عوامل مرتبطة بالشركة المدرجة، وعوامل غير إقتصادية.

## 2\_2\_3\_1 عوامل إقتصادية (متغيرات إقتصادية كلية) :

من أهم المتغيرات الإقتصادية المؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية والتي يجب أخذها بعين الإعتبار للتنبؤ بإتجاه السوق وهي كالتالي: (دعمي، 2010: 168-171).

**أولاً\_ الناتج المحلي الإجمالي GDP :** يمثل الناتج المحلي الإجمالي مجمل السلع والخدمات التي أنتجت في البلد خلال فترة زمنية معينة (غالبا ما تكون سنة)، وبالتالي فإن GDP من أهم مؤشرات قياس النمو الإقتصادي ومن هنا فإن التنبؤ ب GDP يعكس الوضع الإقتصادي في المستقبل والذي بدوره ينعكس على حركة الأسعار في السوق المالي.

ومنه يمكن أن نستنتج ان هناك علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي (أي النمو الإقتصادي) وأسعا الأصول المالية في سوق الأوراق المالية.

## **ثانيا \_ السياسة النقدية:**

**أ \_ أسعار الفائدة:** تتضح العلاقة بين عرض النقود وأسعار الفائدة من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الإحتياطي لديه فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الإئتمان لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الإحتياطي مما يزيد من الأموال السائلة لدى

البنوك التجارية والذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الإقتراض أي انخفاض أسعار الفائدة وبالتالي زيادة الإستثمار الحقيقي والذي يشجع على الإستثمار بالأسهم و من ثم إرتفاع أسعارها، بمعنى وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة ونشاط سوق الأوراق المالية (حيث انخفاض أسعار الفائدة على الإقتراض يشجع الإستثمار وبالتالي زيادة نشاط سوق الأوراق المالية) ومن ناحية أخرى إذا زاد عرض النقود عن حاجة النشاط الإقتصادي (أي توفر السيولة) يؤدي هذا الإرتفاع أسعار الأسهم نتيجة الطلب المتزايد عليها، إلا أنه قد تتوجه هذه السيولة إلى إصدارات جديدة من الأسهم والسندات وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم.

ب- **تغيرات سعر صرف العملة:** هناك تأثير كبير لسعر صرف العملة على أسعار الأسهم ، فقد أشارت عدة دراسات أن العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف تتمثل في قناتين وهما:

في حالة انخفاض قيمة العملة لبلد ما (نتيجة إرتفاع سعر الصرف الأجنبي) فإن ذلك يؤدي إلى إرتفاع أسعار الأسهم سواء بطريقة مباشرة حيث تصبح الأصول المالية المحلية (أسهم) أرخص نسبيا للمستثمر الأجنبي وبالتالي زيادة الطلب على الأسهم وزيادة سرعة تداولها فترتفع أسعارها، ومن جهة أخرى فإن انخفاض أسعار الفائدة يدفع بالمستثمرين المحليين لتوجيه مدخراتهم إلى أسهم وسندات (زيادة الطلب عليها) وبالتالي إرتفاع أسعارها، أو بطريقة غير مباشرة وذلك من خلال السوق السلعية تمارس أسعار الصرف آثار على سوق الأوراق المالية، فإنخفاض قيمة عملة بلد ما يؤدي إلى زيادة حجم الإنتاج وإرتفاع الأرباح، وهذا ما يؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.

### ثالثا\_ السياسة المالية:

أ- **الإيرادات العامة (الضريبة):** توجد علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية وأداء سوق الأوراق المالية إذ ينعكس تخفيض الضريبة على أسعار الأسهم من ناحيتين، الأثر الأول لتخفيض معدلات الضريبة هو زيادة القدرة الشرائية للأفراد والشركات وبالتالي زيادة الطلب السلعي وزيادة أرباح الشركات والذي بدوره يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم، والأثر الثاني هو زيادة ربحية السهم (توزيع الأرباح بعد الضريبة) وبالتالي زيادة الطلب على الأسهم ومن ثمة إرتفاع أسعارها.

ب- **الإنفاق الحكومي (الإنفاق العام):** إن الإنفاق الحكومي يؤثر على الإستهلاك والإستثمار معا وذلك من خلال التأثير على حجم الدخل القومي والذي بدوره يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات، لأن الإنفاق

الحكومي هو عبارة عن طلب الدولة على السلع والخدمات المحلية وبالتالي وجود علاقة إيجابية بين الإنفاق العام وأداء سوق الأوراق المالية.

ويوجد مؤشرات إقتصادية أخرى لها دور مباشر وغير مباشر في تحديد أسعار الأصول المالية ومن ثمة أداء سوق الأوراق المالية مثل: الإنتاجية، المخزون، البضائع، نسبة البطالة، معدلات التضخم، وتطور أسعار المستهلكين....إلخ.

### 2\_3\_2\_2 عوامل مرتبطة بالسوق:

أثبتت العديد من الدراسات العلمية أن حركة الإستثمارات في الأسواق المختلفة على المدى القصير أقرب ما تكون للعشوائية ورغم ذلك فثمة عوامل تتعلق بخصوصية السوق نفسه تؤثر على أداءه هي:

- مدى توفر السيولة وأحجام التداول في السوق.
- مدى نشاط السوق الأولي وقدرته على توسيع قاعدة الشركات المدرجة وتنوع القطاعات الإقتصادية التي تعزز كفاءة الأسواق.
- تركيبة الهيكل الإقتصادي والسياسة الإقتصادية المتبعة : حيث أن تعدد مصادر الدخل وتنوع القطاعات الإقتصادية الحيوية وإتباع سياسة إقتصادية إنفتاحية تعمل على تنشيط السوق وزيادة حركة التداول في المدى البعيد.
- إرتفاع وإنخفاض أسعار النفط.
- حجم وحدة المضاربة على الأسهم: إن وجود مضاربة بمعدلات معقولة هو أمر جيد للسوق، ولكن وجود الأموال الساخنة وكثرة المضاربات وزيادتها على حد معين دون ضابط أو رقابة صارمة من الهيئات الرقابية قد يؤدي إلى عدم إستقرار الأسعار وربما إرتفاعها ثم الإنتهاء بتدهورها .
- مدى كفاءة السوق.
- مدى إرتباط وتأثر السوق بالعديد من الأسواق العالمية والإقليمية بالإضافة إلى مدى إرتباط الإقتصاديات المحلية مع الإقتصاديات العالمية.

## 2 2 3 3 عوامل مرتبطة بالشركة المدرجة في السوق:

من بين الأسباب الموضوعية وغير الموضوعية التي يمكن أن تؤثر على سعر سهم شركة معينة ارتفاعاً أو انخفاضاً مايلي:

- متانة الأوضاع الاقتصادية للشركة كالبيانات المالية الإيجابية مثل: نمو التوزيعات الجيدة والأرباح المحققة ونمو المبيعات ومعدل نمو الشركة من حيث الأصول والحقوق ورأس المال.

- مدى كفاءة إدارة الشركة وقدرتها على تحقيق أهدافها وتحسين وضعها التنافسي، وقدرة الإدارة في إتخاذ القرارات الحاسمة في الظروف الإستثنائية.

- الأرباح المتوقعة في المستقبل والخطط المستقبلية.

- سمعة الشركة ونوعية منتجاتها وخدماتها وثقة المستهلكين بها ومدى مساهمتها في خدمة المجتمع من خلال تبني برامج المسؤولية الإجتماعية، وخلو الشركة من منازعات أو فضائح قانونية أو إدارية.

- تغير بعض الظروف الإستراتيجية بشأن الشركة: كإعلان الشركة عن إستبدال الإدارة التنفيذية أو تعديل نظامها الأساسي لتتيح للمستثمرين الأجانب التملك فيها، أو إعلان الحكومة عن بيع حصة معتبرة من أسهم شركة مساهمة عامة أو إضافة منتج جديد، أو حصولها على شهادة جودة من جهة معتبرة، أو تسجيل براءة إختراع جديدة بإسم الشركة، أو فتح فروع جديدة للشركة، أو الإستحواذ على شركة من قبل شركة أخرى .

ويمكن أن تنخفض أسعار أسهم الشركة المدرجة بسبب العديد من العوامل منها ضعف أداء الشركات وإنخفاض مبيعاتها وأرباحها , زيادة حجم المضاربات على أسهم شركة، تدهور سمعة الشركة، دخول منافس جديد وضعف قدرتها التنافسية وحصتها السوقية...إلخ.

## 2 2 3 4 عوامل غير اقتصادية:

تعتبر العوامل غير الاقتصادية من العوامل الأساسية التي قد تؤثر على أداء البورصة وأهمها: الأوضاع السياسية والأمنية والإجتماعية.

2-2-4 كفاءة سوق الاوراق المالية :

في ظل تسارع التغيرات و تميز بيئة الاعمال الحالية بدرجة عالية من المخاطر أصبح من الضروري أن يتصف سوق الاوراق المالية بمستوى معين من الكفاءة لأن هذه الاخير مرتبطة أساسا بعناصر مهمة في الاستثمار و هي ; المعلومات ، الوقت و التكلفة ، فهته العناصر تتحكم في القرارات الاستثمارية للمستثمرين و التي تنعكس في شكل ارتفاع أو انخفاض في أسعار اسهم الشركات المدرجة وعليه نتطرق في هذا الجزء إلى :

- مفهوم كفاءة سوق الاوراق المالية .
- مؤشرات اسعار الاسهم .

2-2-4-1 عموميات عن كفاءة سوق الاوراق المالية :

يشير الداغر (2007 : 275) إلى إن معظم ما يجري في أسواق الاوراق المالية من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات و الاحتمالات , لذلك تكاد أن تكون السوق مصنعا للإسقاطات المستقبلية . و التوقعات كونها أساس للقرار الاستثماري في اسواق الاوراق المالية لا يعني رجاحة التنجيم على العقلانية بل العكس هو الصحيح .

يعطي حسين (2008) تعريفا لكفاءة أسواق الاوراق المالية حيث يقول : " أن و فقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية , و على وجه السرعة , لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم , حيث تتجه اسعار الاسهم صعودا أو هبوطا و ذلك تبعا لطبيعة الانباء إذا كانت سارة أو غير سارة " (31)

ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يوضح عبد النبي ( 2009: 42) أنه ينبغي توافر سمتان هما ; كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) و تعرف بسرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون وجود فاصل زمني كبير , و لا يتحملوا في سبيلها تكاليف باهضة ; و كفاءة التشغيل ( الكفاءة الداخلية) و التي تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض و الطلب دون ان يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه .

و يؤكد أبو زيد ( 2009 ) أن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر و بالتالي هو السوق الذي يحدد السعر الحقيقي و الواقعي للأوراق المالية المتداولة فيه , حيث تعبر القيمة الحقيقية للورقة عن المبلغ الذي يجب الحصول عليه أو دفعه مقابل هذه الورقة نظير العائد من ورائها .(272)

حيث حددت ثلاث مستويات أو صيغ لكفاءة سوق الاوراق المالية وهي :

- فرضية الصيغة الضعيفة : وفقا لهذه الصيغة , فإن الاسعار الحالية للاوراق المالية المتداولة في السوق تعكس المعلومات التاريخية .
- فرضية الصيغة المتوسطة : وفقا لهذه الصيغة, فإن اسعار الاوراق المالية الحالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية , كل المعلومات الحالية المتاحة عن الشركة
- فرضية الصيغة القوية : وفقا لهذه الصيغة فإن الاسعار الحالية تعكس بشكل كامل كل المعلومات التاريخية و الحالية و الخاصة ( المعلنة و غير المعلنة ) .

#### 2-2-4 مؤشرات أسعار الاسهم (مؤشرات عوائد الأسهم):

غالبا ما يتم استخدام مؤشرات أسعار الاسهم من قبل المحللين من أجل الحكم على مستوى أو درجة أداء سوق معين فهذه المؤشرات هي بمثابة المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية العامة للدولة , كما أنه يمكن استخدامها للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية .

**أولا - تعريف المؤشر:** يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية ( سلاسل زمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والإقليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيسي سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة، لذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار وحتى الباحثين (الداغر، 2007: 298).

ويعرف أبو زيد (2009)المؤشرات المالية بـ "أنها أداة إحصائية في شكل قيمة مطلقة أو متوسطات أو أرقام قياسية أو معادلات وموازن مصممة بعناية لقياس التغيرات في أسعار الأسهم والسندات والصناديق الإستثمارية وتحديد إتجاهاتها ككل من إرتفاع وإنخفاض في لحظة زمنية مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء في سوق الأوراق المالية، فهذه المؤشرات تتغير طوال اليوم

صعودا ونزول طالما أن هناك عمليات بيع وشراء للأسهم في البورصة حتى نهاية يوم العمل، والأسعار التي تصل إليها الأسهم في نهاية آخر عملية تسمى بسعر الإقفال وهي نفسها تسمى سعر الإفتتاح في بداية اليوم التالي للعمل . " (280)

هناك العديد من الفوائد التي تنتجها مؤشرات حالة السوق ويذكر الداغر (2007 : 299) أهمها :

1- يساعد في تلخيص حركة النشاط الإقتصادي عبر صورة كمية يسهل إستخدامها بشكل سريع.

2- التنبؤ بالنشاط الإقتصادي.

بالإضافة إلى ذلك فإن من أهم إستخدامات المؤشرات المالية مايلي: (أبو زيد، 2009: 281).

- توفير مرشد ودليل للمتعاملين بالسوق.
- يوفر المؤشر أداة للرقابة على السوق من خلال إكتشاف الإنحرافات والإختلافات في السوق وتصحيحها.
- تقييم أداء المحافظ الإستثمارية.
- تساعد المؤشرات المستثمرين الدوليين على تقييم ومقارنة أداء الأسواق المالية المختلفة على مستوى دولي.

### ثانيا \_ أنواع المؤشرات:

يقيم مؤشر الأسهم مستوى وإتجاه أسعار الأسهم المتداولة وفي هذا الصدد يوجد نوعين من المؤشرات:

- مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل داوجونز لمتوسط الصناعة.
- مؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة مثل داوجونز لصناعة النقل وداوجونز للمرافق العامة.

قد يبنى مؤشر السوق على عينة من أسهم المنشآت المتداولة فيه، أو قد يقوم المؤشر على أساس

كافة الأسهم المتداولة مثل مؤشر بورصة نيويورك NYSE Composite Index

ومن أهم المؤشرات المرتبطة بالعوائد والتي تعكس أداء سوق الأوراق المالية وشائعة الإستخدام في السوق الأمريكي (هندي، 2008: 102).

\* يعد مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة يرمز له بـ Dow أو DJIA أقدم مؤشر وأكثره شيوعاً إذ نشر لأول مرة في 1884 بجريدة وول ستريت نسبة إلى مصممة تشارلزداو، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية ثم إرتفع حجم العينة إلى 12 سهم ثم إلى 20 سهم ليصل إلى 30 سهم تمثل 30 شركة تتسم بإرتفاع قيمتها السوقية وبالعراقة وبضخامة رأس المال السوقي وعدد المساهمين، ويتم حسابه على أساس السعر أي متوسط أسعار 30 سهم.

ومن أهم الإنتقادات الموجهة لمؤشر داوجونز للشركات الصناعية (أبو زيد، 2009: 283-284).

- صغر حجم العينة (عدد الشركات المختارة) فهي لا تعبر بدقة عن باقي المجتمع.
- الترجيح على أساس سعر السهم يؤدي إلى عدم دقة المتوسط حيث التغييرات الطفيفة في أسعار الأسهم مرتفعة القيمة على المتوسط العام تختلف عنها في حالة حدوثها بنفس القدر في أسعار الأسهم منخفضة القيمة، والجدير بالذكر أنه يطلق إسم داوجونز على 3 مؤشرات أخرى وهي:
- **مؤشر داوجونز لشركات النقل:** ويتم بناؤه على أساس أكبر 20 شركة مسجلة ببورصة نيويورك.
- **مؤشر داوجونز لشركات المرافق العامة:** ويتم بناؤه على أساس أكبر 15 شركة مسجلة ببورصة نيويورك.
- **مؤشر داوجونز المركب:** ويشتمل على جميع الشركات السابقة بما فيها مؤشر داوجونز للشركات الصناعية وهي:
- معامل إرتباط قيمة المؤشر مع قيم المؤشرات الأخرى.
- درجة التقلب في المؤشر مقارنة مع تقلبات المؤشرات الأخرى.
- مدى الإستقرار في معدل العائد على المؤشر مقارنة مع المؤشرات الأخرى.

وكذلك مؤشر ستاندار أندبورز (S&P 500) تتكون العينة التي تقوم عليها (S&P 500) على 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية 40 منشأة مرافق عامة، 20 منشأة نقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات العالمية أو في سوق نازداك، ولا يعتبر مؤشر (S&P 500) متوسط بل رقما قياسيا، وعلى عكس مؤشر داوجونز لا يتأثر بالتجزئة أو بإصدار أسهم في مقابل توزيعات ذلك لأنه يعدل ذاته آليا، ففي حالة التجزئة مثلا يعوض انخفاض السعر بالزيادة في عدد الأسهم بنفس النسبة وبالتالي عدم حدوث أي تغيير في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

بعض أنواع المؤشرات المستخدمة في الأسواق العالمية : (حسين، 2008: 50-51).

إنجلترا: FT-30 و FTSE-100 فرنسا: مؤشر CAC 40

ألمانيا: مؤشر DAX اليابان: مؤشر NIKKEI

بعض مؤشرات الأسواق الناشئة:

سنغافورة O CBC Index ماليزيا KLSE Index

إندونيسيا JSE Index تايلاند SET Index

بعض مؤشرات الأسواق العربية:

تونس BVMT المغرب MASI السعودية NCFEI الإمارات NBAD

## 2.2.5 مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية:

هناك عدة معايير أو مؤشرات يتفق عليها الإقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية ولمعرفة درجة تطوره ونضجه وأهمها:

### 1 ( حجم السوق Market size )

غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

أ- مؤشر القيمة السوقية/ معدل رسملة السوق/الأهمية النسبية للسوق Market capitalization ratio

يشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق (أسهم) وغالبا ما يقاس رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي GDP:

$$MCR = \frac{CM}{GDP}$$

القيمة السوقية للأوراق المدرجة:

MCR: رسملة السوق.

CM: القيمة السوقية للأسهم.

GDP: الناتج المحلي الإجمالي.

يفترض الإقتصاديون أن حجم سوق الأوراق المالية مرتبطا إيجابا بالقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتوزيع المخاطر (هندي، 1999: 89).

و يذكر الدعي ( 2010: 177 ) تحلل بورصة نيويورك (NYSE) الصدارة عالميا من حيث الرسملة حيث بلغت في 2001 نسبة 41,1% من إجمالي رسملة بورصات الإتحاد (WFSE) وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما إرتفعت قيمتها دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه أو إرتفاع الأسعار الذي قد يكون إنعكاسا لإتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا.

ب- **مؤشر عدد الشركات Number of Companies** : ويقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة أو المدرجة في البورصة، يستخدم للدلالة على حجم السوق أين تشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور سوق الأوراق المالية إلا أن هذا المؤشر يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق) فقد يكون عدد الشركات المدرجة في البورصة كبير ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير (الدعي، 2010: 178).

**(2) مؤشر السيولة: Liquidity**

تعني سيولة السوق القدرة على تسويق الأوراق المالية بسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة، وتزداد سيولة السوق عند توافر 3 شروط وهي: (أندراوس، 2007: 164 - 165).

\* **عمق السوق Market Depth** : تتصف السوق بكونها عميقة إذا كانت حركة التعاملات فيها نشطة، ويتحقق ذلك مع وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية، وتتصف السوق العميقة بمحدودية تقلبات الأسعار نتيجة هذا الإستمرار الذي يعيد حالة التوازن في السوق بين العرض والطلب، على عكس السوق الضحلة Shallow Market التي تتميز بعدم إستمرارية التعامل في الورقة المالية ويؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار.

\* **إتساع السوق Market Breath** : تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء ويحقق ذلك الإستقرار النسبي في سعر الأوراق المالية المتداولة، ولا تتغير فيها الأسعار بصفة مستمرة بسبب كثرة المعاملات.

\* **سرعة إستجابة السوق Market Resilienc** : ويقصد بهذه الخاصية قدرة السوق على معالجة أي إختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار. وهناك مؤشران أساسيان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما: (الخيكاني والموسوي، 2015: 134-135).

و تقاس سيولة السوق بمؤشرين هما :

**أ- مؤشر حجم التداول (TV) Trading Valume Index**

هو قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة (وعادة تكون سنة) ويحسب كالتالي:

مجموع الأسهم المتداولة

حجم التداول =

الناتج المحلي الإجمالي

يرى أندراوس، (2007 : 214) أن نسب حجم التداول تشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الإقتصاد القومي، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني، وتكمل هذه النسبة رسملة السوق التي قد تكون مرتفعة في حين أن حركة التعاملات فيه ضعيفة، وتتمتع الولايات المتحدة الأمريكية بنسب تداول مرتفعة إذ بلغت في المتوسط خلال الفترة 1986-1993 نحو 41% الأمر الذي يعكس إرتفاع مستويات السيولة فيها. وبالتالي من الأفضل إستخدام كلا المؤشرين (رسملة السوق وحجم التداول) من أجل إعطاء صورة واضحة على أداء السوق، لأنه قد تكون السوق كبيرة ولكن حجم التداول صغير.

#### ب- معدل دوران الأسهم (%) share Turnover Ratio

ويشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد بغية التعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة معينة ويحسب هذا المؤشر كالتالي:

$$\text{معدل دوران الأسهم (\%)} = \frac{\text{إجمالي الأسهم المتداولة أو حجم التداول}}{\text{القيمة السوقية أو رسملة السوق}} \times 100$$

ويقول إندرأوس، 2007: 2015 , أن معدل دوران الأسهم يشير إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس المال، ويكمل معدل الدوران نسبة رسملة السوق، والسوق يمكن أن تكون صغيرة ونشطة صغيرة لإنخفاض نسبة رسملة السوق ونشطة لإرتفاع معدل دوران الأسهم/ ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران نسبة التداول وهذه الأخيرة تبين حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الإقتصاد الوطني في حين يقيس معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق،

فالسوق الصغيرة التي تتميز بإرتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة التداول بينما يرتق عيها معدل الدوران.

**(3) مؤشر تركز السوق Market concentration :** يشير هذا المؤشر إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على سوق الأوراق المالية، وتقاس درجة تركز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من نصيب رأس مال السوق إذ قد تسيطر بضعة شركات على السوق يعني إرتفاع درجة التركز وهذا الوضع غير مرغوب فيه وتتميز أسواق أمريكا بإنخفاض درجة التركز حيث تمثل حصة أكبر عشر شركات خلال 1986 - 1993 نحو 20% من رأس مال السوق (إندراوس، 2007: 215-216).

**(4) تقلبات الأسعار Volatility :** يقيس هذا المؤشر تذبذب وعدم إستقرار عائدات السوق ويقاس بإحتساب النسبة بين سعر السهم إلى أرباحه وعادة ما يعني إنخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشر لتطور وتنمية السوق، غير أنه في بعض الأحيان قد يؤخذ إرتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التغلب ولا تعكسها إلى السوق الجيدة فقط (إندراوس، 2007: 215-216).

**(5) الطاقة الإستيعابية للسوق:** وتعني مدى قدرة السوق على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية ويقاس هذا المؤشر من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة بالنسبة للنواتج المحلي الإجمالي والإدخار المحلي الإجمالي أي: (الأسرج، 2004: 61).

$$\text{الطاقة الإستيعابية} = \frac{\text{حجم الإصدارات الأولية / جديدة}}{\text{نواتج محلي إجمالي / إدخار محلي إجمالي}}$$

وهي نسبة تعكس مدى تطور سوق الإصدار ( السوق الأولي )

أما السوق الثانوي (سوق التداول) فإنها تحسب كالتالي:

## حجم التداول

الطاقة الإستيعابية للسوق =  $\frac{\text{الناتج المحلي الإجمالي} / \text{إدخار محلي إجمالي}}{\text{حجم التداول}}$

(6) عدد الصفقات: والتي يتم تنفيذها داخل السوق خلال فترة زمنية معينة يوم أو أسبوع أو شهر أو سنة، و يقول أبو زيد ( 2009 ) " أنه من الطبيعي كلما زاد عدد الصفقات المنفذة داخل السوق دل ذلك على تطور أو نمو السوق. " (279).

(7) التحرير المالي: يعني التحرير المالي حرية تدفق رؤوس الأموال لأسواق الأوراق المالية، أي التحرير المالي هو مؤشر يقيس درجة إنفتاح السوق على المستثمرين الأجانب وهو الأمر الذي سيؤدي إلى تنشيط السوق وتوسيع قاعدة الملكية .

(8) مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية للسوق: يمكن للعوامل المؤسسية والتنظيمية أن تؤثر على سير أسواق الأوراق المالية فقواعد الإفصاح الإجباري توفر معلومات عن الشركات والوسطاء الماليين ومن شأن ذلك أن يعزز من مشاركة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية. ورغم صعوبة قياس هذا المؤشر كونه مؤشر كيفي (نوعي) إلا أنه توجد محاولات لقياسها وأرزها محاولة ( Demirguc – Kunt  $\alpha$  levine ) (إندراوس، 2007: 217).

(9) مؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول: في ظل أسواق الأوراق المالية المندمجة ماليا بالكامل في الأسواق الدولية يتدفق رأس المال عبر الحدود بشكل يضمن تساوي تسعير الخطر عبر الحدود، (يعبر عن سعر الخطر بالعلاوة أو التعويض الذي يتلقاه المستثمرون نتيجة تحملهم الخطر) وبشكل معاكس فإن إنفصال الأسواق المحلية عن الأسواق الدولية يوضع عوائق على رأس المال تقيد من تحركاته عبر الحدود، تجعل تسعير الخطر مختلف بين الدول وذلك حسب القيود المفروضة على تدفقات رأس المال، ويمثل الفرق سعري بين الأصول المقيدة (تقتصر حيازتها على المستثمرين الوطنيين) والأصول غير المقيدة (يمكن أن يمتلكها كل من المستثمرين الوطنيين والأجانب) شريطة تساوي عوائدها - مقياس مباشر لتأثير القيود على رأس المال ومن ثم درجة اندماج السوق الوطنية للأوراق المالية في السوق الدولية ومع صعوبة الوصول إلى هذا المقياس من خلال مقارنة تأثيرات الضوابط المفروضة على رأس المال بين الدول المختلفة، صارت هناك ضرورة للتوصل إلى مقياس لدرجة الاندماج باعتبارها ملمح من ملامح تنمية السوق، و يشير ندرأوس ( 2007 : 220-225 ) أنه قدم الباحثون مؤشرا لقياس درجة

إندماج أسواق الأوراق المالية من خلال قياس إنحراف عوائد الأصول المالية بذلك الأسواق عن عوائد الأصول المحددة وفقا لنموذج توازني تم تكوينه في ظل إفتراض الإندماج التام لسوق، وأخيرا تجدر الإشارة إلى أنه يمكن إتخاذ درجة الإرتباط بين عوائد الأصول المالية في السوق الوطنية للأوراق المالية مع العوائد في الأسواق الولية للدلالة على درجة إدماج تلك الأسواق في الأسواق العالمية (إندراوس، 2007: 220-225).

ويقول مقابلة، (2013: 54)، أنه هناك علامات ومؤشرات معينة يلاحظها المراقبون تترافق عادة مع تحسن أداء الأسواق ونمو مؤشراتنا ومنها:

- 1- إرتفاع أحجام التداولات بالسوق بشكل واضح.
- 2- إستعادة ثقة المتعاملين بالسوق وإرتفاع درجة تفاؤلهم.
- 3- إرتفاع نسب نمو المؤشر بشكل عام وإرتفاع القيمة السوقية للسوق.
- 4- دخول مستثمرين جدد وزيادة السيولة.
- 5- زيادة عدد الإكتتابات بالسوق.
- 6- إرتفاع نسب التملك الأجنبي.
- 7- تزايد الفجوة بين أداء الشركات ممثل بأرباحها وبين أسعار أسهمها.

يمكن القول أنه ، لكي يحقق سوق الأوراق المالية درجة من التطور والنمو لا بد أولاً أن يتصف هذا السوق بالكفاءة والتي تعني أن أسعار الأسهم المدرجة فيه تعكس بالكامل المعلومات المتاحة عنها في السوق بسرعة وبدقة، لأن الكفاءة السعرية تعتبر محدداً من محددات نمو سوق الأوراق المالية، لأن وجود علاقة تأثير بين المعلومات المتاحة في السوق عن الشركات المدرجة وأسعار أسهمها تؤثر في القرارات الإستثمارية لفئة المتعاملين في السوق والهادفين لتعظيم الأرباح، وإنطلاقاً من هذه التغيرات في مؤشر أسعار الأسهم يبني المشاركون في السوق ذوي الخبرة توقعاتهم المستقبلية حول أداء الأسهم ووفقاً لذلك يتخذون قراراتهم الإستثمارية وبالتالي فإن نشاط هذه الفئة سيؤثر في نشاط السوق ودرجة تطوره، وبالتالي فإن العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية وتطوره هي علاقة ترابطية تكاملية.

وهذا يبين العلاقة التبادلية بين تطور السوق والنمو الإقتصادي، لأن غياب كفاءة السوق معناه عدم إستجابة السوق لأداء الشركات وإستراتيجياتها الإستثمارية (نمو الإقتصادي) وهذا معناه خمول في السوق الأوراق المالية، غياب نشاط هذا السوق ينعكس سلبياً على النمو الإقتصادي وبناءً على ما سبق نستنتج أن أساس تطور ونمو سوق الأوراق المالية هو توفر هذا السوق بدرجة معينة من الكفاءة.

وللحكم على درجة تطور سوق الأوراق المالية يجب التركيز على خصائصه من حيث حجم السوق وسيولتها والخصائص المؤسسية والتي تشير إلى درجة الإفصاح والشفافية في عرض المعلومات المتعرفة بالشركات، بالإضافة إلى الخصائص المتعلقة بهذه السوق على تسعير الأصول المالية والحفاظ على إستقرار عوائدها.

## 2-3 الدراسات السابقة :

## 1- دراسة (Nabil Bikourane, 2009) بعنوان:

- Performance boursière des fusions-acquisitions dans le secteur :  
Influence des caractéristiques des conseils des banques initiations et  
des modalités de la transaction.

هدفت هذه الدراسة إلى شرح ردود فعل سوق الأسهم (إستجابة) المستثمرين عند الإعلان عن عملية إندماج أو إستحواذ تحت فرضية كفاءة السوق، فوجد الباحث إستخدام منهجية دراسة الحالة أي رصد تحركات أسعار أسهم الشركات المندمجة (في القطاع البنكي) المدرجة في سوق الأسهم أي أراد الباحث تبيان أداء أسهم البنوك المندمجة في سوق الأوراق المالية، حيث تكونت عينة الدراسة من 124 عملية إندماج وإستحواذ بين البنوك الأوروبية (124 بنك مستهدف و124 بنك مستحوذ) عام 2002 وتم رصد تغير أسعار أسهمها المدرجة في مؤشر CAC40 وخلص الباحث إلى نتيجة مفادها:

- أن أسهم البنوك المستهدفة تسجل أداء إيجابي عند الإعلان عن عملية إندماج أو إستحواذ في حين تسجل أسهم البنوك المستحوذة أداء سلبي عند الإعلان.

وأوضح الباحث أسباب هذا التغير في أسعار الأسهم والإختلاف بينها أين ذكر أن قسط الإندماج وطريقة تمويل الصفقة هما أهم عوامل تغير أسعار الأسهم.

أما عن الإفادة التي قدمتها هذه الدراسة، هو أن سوق الأوراق المالية يستجيب لمثل هذه المعلومات (إعلان عن صفقة إندماج أو إستحواذ) فوراً ودون خطأ، أي رد فعل المستثمرين في السوق (عند الإعلان عن العملية) إتجاه أسهم الشركات المندمجة له تأثير على حجم وحركة التداول وبالتالي على تطور سوق الأوراق المالية. فنستنتج أن كفاءة السوق هي وسيط (إن صح التعبير) بين إعلانات الإندماج والإستحواذ وتطور سوق الأوراق المالية.

أما عن الإختلافات بين هذه الدراسة والدراسة الحالية، هو أن الباحث (Nabil Bikourane) حاول في دراسته تقصي أثر الإعلان عن عملية الإندماج وإستحواذ في القطاع البنكي على أداء سوق الأسهم بإستخدام المؤشرات المتعلقة بأسعار CAC40.

أما الدراسة الحالية فقط حاولنا من خلالها تقصي أثر موجة الإندماج والإستحواذ الخامسة في و.م.أ (عددا) على مؤشرات تطور بورصة نيويورك (حجم السوق وسيولته).

2- دراسة : Prasad V. Daddikar and (2014) De Arifeu Rehman H, Shaikh

بعنوان

Impact of Mergers  $\alpha$  acquisition Suaviving Firm's Financial performance :  
Asstudy of jet Airways Led.

كان الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو تحديد ما إذا كانت شركات الخطوط الجوية Jet الهندية حققت كفاءة الأداء المالي من خلال الإندماج والإستحواذ وتم قياس هذه الكفاءة من خلال الربحية، الرافعية المالية السيولة ورأس المال، وقام الباحثان بمقارنة الأداء المالي للشركات قبل وبعد سنتين من نشاط الإندماج أي حاول الباحثان إختبار أثر عمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي لشركات الخطوط الجوية المندمجة من خلال النظر في النسب المالية قبل وبعد عمليات الإندماج والإستحواذ التي شهدتها هذه الشركة خلال فترة معينة وتوصلا إلى نتيجة مفادها أنه لا يوجد أثر كبير لعمليات الإندماج والإستحواذ على الأداء المالي لشركة Jet إستخدما الباحثان المنهج تحليلي وصفي بإستخدام التباين الإنحراف المعياري لوصف الإحصائيات (تطور البيانات) ولإختبار الفرضيات تم إستخدام SPSS وتم حساب معدلات الأداء وتحليل البيانات قبل وبعد الإندماج من أجل معرفة ما إذا كان هناك أي تغيير في الاداء المالي للشركة.

3- دراسة: . David y .aharon and Ilanit Gavious and Rami yosef, 2010

بعنوان: Stock market bubble effects on mergers and acquisition

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر أسعار الأسهم في السوق على معاملات الإندماج والإستحواذ من خلال طرح الإشكالية التالي: كيف تتأثر عمليات الإندماج والإستحواذ بإتجاهات السوق وخاصة فقاعة الأسهم؟ أين حاول الباحثون تحليل أثر فقاعة التكنولوجيا في سوق ناسداك خلال التسعينات على عمليات الإندماج والإستحواذ.

## 4- دراسة:

Klaus Gruls, Dennisc Mueller, B Nurcin yurtoglu and christine zulehner.

بعنوان:

The effects of Mergers : An International comparision University of Vienner, Austrio

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الآثار الاجتماعية لعمليات الإندماج والإستحواذ من خلال تحديد الآثار المترتبة لعمليات الإندماج والإستحواذ على كفاءة وقوة السوق وذلك من خلال قياس متوسط آثارها على أرباح ومبيعات الشركات المندمجة. وتمثلت عينة الدراسة في عدد عمليات الإندماج والإستحواذ الواقعة بين سنتين 1981 و 1998 في كل من الو.م.أ وبريطانيا والإتحاد الأوروبي واليابان وأستراليا وفي بعض الدول الأخرى , وتم التوصل إلى أن 56,7% من إجمالي عمليات الإندماج والإستحواذ تؤدي إلى زيادة الأرباح، وتقريبا نفس النسبة من العمليات تسجل إنخفاض في حجم المبيعات بعد خمس سنوات.

5- دراسة (ضيف روفية, 2005) بعنوان : " إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الاندماج "

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم مدى إمكانية إصلاح القطاع المصرفي من خلال عمليات الاندماج , أين طرحت ت الباحثة تساؤل عن ما مدى تحقيق النمو من خلال عمليات الاندماج و الاستحواذ ؟. و انطلقت من فرضية مفادها أن عمليات الاندماج و الاستحواذ تؤدي إلى تحقيق اقتصاديات سلمية واقتصاديات الحجم , حيث استعملت المنهج الوصفي التحليلي لطبيعة الموضوع و من أجل الوصول إلى الهدف المسطر . و خصصت الباحثة مساحة لعرض حالة امتصاص داخل الجهاز المصرفي التونسي و امكانية اعادة الهيكلة من خلال عمليات الاندماج و الاستحواذ داخل الجهاز المصرفي الجزائري لخلق كيانات قوة قادرة على الاستمرار في بيئة أعمال يسودها الاضطراب المستمر . و هذه بعض النتائج التي خلصت إليها الباحثة :

- يؤدي الاندماج في غياب الكفاءة و التسيير الجيد إلى زيادة البيروقراطية و طول خطوط اتخاذ القرار مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الاعمال , بالإضافة إلى عدم الاهتمام بالعملاء الامر الذي يؤدي إلى تلاشي قاعدة العملاء و ارتفاع التكاليف .
- يمكن الاندماج من تعظيم الحصة السوقية و بالتالي الخوض في ميادين عمل جديدة و متنوعة .

و كأهم نتيجة وصلت إليها الباحثة و استنادا إلى التجربة التونسية و التوافق شبه الكبير بين الجهاز المصرفي الجزائري و التونسي من حيث الملكية هي أنه عملية التجميع بين المصارف العمومية ما هي إلا عملية تعزيز لوضع المصارف من أجل تغطية احتياجاتها الاقتصادية و تمويل المشاريع .  
أما عن الافادة التي قدمتها هذه الدراسة هي المساعدة في رسم الخطوط العريضة للبحث في جانبه النظري .

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

### 3 - 1 منهج الدراسة

من خلال إشكالية الدراسة و الفرضيات التي نسعى لإثباتها أو نفيها يمكن إعتبار هذه الدراسة وصفية تحليلية , تبحث في وصف و تحليل أثر عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ على تطور بورصة نيويورك . فالمنهج الوصفي نحاول من خلاله المعرفة الدقيقة و التفصيلية لتطور متغيرات الدراسة خلال الفترة 1990-2002 , و المنهج التحليلي لفهم و تفسير العلاقة بين المتغير المستقل على المتغير التابع , و ذلك بالاستعانة ببرنامج " الحزمة الاحصائية للعلوم الاجتماعية (Statistical Package for the Social Sciences SPSS) " من أجل قياس أثر عدد الاندماجات و الاستحواذات في الولايات المتحدة الامريكية على مؤشرات تطور بورصة نيويورك ( حجم السوق , سيولة السوق ) . أين تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل و المتغير التابع .

### 3 - 2 مجتمع الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة و قياس أثر موجة الاندماجات و الاستحواذات في الولايات المتحدة الامريكية تم إختيار بورصة نيويورك باعتبارها من أشهر البورصات الأمريكية و العالمية , فهي تمثل سوقا لحوالي 50% من الناتج القومي الخام الامريكي و هي تدير كافة الاقتصاد الامريكي و من أجل إعطاء صورة عن هذه البورصة نتطرق إلى ما يلي :

### 3 - 2 - 1 عموميات حول بورصة نيويورك للأسهم (NYSE)

كما ذكر طه (2009 : 60) أنه كان بداية التعامل المنظم عندما تم تداول الأوراق المالية مع غيرها من البضائع عندما إتخذ المتعاملون (1725) المبنى رقم 22 وول ستريت مركزا لنشاطهم، ولم يكن المتعاملون سماسرة متخصصون في نوع معين من السلع، لكن بسبب عدة عوامل زاد تداول الأوراق المالية وحدة المضاربة دعت المتعاملين إلى فصل التعامل بالأوراق المالية عن غيرها من البضائع وإتخذ المتعاملون فيها قصرا في شارع وول ستريت .

ويعود تاريخ هذه السوق إلى (1792) عندما إجتمع 24 شخصا من الذين كانوا يتاجرون بالأسهم والسندات تحت شجرة الدلب في وول ستريت بمدينة نيويورك للإتفاق على قواعد تحكم عمليات شراء وبيع الأسهم فكانت تلك بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم والتي شهدت بعد ذلك إهتماما سياسيا وإقتصاديا

كبيراً ، فعادة تسجل في بورصة نيويورك أسهم أكبر وأشهر الشركات وأكثرها تداولاً ففي نهاية القرن العشرين وصلت قيمة الأسهم المتداولة في الو.م.إ إلى حوالي 50% من إجمالي قيم أسهم العالم، وأشار الدعي (2010) أن هذه البورصة تتضمن حوالي 2767 شركة مختلفة .

و أشار طه (2009 : 62) خلال أزمة الكساد العالمي 1929 تأثرت البورصات نتيجة إهيار الإقتصاد العالمي مما استدعى إعادة النظر في القوانين والتشريعات التي تحكم النظام المالي بصفة عامة والبورصات خاصة ، اين صدرت أربعة قوانين نتيجة لذلك أهمها قانون الأوراق المالية عام 1933 وقانون بورصات الأوراق المالية 1934، وبموجبها خضعت جميع البورصات للرقابة الحكومية لأول مرة وقد مورست هذه الرقابة أولاً عن طريق الغرفة التجارية الفيدرالية ثم نقلت سلطتها إلى لجنة البورصات والأوراق المالية (SEC).

### 3-2-2 إدارة و تنظيم بورصة نيويورك :

تدار بورصة نيويورك للأسهم من طرف مجلس محافظين ينتخبه أعضاء البورصة، ويتكون هذا المجلس من ممثلين عن الشركات المسجلة أسهمها في السوق وبيوت السمسرة وممثلين عن الحكومة، ومن بين مهام المجلس البحث عن طلبات العضوية والبت في الموازنة المقترحة للبورصة، وتخصيص المنصات التي تتعامل في ورقة مالية معينة، بالإضافة إلى التأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المعمول بها وتوقيع العقوبات المناسبة على المخالفين (هندي. 2012: 96). ويتم تنظيم و إدارة بورصة نيويورك من خلال عدة قواعد و إجراءات أهمها :

### 3-2-2-1 مجموعات العضوية في بورصة نيويورك:

يشار إلى عضوية بورصة نيويورك بالمقاعد Seats المخصصة وهي غير مجانية إذ ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول على هذه العضوية ويوجد خمسة أنواع من الأعضاء ذكرها الداغر (2007: 243) كما يلي :

أ- السماسرة الوكلاء أو سمسار العمولة: يشكلون السماسرة الوكلاء نحو  $\frac{1}{2}$  عدد أعضاء البورصة ويعملون كوكلاء لأحد بيوت السمسرة، حيث يتلقون الأوامر التي يبعث بها الجمهور ويتأكدون من إتمام تنفيذها داخل البورصة.

ب- سمسار الصالة أو سمسار المقصورة: لهم حوالي 41 عضو يقومون بمساعدة السماسرة الوكلاء عندما يصعب على هؤلاء (السماسرة الوكلاء) تنفيذ جميع الأوامر أو بالتالي عليه دفع رسوم للعضوية.

ج- تجار الصالة- المقصورة أو التجار المسجلون: عندهم حوالي 220 عضو يعملون لحسابهم الخاص أي لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو لحساب السماسرة بل ينتهزون فرص للبيع أو للشراء بهدف تحقيق الربح ويطلق عليهم إسم صناع السوق فهم يساهمون في ضبط حركة أسعار الأسهم المتداولة.

د- المتخصصون: وهم أعضاء السوق الذي يتخصص كل منهم في التعامل في أسهم مجموعة محددة من المنشآت ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة ويشبه نشاط المتخصص نشاط السمسرة من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، كما يشبه نشاط التاجر في أنه ينجز لحسابه بيعة وشراء بهدف تحقيق الربح، ويبلغ عددهم في بورصة نيويورك 400 عضو، حيث يقوم المتخصص بإدارة عمليات المزاد للمحافظة على وجود سوق منظمة وعادلة للأوراق المالية المتخصصة فيها، ويقوم بتنفيذ أوامر الشراء والبيع لسماسرة الصالة، ويلعب دور المنشط في السوق المتخصصة فيها وتوفير رأس المال في حالة وجود إختلال في العرض والطلب على الأوراق المالية بالإضافة إلى أنه يضمن إستقرار أسعار الأوراق المتخصصة و- تجار الطلبيات أو الأوامر الصغيرة: يتم التعامل في بورصة نيويورك بكميات كبيرة (حجم الطلبية يبلغ 100 سهما أو مضاعفاتها) ويقوم كثير من المستثمرين والمضاربين بالشراء والبيع بموجب طلبيات تقل عن 100 سهم فيما يسمى بالطلبيات الشاذة أو الكسرية أو الصغيرة حيث يقومون بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ويبيعون بكميات صغيرة مقابل عمولة وغالبا ما تكون أكبر من عمولة تاجر الطلبيات الكبيرة (أندراوس. 2007: 44).

### 3-2-2-2 شروط تسجيل الاوراق المالية في بورصة نيويورك :

عادة ما تضع البورصات شروطا لتسجيل الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت وللتسجيل في بورصة نيويورك هنالك خمسة شروط أساسية (هندي. 2012: 97) و هي :

1- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة في العام المنصرم عن 2,5 مليون دولار، وأن لا يقل عن 2 مليون في السنتين السابقتين عن ذلك العام .

2- أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار.

3- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار.

4- أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1,1 مليون دولار.

5- أن يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر.

بالإضافة إلى الشروط الأساسية، وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكملة: أن تكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومي، أن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها، وأن تنتمي المنشأة لصناعة لها فرصة للتوسع والنمو.

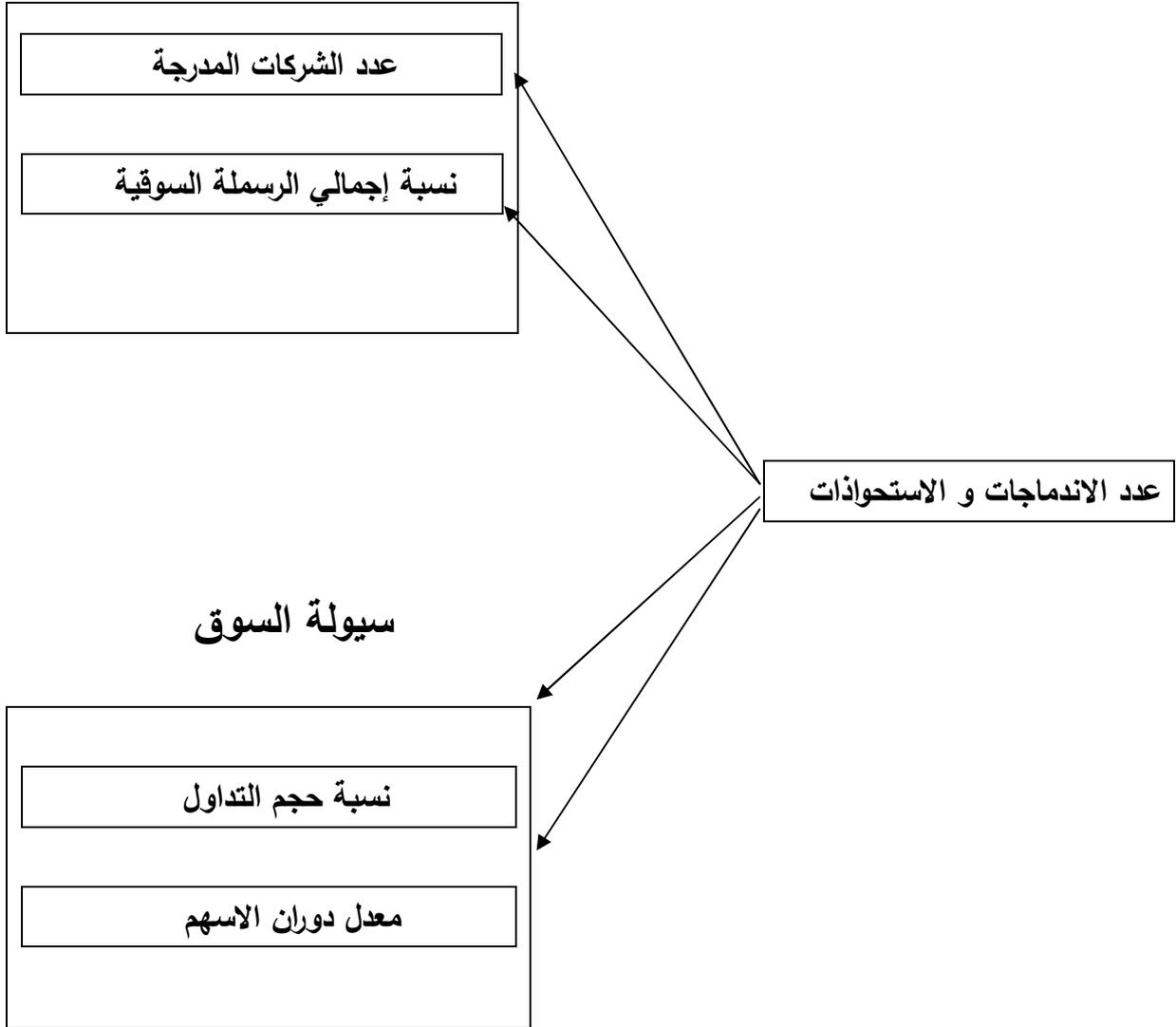
### 3-3 متغيرات الدراسة و نموذج الدراسة :

تعتمد في هذه الدراسة على متغيرين: إحداهما متغير كمي مستقل والمتمثل في عدد الاندماجات والاستحواذات الواقعة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2002 والآخر متغير تابع وهو تطور بورصة نيويورك والممثل في هذه الدراسة بحجم السوق والذي يقاس بدوره بمؤشرين كميين عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك ونسبة إجمالي الرسالة السوقية لهذه البورصة، الممثل كذلك بسيولة السوق والتي تقاس بمؤشرين كميين و هما نسبة حجم التداول ومعدل دوران الأسهم.

المتغير المستقل

المتغيرات التابعة :

حجم السوق



### 3-4 الاساليب الاحصائية و وسائل جمع البيانات.

#### 3-4-1 الاساليب الاحصائية :

تمت المعالجة الإحصائية لهذه الدراسة بالاستعانة بالأساليب الاحصائية ضمن برنامج التحليل الاحصائي SPSS V.16 من أجل إختبار صحة الفرضيات وتم تطبيق الانحدار الخطي البسيط بغرض دراسة و تحليل أثر المتغير (الكمي) المستقل على المتغير (الكمي) التابع باستخدام معامل التحديد  $R^2$  بهدف تحديد مدى تأثير المتغير المستقل ( عدد الاندماجات و الاستحوادات ) على المتغيرات التابعة (عدد الشركات المدرجة، نسبة إجمالي الرسمة السوقية، نسبة حجم التداول، معدل دوران الأسهم)، بالإضافة إلى استخدام معامل الارتباط R و الذي يوضح طبيعة و قوة العلاقة بين المتغيرين.

#### 3-4-2 وسائل جمع البيانات :

تتمثل الوسائل المعتمدة في جمع بيانات و معلومات الدراسة في جانبها التطبيقي بغرض قياس الاثر في المواقع الالكترونية و المراجع المكتبية .

# الفصل الرابع

عرض و تحليل البيانات

و اختبار الفرضيات

بعد جمع البيانات اللازمة للدراسة أردنا أولاً رصد تطور كل من المتغير المستقل ( عدد الاندماجات و الاستحواذات) و المتغيرات التابعة، حجم السوق و الممثل بعدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك و الرسملة السوقية و كذلك سيولة السوق و المقاسة بحجم التداول و معدل دوران الأسهم و ذلك خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى سنة 2002.

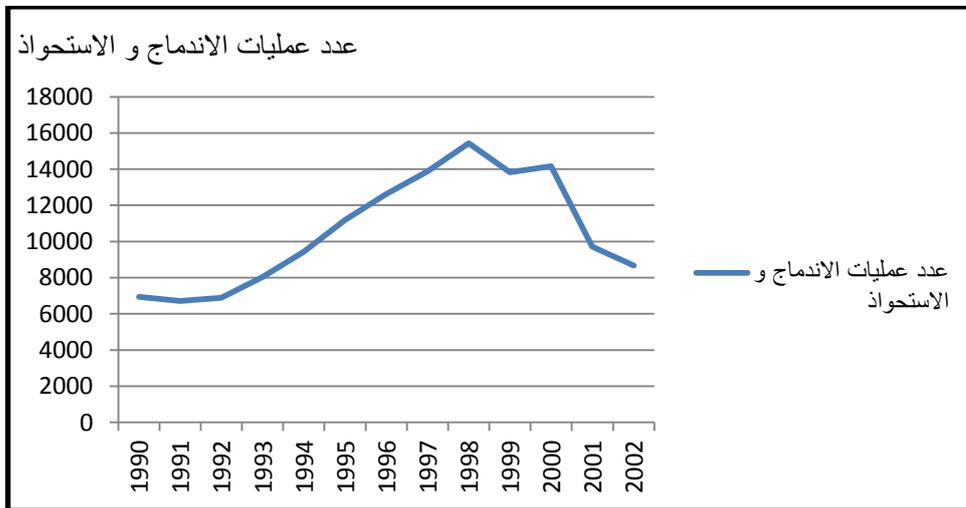
#### 4 - 1 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

من أجل وصف و تحليل تطور المتغيرات خلال الفترة محل الدراسة ، و بعد شرح الأسس النظرية لهذه المتغيرات ( في الاطار النظري للدراسة) قمنا بتحويل البيانات الرقمية للمتغيرات محل الدراسة إلى منحنيات بيانية باستخدام المجدول ( EXCEL ) و ذلك من أجل إعطاء صورة عن تطور هذه المتغيرات خلال الفترة محل الدراسة .

#### 4 - 1 - 1 تطور المتغير المستقل : رصد تطور عدد الاندماجات و الاستحواذات في

الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1990 - 2002 )

الشكل رقم ( 12 ) : تطور عدد الاندماجات و الاستحواذات في الو.م.ا خلال الفترة 1990-2002.



المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على الملحق رقم (1) .

حسب الملحق رقم (1) فإن إجمالي عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ بلغ في و.م.ا خلال الفترة المدروسة ( من 1990 إلى 2002 ) 137553 عملية، ومن خلال الشكل أعلاه يمكن ملاحظة أن الفترة (1990-1991) تميزت بخمول نسبي في عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ ( بحجم 13649 عملية

بنسبة قدرها 9.22 % من إجمالي عدد العمليات خلال الفترة محل الدراسة ) بالمقارنة مع الفترة اللاحقة و التي شهدت ارتفاع مستمرة في نشاط الاندماج و الاستحواذ ( من حيث العدد) إنطلاقا من سنة 1992 أين قدرت عدد العمليات بـ 6898 عملية، و بذلك تكون هذه السنة 1992 هي بداية موجة الاندماج و الاستحواذ الخامسة في الـوم.ا، و ارتفع العدد إلى 13876 عملية في سنة 1997 أي في غضون 6 سنوات ( من سنة 1992 إلى غاية 1997 ) تمت في الـوم.أ 62070 عملية اندماج و استحواذ أي ما نسبته 45.12 % من إجمالي العمليات في تلك الفترة ( 1990 - 2002 )، معناه بمقارنة الفترة قبل بداية الموجة مع الفترة الأولى لبداية الموجة نجد أن عمليات الاندماج و الستحواذ زادت بنسبة 35.20 % .

و في سنة 1998 نلاحظ أن الموجة بلغت ذروتها عددا بحجم 15453 عملية اندماج و استحواذ أي تمثل نسبة 11.23 % من إجمالي العمليات و بعد سنة 1998 انخفض عدد العمليات إلى 13818 سنة 1999 أي سجل تراجع بنسبة 1.18 % بالمقارنة مع 1998 ثم نلاحظ ارتفاع بسيط في عدد العمليات أين قدرت بـ 14166 عملية سنة 2000، لكن تواصل هذه العمليات التراجع تدريجيا، فبعد سنة 2000 انخفضت الاندماجات و الاستحواذات إلى 9722 عملية سنة 2001 ثم إلى 8675 عملية سنة 2002، و بذلك تنتهي موجة إندماج و استحواذ الشركات الخامسة في و.م. إ مع هذا الخمول النسبي في عدد العمليات.

#### **2-1-4 تطور المتغيرات التابع :**

تطورت مؤشرات أداء بورصة نيويورك خلال الفترة محل الدراسة ( 1990-2002) كما يلي :

#### **1-2-1-4 مؤشرات حجم بورصة نيويورك :**

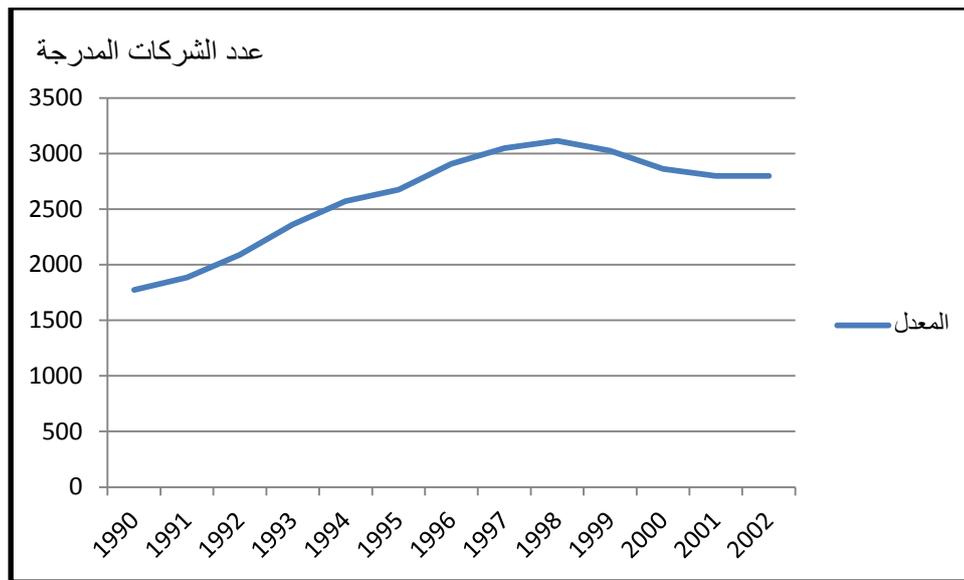
- أولا : تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة في بورصة نيويورك .

حسب الملحق رقم (2) قدر إجمالي عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك خلال الفترة محل الدراسة بـ 33905 شركة، حيث يكشف لنا الشكل البياني أدناه أن هذا العدد عرف تطورا تدريجيا ( ارتفاع مستمر) من 1774 شركة مدرجة في البورصة سنة 1990 إلى 3047 شركة سنة 1997 ، و في عام 1998 بلغ هذا المؤشر ذروته بقيمة 3114 شركة و بعد ذلك بدأ عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك ينخفض أين قدر عددها بـ 3025 شركة في سنة 1999 أي انخفاض بنسبة

2.2%، واستمر هذا المؤشر بالانخفاض بنسبة ( 5.3 % ، ثم بـ 2.2 % ) على التوالي لسنوات 2001-2002 حيث قدر الشركات المدرجة في البورصة في سنة 2002 بـ 2798 شركة.

و يعزى هذا التذبذب في عدد الشركات المدرجة إلى عدة عوامل من بينها تميز هذه الفترة بموجة اندماج و استحواذ الشركات سواء المحلية أو الأجنبية و الانتفاح الإقتصادي العولمة الاقتصادية و المالية، التطور التكنولوجي و العلمي، السياسة المالية و النقدية للدولة، مما نتج عنه زيادة حجم الاستثمارات بأنواعها و سبب اشتداد المنافسة و تغيير بيئة الأعمال و هو ما خلف حاجة لدى الشركات للنمو و التوسع في نشاطها و تنويع المخاطر. والشكل أدناه يوضح تطور هذا المؤشر

الشكل رقم ( 13 ): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك رقم الفترة 1990-2002.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الملحق رقم (2)

- ثانيا : تطور الرسملة السوقية:

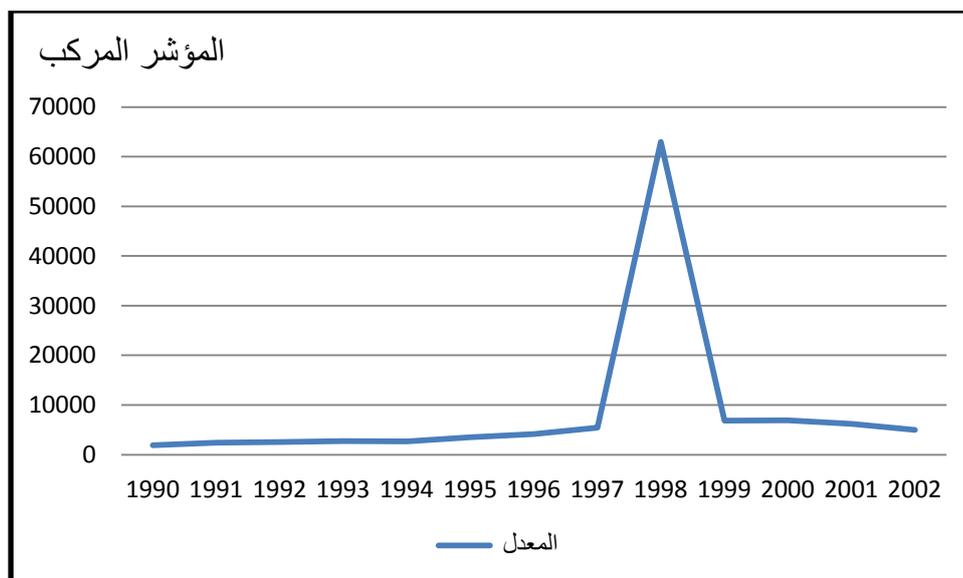
أ - تطور المؤشر المركب لبورصة نيويورك ( المؤشر العام لأسعار الاسهم ) :

قبل عرض تطور مؤشر الرسملة السوقية يجب أولا التطرق إلى تطور المؤشر العام لأسعار الاسهم ( المؤشر المركب لبورصة نيويورك) هذا الأخير يعكس أسعار جميع الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك و كما نلاحظ من خلال الملحق (2) أن المؤشر العام للأسعار ارتفع من

1908.4 نقطة عام 1990 إلى 5000 نقطة عام 2002 أي سجل هذا المؤشر ارتفاع مستمر و تدريجي في السنوات 1990-1991-1992-1993 كالتالي: ارتفع المؤشر العام للأسعار بنسبة 27.1 % بين سنتي 1991 و 1992 ثم بنسبة 4.6 % بين سنتي 1991 و 1992، ثم بنسبة 7.8 % بين سنة 1992 و 1993 .

و في 1994 سجل هذا المؤشر انخفاض من 2739.4 نقطة في سنة 1993 إلى 2653.3 نقطة أي انخفض بنسبة 3.1 %، ليتصاعد من جديد إلى 3484.1 سنة 1995 أي سجل المؤشر قفزة بنسبة 31.3 % لتتلاحق الارتفاعات في المؤشر العام للأسعار بالنسب التالية : 19% ثم بـ 30.3 % ثم بـ 16.5 % ثم بـ 9.1 % ثم بـ 1 % للأعوام 1996-1997-1998-1999 - 2000 على التوالي ليسجل هذا المؤشر ما قيمته 6945.5 نقطة سنة 2000 و هي أعلى قيمة وصلها المؤشر خلال الفترة محل الدراسة، ثم انخفض إلى 6236.3 نقطة ثم إلى 5000 نقطة في السنوات 2001-2002 على الترتيب، أي سجل المؤشر العام للأسعار انخفاض بنسبة 30 % في الفترة (2001-2002) بالمقارنة مع سنة 2000 و الشكل أدناه يوضح تطور هذا المؤشر.

الشكل رقم (14): تطور المؤشر العام للأسعار ( المؤشر المركب لبورصة نيويورك)



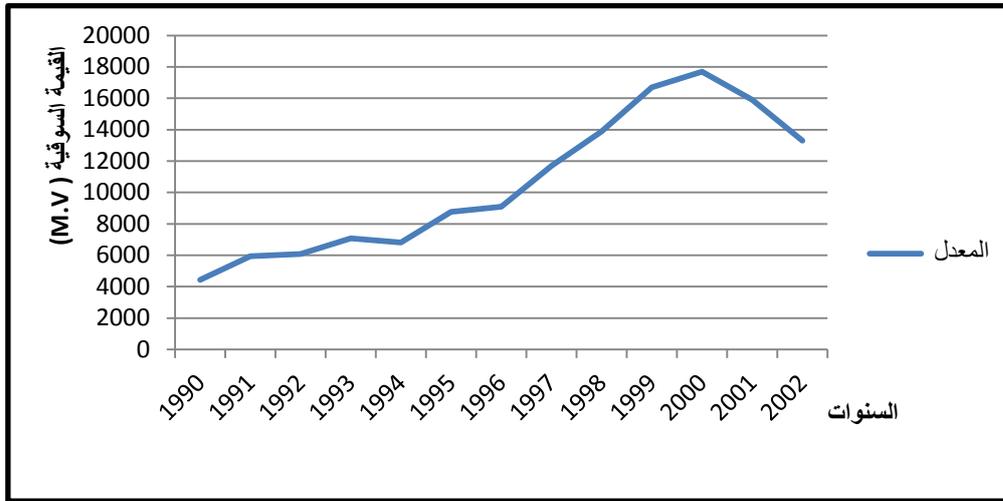
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الملحق (2)

و يعود سبب ارتفاع المؤشر المركب خلال فترة الدراسة و التي تميزت بموجة من عمليات الاندماج و الاستحواذ و بإعتبار هذا الأخير استثمار إستراتيجي تسعى من خلاله الشركات إلى تحقيق عدة أهداف فإن استجابة السوق ليمثل هذه المعلومات ( إعلان عن الاندماج و الاستحواذ) ينعكس في تغير أسعار الأسهم نتيجة زيادة الطلب على الأسهم بسبب توقعات المستثمرين و نحن بصدد عدد كبير من عمليات الاندماج و الاستحواذ و بالتالي فإن تغير الأسعار خلال هذه الفترة يرجع أساس إلى اتساع حجم المعاملات لأغراض المضاربة و الحصول على الأرباح، إفراط المستثمرين في التفاؤل بشأن أسهم الشركات المندمجة نتج عنه ارتفاع كبير في أسعار أسهم الشركات المستهدفة توقعاً منهم بتحقيق أرباح رأسمالية كبيرة لأن سعر سهم الشركة المستهدفة مقيماً بأكثر من قيمته السوقية من طرف الشركة الدامجة، بالإضافة إلى تفاؤلهم بشأن امكانية تحقيق التآزر Synergy أي تحسن أداء وقيمة الشركات بعد الاندماج نتيجة لتضافر الجهود.

#### ب - تطور مؤشر القيمة السوقية ( M.V ):

بما أن هذا المؤشر يعكس مستوى نشاط سوق الأسهم، فإنه كلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى نشاطها، و تزداد هذه القيمة من خلال زيادة عدد الاسهم المدرجة في البورصة و زيادة عدد الشركات المدرجة فيها أو بسبب ارتفاع اسعار الأسهم أو كليهما، فمؤشر القيمة السوقية عبارة عن مجموع الأسهم المدرجة بمتوسط أسعارها أي ( إجمالي قيمة الأوراق المتداولة في البورصة). و الشكل التالي يوضح تطور هذا المؤشر في بورصة نيويورك خلال الفترة محل الدراسة.

الشكل رقم ( 15 ) : تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002



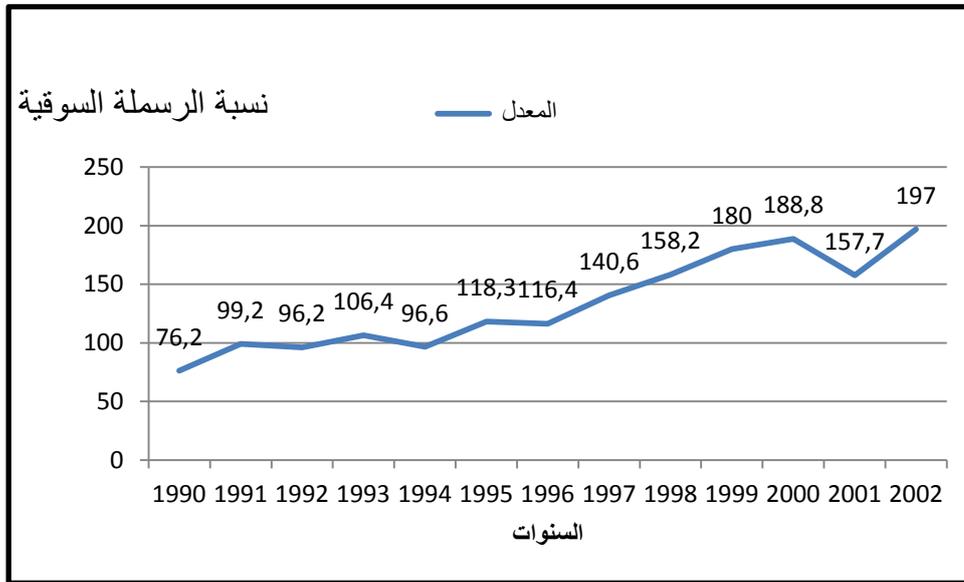
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الملحق (2)

تبعاً للملحق (2) و الشكل البياني أعلاه يتضح أن مؤشر القيمة السوقية لبورصة نيويورك عرف ارتفاعات مستمرة خلال الفترة محل الدراسة تتخللها بعض الانخفاضات، حيث ارتفع من 4424.9 بليون دولار سنة 1990 إلى 7069.2 سنة 1993 و قدرت نسبة هذا التغير بـ 52.72% ، ثم سجل هذا المؤشر انخفاض بنسبة 3.5% سنة 1994 أين قدرت القيمة السوقية بـ 6815.6 بليون دولار ليستمر بالتصاعد إلى أن بلغ ذروته في سنة 2000 بقيمة 17700 بليون دولار أي خلال الفترة الممتدة من 1994 إلى غاية 2000 سجل تغير في مؤشر القيمة السوقية بنسبة 105.9% ، ثم توالى الانخفاضات في سنتي 2001 و 2002 من 15900 بليون دولار إلى 13300 بليون دولار على الترتيب معناه مقارنة بسنة 2000 انخفض المؤشر بـ 22.7% و ذلك بسبب أحداث 11 سبتمبر 2001 في الولايات المتحدة الأمريكية. و كما نلاحظ من الملحق رقم (1) و (2) فإن الارتفاع في مؤشر القيمة السوقية تزامن مع الزيادة في عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ لأن هذه الأخير أسهمت في زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك ( عدد الأسهم المتداولة)، و في ارتفاع أسعار الأسهم ( بطريقة مباشرة و غير مباشرة) أي من خلال زيادة الطلب على أسهم الشركات بسبب تقديم عروض مبالغ فيها ( تقديم الشركات الدامجة عطاءات للشركات المندمجة أكثر من القيمة السوقية لها ) معناه تقييم سهم الشركة المستهدفة بأكبر من قيمته السوقية و هو ما جعل المستثمرون في السوق يضاربون على أسهم المستهدفة من أجل تحقيق أرباح رأسمالية، و توقعاتهم المستقبلية بأداء الشركات المندمجة (التدفقات النقدية

المستقبلية) و هو مازاد من تصلعد مؤشرا أسعار الأسهم معناه بقدر ما استجابة السوق لإعلانات الاندماج و الاستحواذ بقدرما تغيرت أسعار الاسهم , أما بالنسبة لزيادة عدد الأسهم المتداولة فإنها ناتج عن اتساع قاعدة ملكية للشركات سعيا منها في تحقيق النمو و توسيع الاستثمار طالما أسعار أسهمها مرتفعة بسبب تفاؤل المستثمرين في السوق , بالإضافة إلى أن أغلب عمليات الاندماج و الاستحواذ التي تمت خلال الفترة المدروسة ( الموجة الخامسة) كانت عن طريق تبادل الاسهم معناه اصدار أسهم جديدة إضافية لرفع رأسمال الشركة الدامجة من اجل الحصول على الشركة الهدف، و هذه الزيادة في عدد صادرات الأولية ( الاكتتابات العامة ) ينجم عنها زيادة حجم سوق الاصدار ( السوق الأولي) ومن خلال العلاقة بين السوق الأولي و السوق الثانوي ( التداول ) فإن عدد الأسهم المتداولة يزداد بتزايد عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ و بالتالي زيادة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة نيويورك .

أما بالنسبة لمعدل الرسملة السوقية اي نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (M.V/GDP)، و التي تعكس مدى مساهمت السوق الاوراق المالية في الاقتصاد ( مدى توفير هذا السوق سيولة للاقتصاد) أي درجة تاثير نشاط بورصة نيويورك في النمو الاقتصادي للولايات المتحدة الأمريكية، فنلاحظ من خلال الملحق (2) أن هذه النسبة ( M.V /GDP ) ارتفعت طوال مدة الدراسة مع وجود بعض الانخفاضات. ففي 1990 كان نشاط السوق يمثل 76.2 % من الاقتصاد الأمريكي و في سنة 2000 ارتفعت مساهمة السوق في النمو الاقتصادي للو. م. إلى 188.8 %، و بعد سنة 2000 انخفضت هذه النسبة إلى 157.7 % ثم إلى 127% سنتي 2001 و 200 على التوالي. كما يؤكد الشكل أدناه تطور هذا المؤشر.

الشكل رقم ( 16 ) : تطور النسبة ( M.V /GDP )



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الملحق ( 2 )

#### 4-1-2-2 تطور مؤشرات سيولة بورصة نيويورك :

يستعمل المحللون الماليون مؤشر السيولة للدلالة على قدرة السوق على شراء و بيع الاوراق المالية بسهولة و بأقل تكلفة في سوق الأسهم. ومن أجل إعطاء صورة عامة عن سيولة بورصة نيويورك ثم استخدام نسبة حجم تداول الأسهم إلى قيمة GDP (T.V /GDP) هذه النسبة تقيس أهمية قيمة الأوراق المتداولة بالنسبة للإقتصاد ككل، إذ يعد مؤشرا جيدا لمستوى نشاط السوق و درجة سيولتها. و يدعم هذا المؤشر ( نسبة حجم التداول) بمؤشر معدل دوران الأسهم و الذي يقيس أهمية التداول بالنسبة لحجم السوق.

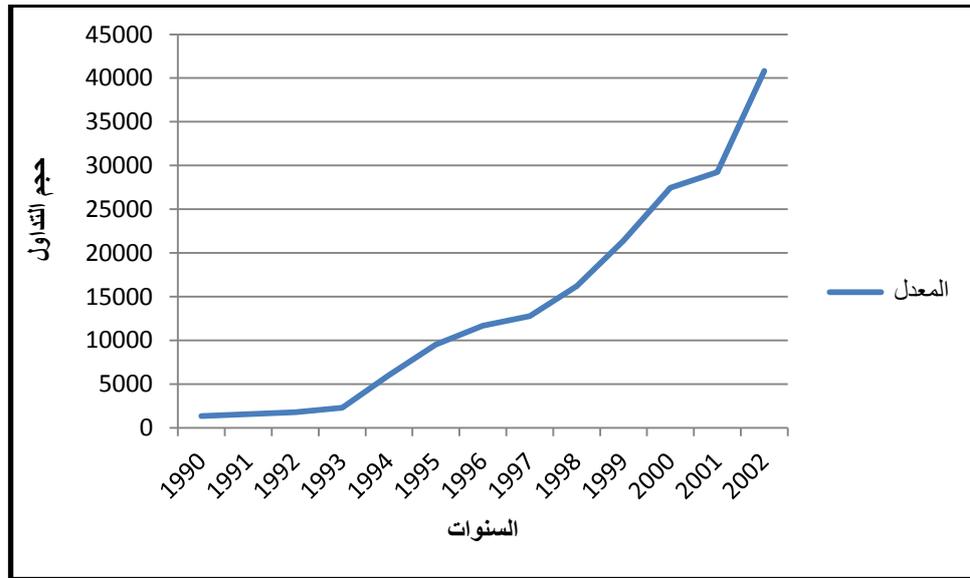
#### أولا : تطور نسبة حجم التداول (T.V/GDP):

و تشير بيانات بورصة نيويورك في الملحق (2) إلى أن حجم تداول أسهم الشركات المدرجة فيها ارتفع خلال فترة الدراسة من 1336.2 بليون دولار سنة 1990 إلى 40819.6 بليون دولار في سنة 2002، حيث تعاقبت الارتفاعات طوال فترة الدراسة و بنسب تغير مختلفة.

و يمكن أن نشير إلى درجة سيولة السوق من خلال النسب ( T.V /GDP ) و ذلك للكشف عن مدى تأثير سيولة السوق في معدل نمو الاقتصاد الأمريكي، فبملاحظة الملحق (2) نجد أن الارتفاعات

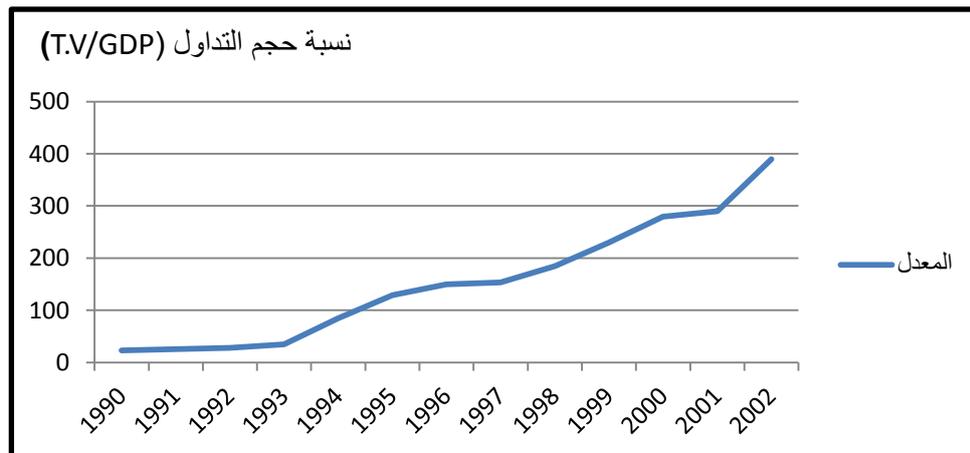
في النسبة ( T.V /GDP ) هي الاخرى تعاقبت، فبعدها كانت تشكل هذه النسبة 23 % عام 1990 فقد بلغت عام 2002 نسبة 38.98 % و هو ما يعكس مدى فعالية بورصة نيويورك في النشاط الاقتصادي للو.م.إ و كما يظهر الشكلين التاليين تطور حجم التداول ( T.V ) و نسب حجم التداول (T.V /GDP).

الشكل رقم ( 17 ) : تطور حجم التداول ( T.V ) في بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 .



المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على الملحق (2) .

الشكل رقم (18) : تطور نسبة حجم التداول ( T.V/GDP ) في بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002.



المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على الملحق (2) .

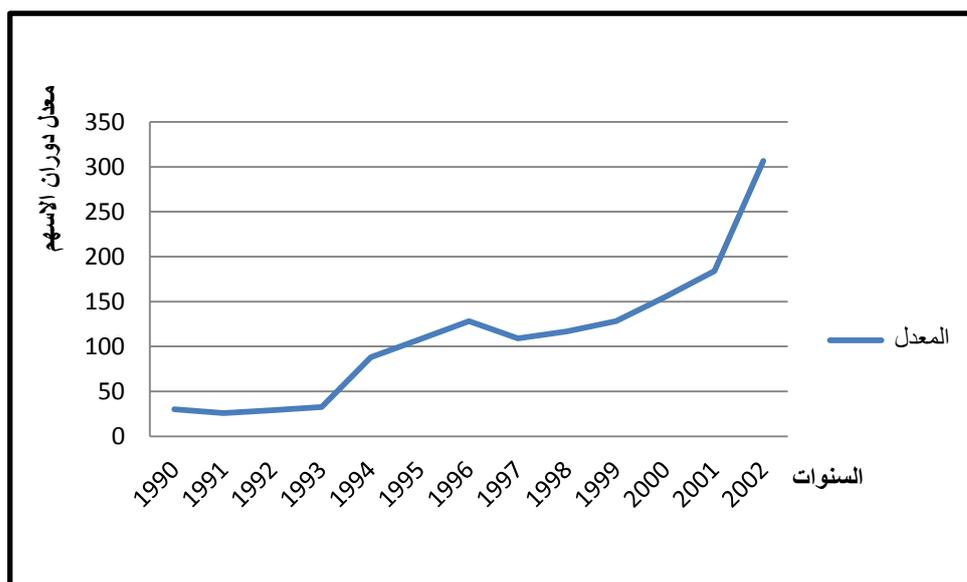
و يرجع هذا التطور في حجم التداول خلال الفترة محل الدراسة إلى عدة عوامل حفزت المستثمرين و الشركات على بيع و شراء الأوراق المالية في بورصة نيويورك، و كانت إستراتيجية الاندماج و الاستحواذ إحدى وسائل الاستثمار الأكثر بروزا في تلك الفترة حيث شهدت الو.م.إ ارتفاع كبير في عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ كرد فعل الشركات على التغيرات و الظروف الاقتصادية السائدة آنذاك و التي أجبرتها على إعادة الهيكلة من خلال بيع أو شراء أكبر حصة من الأسهم ( أكثر من 50 % من حصة الشركة)، فالخبراء الماليين يتنبؤون بارتفاع عدد الاستحواذات من خلال زيادة حجم التداول , لأن الشركات المستحوذة تسعى إلى السيطرة على الشركة الهدف ( إمتلاك 50 % من الأسهم فما فوق) و ذلك من خلال قيامها بعملية تجميع الاسهم و بالتالي زيادة حجم التداول هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن مبالغة الشركة المالكة في تقييم الشركة الهدف يغري التجار المتفائلين فيزداد الطلب على أسهم الشركة الهدف من أجل تحقيق أرباح غير عادية و بزيادة عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ يزيد حجم التداول، ذلك لأن هذه العمليات تتميز بأنها ثأرية ( أي انتقال عدوى الاندماج) فإن اندمجت شركتين أو أكثر متنافسين ( أو غير متنافسين ) فإن الشركات الأخرى تسلك طريق إلى الاندماج.

فزيادة حجم التداول معناه ارتفاع المستوى العام لأسعار الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك ( كما تم التأكد منه سابقا) , زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة بسبب زيادة عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ بما فيها العمليات العابرة للحدود معناه زيادة عدد الأسهم المدرجة و بالتالي زيادة القيمة السوقية نتيجة زيادة أسعار الاسهم و زيادة عدد الأسهم المتداولة .

### ثانيا : تطور معدل دوران الأسهم في بورصة نيويورك .

يعكس هذا المؤشر نشاط سوق الأسهم فهو يمثل ( قيمة احجام التداول / إجمالي القيمة السوقية)، و حسب بيانات بورصة نيويورك في الملحق (2) نلاحظ أن مؤشر معدل دوران الأسهم في هذه البورصة اتسم عموما بالتصاعد المستمر رغم وجود بعض الانكسارات، حيث ارتفع من 30.1 % عام 1990 إلى 306.8 % عام 2002. تغير مؤشر معدل دوران الأسهم في هذا الاتجاه طبيعي لأنه ناتج عن التغير في قيمتي التداول و الرسملة السوقية و هو الأمر الذي يعكس تزايد نشاط بورصة نيويورك خلال الفترة محل الدراسة ( 1990-2002 ) لا سيما أنه يكشف عن تزايد عمليات بيع و شراء ( حجم التداول) و من جهة أخرى يعكس نشاط السوق ( الرسملة السوقية)، و بالتالي فإن معدل الدوران يعكس درجة السيولة و مدى تأثيرها في النشاط الإقتصادي، و يظهر لنا الشكل أدناه تطور هذا المؤشر.

الشكل رقم (19) : تطور معدل دوران الاسهم في بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 .



المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على الملحق (2) .

#### 4-2 إختبار الفرضيات .

بعد وصف وتحليل تطور متغيرات الدراسة حيث لاحظنا تزامن تطور كلا المتغيرين (المستقل و المتغيرات التابعة ) وفي نفس الاتجاه , أردنا قياس اثر موجة الاندماج و الاستحواذ الخامسة في الولايات المتحدة الامريكية على أداء بورصة نيويورك من حيث حجم السوق و المقاس بمؤشرين هما عدد الشركات المدرجة و مؤشر الرسملة السوقية و سيولة السوق المقاسة بمعدل حجم التداول و معدل دوران الأسهم خلال الفترة 1990-2002 , حيث تمت المعالجة الإحصائية بإستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الإجتماعية SPSSV16 و ذلك من أجل الإجابة على أسئلة الدراسة و أختبار صحة الفرضيات وتم الإستعانة بتحليل الإنحدار الخطي البسيط من أجل تحديد مدى تأثير المتغير المستقل (عدد عمليات الإندماج و الإستحواذ NMA) على المتغيرات التابعة (عدد الشركات المدرجة في البورصة NC , معدل الرسملة السوقية (M.V/GDP) , معدل حجم التداول (T.V/GDP) , معدل دوران الأسهم ) .

**4-2-1- إختبار الفرضية الفرعية الأولى :**

- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين عدد عمليات الإندماج و الإستحواذ و عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك خلال الفترة (1990-2002) عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  .  
و لإختبار صحة الفرضية تم إدخال البيانات الكمية لكلا المتغيرين (عدد الإندماجات و الإستحواذات - و عدد الشركات المدرجة ) في برنامج SPSS و تطبيق إختبار الإنحدار البسيط حيث أظهرت نتائجه ما يلي :

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,880 <sup>a</sup>	,774	,754	222,15259

a. Prédicteurs : (Constante), NMA

يتضح من الجدول أعلاه :

أن معامل التحديد المعدل  $R^2$  بلغ ( 0,754 ) أي ما قيمته 75,4% من التغيرات في عدد الشركات المدرجة ناتج عن التغير في عدد الإندماجات و الإستحواذات, بمعنى آخر تغير عدد الإندماجات و الإستحواذات خلال الفترة 1990-2002 في الو.م . إ يفسر 75,4% من التغير في عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك; أما معامل الارتباط R و الذي يبين شدة و نوع العلاقة بين المتغيرين فقد بلغ (0.88) أي 88% و بالتالي نستنتج وجود علاقة طردية و قوية بين عدد الإندماجات و الإستحواذات و عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك , و يؤكد معنوية هذا التأثير قيمة (F) التي بلغت 37.698 عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  , كما هو موضح في الجدول التالي :

ANOVA<sup>a</sup>

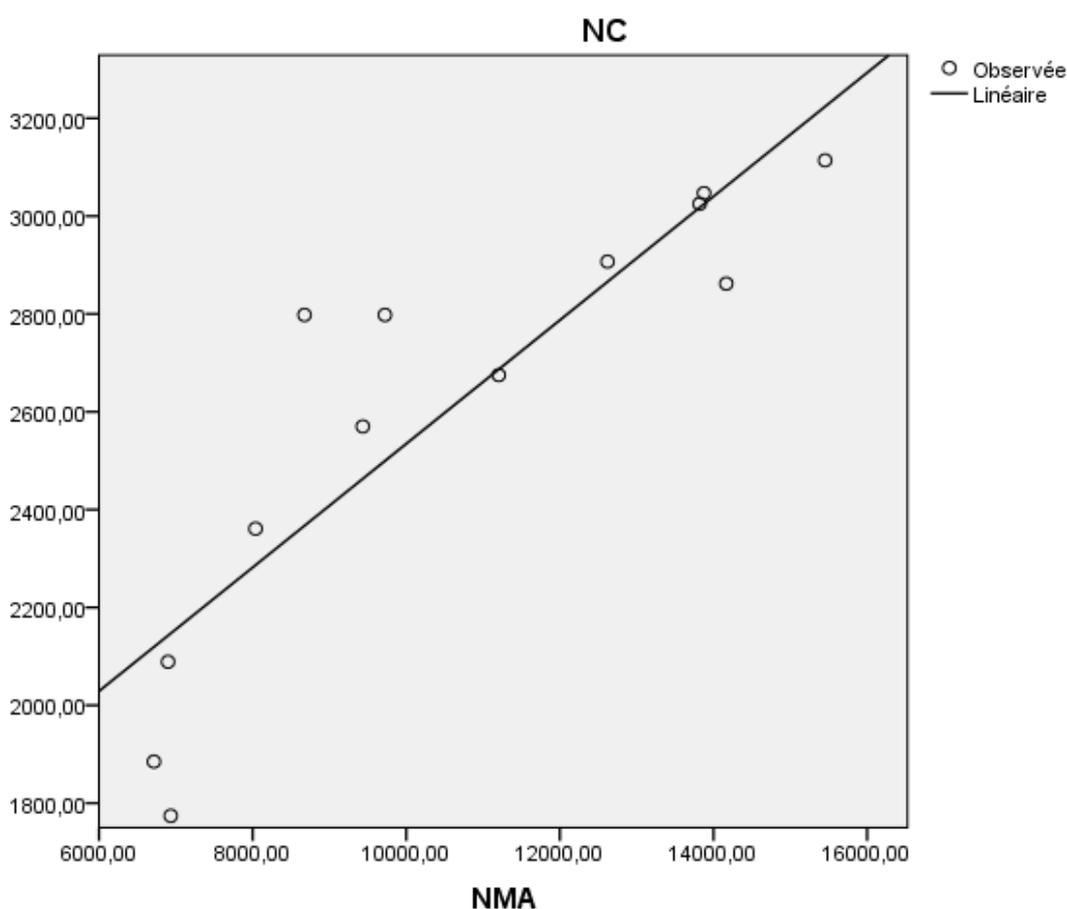
Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	1860481,429	1	1860481,429	37,698	,000 <sup>b</sup>
	Résidus	542869,494	11	49351,772		
	Total	2403350,923	12			

a. Variable dépendante : NC

b. Prédicteurs : (Constante), NMA

من خلال تمثيل قيم المتغيرين في شكل رسم بياني ( مخرجات SPSS ) فإن طريقة إنتشار القيم تدل على وجود علاقة خطية قوية بين عدد عمليات الإندماج و الإستحواذ و عدد الشركات المدرجة , كما يلي :

الشكل رقم (20): العلاقة بين عدد الإندماجات و الإستحواذات (NMA) و عدد الشركات المدرجة (NC)



المصدر: مخرجات برنامج SPSS.

حسب الجدول التالي :

Coefficients <sup>a</sup>					
Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	1270,558	226,386		5,612	,000
NMA	,126	,021	,880	6,140	,000

a. Variable dépendante : NC

فإن نموذج الدراسة هو :

$$NC = 1270.558 + 0.126 NMA$$

حيث :

NC : عدد الشركات المدرجة .

1270.558 : ثابت الإنحدار .

0.126 : معامل الإنحدار .

NMA : عدد الإندماجات و الإستحواذات .

و هي المعادلة الرياضية المفسرة لأثر المتغير المستقل (عدد الإندماجات و الإستحواذات) على المتغير التابع (عدد الشركات المدرجة) . حسب مخرجات البرنامج :

بناء على ماسبق فإننا نرفض الفرضية البديلة و نقبل الفرضية الصفرية القائلة أنه :

- لا توجد علاقة عكسية ذو دلالة إحصائية بين عدد الإندماجات و الإستحواذات و عدد الشركات

المدرجة في بورصة نيويورك عند مستوى معنوية  $0.05 \leq \alpha$  .

- تفسير نتائج إختبار الفرضية الفرعية الأولى :

من المنطق تناقص عدد الشركات المدرجة في البورصة خلال فترة تزايد عدد الإندماجات و

الإستحواذات , لأن إندماج شركتين أو أكثر سواء بالمزج أو بالضم ينتج عنه إما إنحلال

الشركتين المندمجتين و خلق كيان واحد جديد أو إنحلال الشركة المندمجة في الشركة الدامجة .

لكن بالرجوع إلى خصائص موجة الإندماج و الإستحواذ الخامسة في الولايات المتحدة الأمريكية

خلال التسعينات ( 1992-2002 ) و التي تميزت بإرتفاع عدد الإندماجات و الإستحواذات العابرة للحدود أي إستهداف الشركات الأجنبية ( خاصة اليابانية منها ) الشركات الأمريكية بسبب إنخفاض قيمة الدولار مقابل الين الياباني خلال تلك الفترة , بالإضافة إلى إنتشار العولمة المالية و الإقتصادية , التحرير المالي و التجاري , إلغاء القيود التنظيمية و التشريعية , إشتداد المنافسة العالمية نتيجة التطور الكبير الذي شهده المجال العلمي و التكنولوجي خلال التسعينات , كلها عوامل ساهمت في تدويل عمليات الإندماج و الإستحواذ و بالتالي زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك , لأنه عادة ما تشترط البورصات على الشركات غير المدرجة و الرغبة في الإندماج مع أو الإستحواذ على شركات مدرجة الدخول إلى السوق سواء كانت هذه الشركات محلية أو أجنبية . و من ناحية اخرى فإنه من الصعب إيجاد شريك خارج البورصة و تقييمه خاصة و أن هذه العمليات (الإندماج و الإستحواذ) تعتبر تهديدا للشركات المنافسة الأخرى و قد تكون هذه الأخيرة غير مدرجة فتضطر للدخول الى البورصة من أجل الإندماج أو الإستحواذ (باعتبار هذه العمليات تأرية ) و هذا مايفسر وجود العلاقة الطردية القوية بين عدد الإندماجات و الإستحواذات و عدد الشركات المدرجة في البورصة حيث بلغ تأثير الزيادة في عدد الإندماجات و الإستحواذات في الولايات المتحدة الأمريكية على عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك نسبة 75.4% و الباقي (24.6%) يرجع الى عوامل أخرى .

#### 2-2-4 اختبار الفرضية الفرعية الثانية :

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد عمليات الإندماج و الإستحواذ على معدل الرسملة السوقية لبورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 عند مستوى دلالة  $\alpha \leq 0.05$  .  
بملاحظة مخرجات برنامج SPSS :

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,791 <sup>a</sup>	,626	,592	22,25522

a. Prédicteurs : (Constante), NMA

يتضح من الجدول اعلاه أن قدرة تفسير التغير في عدد الإندماجات و الإستحواذات للتغير في معدل الرسملة السوقية ( M.V/GDP ) بلغت ( 0.592 ) , معناه التغير في عدد

الإندماجات و الإستحواذات يفسر ما قدره 59.2% من التغير في معدل الرسملة السوقية إعتامادا على معامل التحديد المعدل  $R^2$  . و بما أن معامل الإرتباط R موجب بقيمة 0.791 (79.1%) معناه العلاقة بين عدد الإندماجات و الإستحواذات (NMA) و معدل الرسملة السوقية (M.V/GDP) هي علاقة قوية موجبة (طردية) .

كما يتضح من الجدول أدناه أن قيمة (F) بلغت 18.395 بمستوى معنوية أقل من 0.05 و هو مايشير إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لعدد عمليات الإندماج و الإستحواذ على معدل الرسملة السوقية لبورصة نيويورك .

ANOVA<sup>a</sup>

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	9110,935	1	9110,935	18,395	,001 <sup>b</sup>
Résidus	5448,242	11	495,295		
Total	14559,177	12			

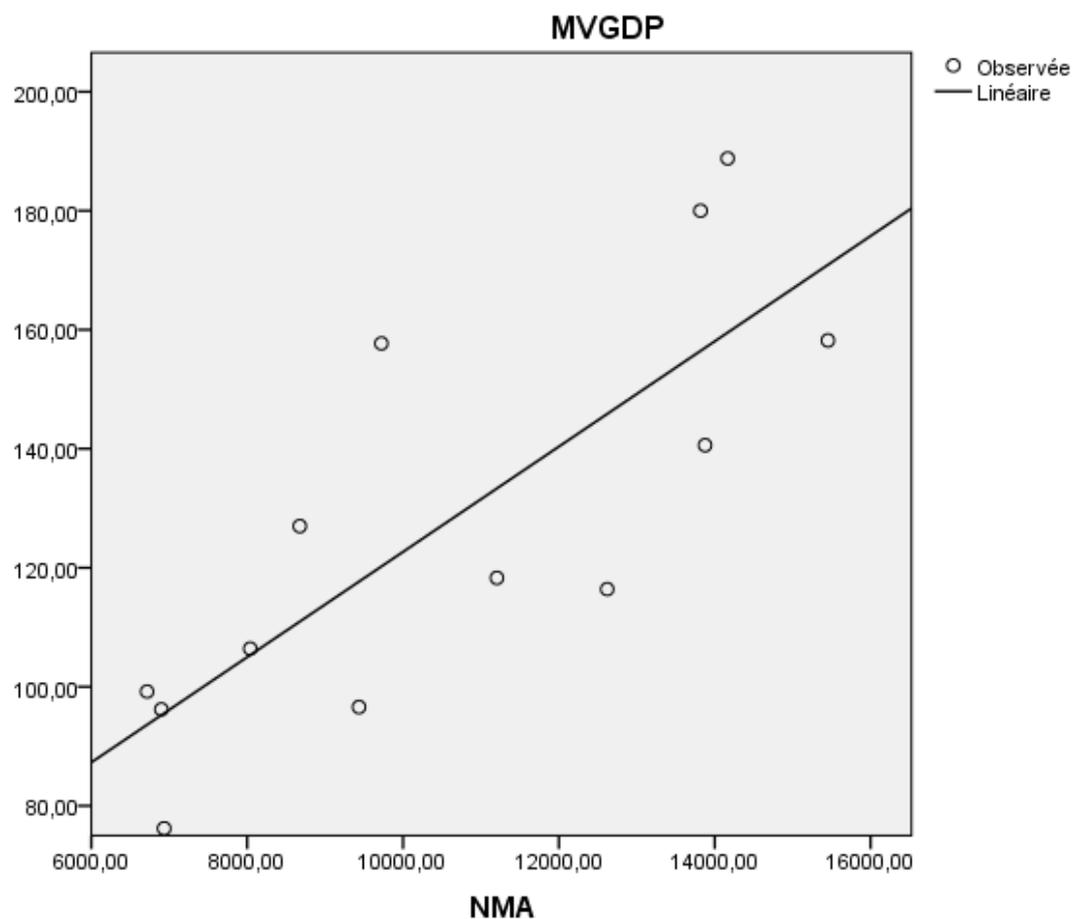
a. Variable dépendante : MVGDP

b. Prédicteurs : (Constante), NMA

و شكل الإنتشار التالي يؤكد العلاقة الطردية و القوية بين عدد الإندماجات و الإستحواذات و الرسملة السوقية لبورصة نيويورك :

الشكل رقم ( 21 ) : العلاقة بين عدد الإندماجات و الإستحواذات (NMA) و معدل الرسملة

السوقية ( M.V/GDP)



و توضح مخرجات SPSS :

Coefficients <sup>a</sup>						
Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	34,217	22,679		1,509	,160
	NMA	,009	,002	,791	4,289	,001

a. Variable dépendante : MVGDP

معادلة الإنحدار الخطي البسيط كالتالي :

$$M.V/GDP = 34.217 + 0.009 NMA$$

حيث تمثل :

M.V/GDP : معدل الرسملة السوقية .

34.217 : ثابت الإنحدار .

0.009 : معامل الإنحدار .

NMA : عدد الإندماجات و الإستحواذات .

بناء على ما سبق فإننا نرفض الفرضية الصفرية و نقبل الفرضية البديلة و القائلة أنه :

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الإندماجات و الإستحواذات في الولايات المتحدة الأمريكية على معدل الرسملة السوقية لبورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 عند مستوى مغنوية  $\alpha \leq 0.05$  .

- تفسير نتائج إختبار الفرضية الفرعية الثانية :

إذن حسب مخرجات SPSS فإنه 79.1% من التغير في معدل الرسملة السوقية لبورصة نيويورك يفسره التغير في عدد عمليات الإندماج و الإستحواذ بشكل مستقل , و الباقي 20.9% يعزى إلى عوامل اخرى . و يمكن تفسير هذه النتيجة إعتامادا على :

- النتيجة السابقة الخاصة بعدد الشركات المدرجة , لأنه زيادة عدد الشركات المدرجة معناه زيادة عدد الاسهم المتداولة .

- العلاقة بين الزيادة في عدد الإندماجات و الإستحواذات و المستوى العام لأسعار الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك . وعليه قمنا بقياس أثر الزيادة في عدد الإندماجات و الإستحواذات (NMA) على المؤشر المركب ( المستوى العام لأسعار الأسهم ) لبورصة نيويورك (IC) . وحسب مخرجات SPSS :

-

## Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,541 <sup>a</sup>	,293	,229	14404,99458

a. Prédicteurs : (Constante), NMA

يتضح أن العلاقة بين عدد الإندماجات و الإستحواذات و المؤشر المركب لبورصة نيويورك هي علاقة طردية متوسطة بإعتماد معامل الارتباط R و الذي بلغ 54.1% . أما معامل التحديد المعدل  $R^2$  و الذي بلغ 0.229 معناه 22.9% من التغير في المؤشر المركب لبورصة نيويورك سببه التغير في عدد الإندماجات و الإستحواذات , أي زيادة عدد الإندماجات و الإستحواذات في الولايات المتحدة الأمريكية زاد المستوى العام لأسعار الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك , و يمكن تفسير هذه النتيجة من خلال زيادة الطلب على الأسهم من أجل الإندماج او الإستحواذ و تقييم أسهم الشركات المستهدفة بأكثر من قيمتها السوقية (عدد كبير من الإندماجات و الإستحواذات ) و بالتالي إرتفاع المستوى العام لأسعار الأسهم في إطار عمليات الإندماج و الإستحواذ في حد ذاتها ( أي تأثير مباشر لعمليات الإندماج و الإستحواذ على أسعار الأسهم ) دون الأخذ بعين الإعتبار توقعات السوق , و لذلك نعتبر (من وجهة نظرنا ) هذه النسبة (22.9%) مؤثرة جدا لكن بطريقة غير مباشرة لأنه و مع وجود مستثمرين متفائلين في السوق أي إستجابة السوق لإعلانات الإندماج و الإستحواذ ( كفاءة السوق ) فإن أسعار الأسهم ترتفع أكثر نتيجة زيادة طلب هؤلاء المستثمرين على أسهم الشركات المستهدفة و المقيمة بأكثر من قيمتها السوقية , و بالتالي تأثير غير مباشر لعمليات الإندماج و الإستحواذ على أسعار الأسهم المتداولة و بالمقابل تنخفض أسعار أسهم الشركات المالكة . و من وجهة نظر أخرى , من الفروض أن يكون تأثير الإندماجات و الإستحواذات على المستوى العام لأسعار الأسهم في بورصة نيويورك أكبر من 22.9% لأن منطقيا عملية تجميع الشركات تخلق قيمة مضافة أي تكون القيمة السوقية للشركات المندمجة ( بعد الإندماج ) أكبر من قيمتها وهي منفصلة و مع وجود عدد كبير من العمليات فإن المستوى العام لأسعار الأسهم يرتفع أكثر كنتيجة لتحقيق التآزر ( العلاقة طردية ) , لكن معظم هذه العمليات التي وقعت خلال الفترة 1990-2002 فشلت و لم تخلق قيمة بل و

دمرت قيمة . وبالتالي يمكن القول أن تأثير أقلية العمليات الناجحة الغية أو أختزل ولذلك يقتصر تأثير الزيادة في عدد عمليات الإندماج و الإستحواذ على إرتفاع المستوى العام لأسعار الأسهم على التفسير السابق أي بسبب زيادة الطلب على الأسهم من أجل الإندماج أو الإستحواذ و تقييم أسهم الشركات المستهدفة بأكبر من قيمتها .

- أما عن عدد الأسهم المتداولة في السوق فقد إرتفع بسبب زيادة عدد الشركات المدرجة من جهة و بسبب زيادة حجم الإصدارات الجديدة من جهة أخرى , لأن هذه الموجة ( الموجة الخامسة في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 1992-2002 ) حسب Olivier Meier et Guillaume Schier فإن 58% من العمليات تمت عن طريق تبادل الأسهم . و كما تم شرحه في الإطار النظري للدراسة فإن عمليات الإندماج التي تتم عن طريق تبادل الأسهم يترتب عليها إصدار الشركة المالكة أسهم إضافية جديدة أي رفع رأسمالها من أجل دمج الشركة المستهدفة . و بالتالي زيادة عدد الإصدارات الجديدة معناه حجم السوق الأولي , و بما أن هذه الإصدارات ستطرح للتداول في السوق الثانوي (ولو بعد فترة زمنية معينة) فإننا نستنتج زيادة عدد الأسهم المتداولة نتيجة زيادة عدد الإندماجات و الإستحواذات .

مما سبق يتضح أن أثر عمليات الإندماج و الإستحواذ على معدل الرسملة السوقية للبورصة يمكن تفسيره من خلال :

- زيادة عدد الأسهم المتداولة .

- زيادة المستوى العام لأسعار الأسهم .

#### 4-2-3 إختبار الفرضية الفرعية الثالثة :

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الإندماجات و الإستحواذات على نسبة حجم التداول في بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  .

أظهرت نتائج برنامج SPSS بعد إدخال البيانات الخاصة بعدد الإندماجات و الإستحواذات (NMA) و نسب حجم التداول ( T.V/GDP ) و تطبيق الإنحدار الخطي البسيط ما يلي :

Récapitulatif des modèles

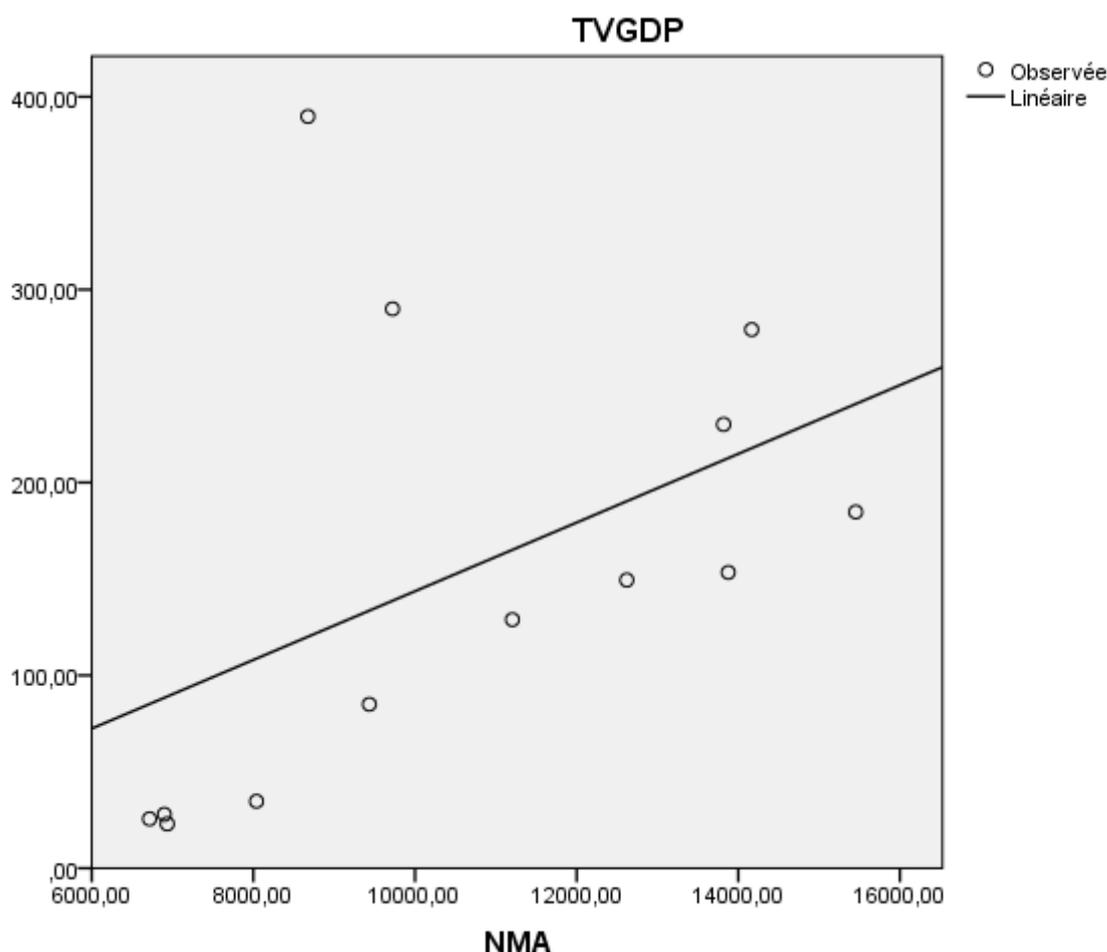
Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,472 <sup>a</sup>	,223	,152	108,21648

a. Prédicteurs : (Constante), NMA

يتبين من هذا الجدول أن ماقيمته 0.152 أي 15.2% من التغير في نسب حجم التداول ناتج عن التغير في عدد الإندماجات و الإستحواذات خلال الفترة 1990-2002 و ذلك إعتقادا على معامل التحديد المعدل  $R^2$  . و بلغ معامل الإرتباط R عند مستوى معنوية 0.05 ما قيمته 0.472 أي 47.2% هي شدة العلاقة بين المتغيرين , إذ تعتبر هذه العلاقة بين عدد الإندماجات و الإستحواذات و نسب حجم التداول علاقة طردية ضعيفة , و الشكل التالي يوضح طبيعة هذه العلاقة :

الشكل رقم (22): العلاقة بين عدد الإندماجات و الإستحواذات (NMA) ونسب حجم التداول

(T.V/GDP )



المصدر : مخرجات SPSS.

إذن المعادلة الرياضية المعبرة عن هذه العلاقة حسب مخرجات SPSS :

Coefficients <sup>a</sup>						
Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	-34,397	110,279		-,312	,761
	NMA	,018	,010	,472	1,775	,103

a. Variable dépendante : TVGDP

هي كالتالي :

$$T.V/GDP = -34.397 + 0.018 NMA$$

وبملاحظة الجدول أدناه :

ANOVA <sup>a</sup>						
Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	36906,341	1	36906,341	3,151	,103 <sup>b</sup>
	Résidus	128818,876	11	11710,807		
	Total	165725,217	12			

a. Variable dépendante : TVGDP

b. Prédicteurs : (Constante), NMA

نجد أن قيمة (F) منخفضة بلغت 3.151 عند مستوى معنوية أكبر من 0.05 ، و عليه فإننا

نرفض الفرضية البديلة و نقبل الفرضية الصفرية القائلة أنه :

- لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لعدد عمليات الإندماج و الإستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية على نسب حجم التداول (T.V/GDP) لبورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  .

- تفسير نتائج إختبار الفرضية الفرعية الثالثة :

مما سبق إتضح ان مساهمت عمليات الإندماج و الإستحواذ ( الو.م . إ ) في تغيير حجم التداول لبورصة نيويورك قدر ب 15.2% ، هذه النسبة يمكن تفسيرها من خلال عملية تجميع الأسهم التي يقوم بها المستحويين في البورصة للإستحواذ على أكبر حصة من الشركة الهدف .

معناه 15.2% من التغير في حجم معاملات بورصة نيويورك بالنسبة لحجم الاقتصاد الأمريكي ناتجة من التغير في عدد عمليات الإندماج و الإستحواذ .

#### 4-2-4 إختبار الفرضية الفرعية الرابعة :

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد عمليات الإندماج و الإستحواذ في الو. م . إ على معدل دوران الأسهم (TRI) في بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$ .

و لإختبار صحة هذه الفرضية تم الإعتماد على الإنحدار الخطي البسيط و كانت مخرجات SPSS كالتالي :

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,337 <sup>a</sup>	,113	,033	76,93004

a. Prédicteurs : (Constante), NMA

يبين الجدول أعلاه أنه 3.3% من التغير في معدل دوران الأسهم (TRI) في بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 سببه التغير في عدد الإندماجات و الإستحواذات (NMA) في الو. م . إ , حسب معامل التحديد المعدل  $R^2$  و الذي بلغ 0.033 . أما شدة العلاقة بين المتغيرين فقد بلغت قيمتها 0.337 أي 33.7% حسب معامل الارتباط R , و هي علاقة طردية ضعيفة .

و حسب الجدول التالي :

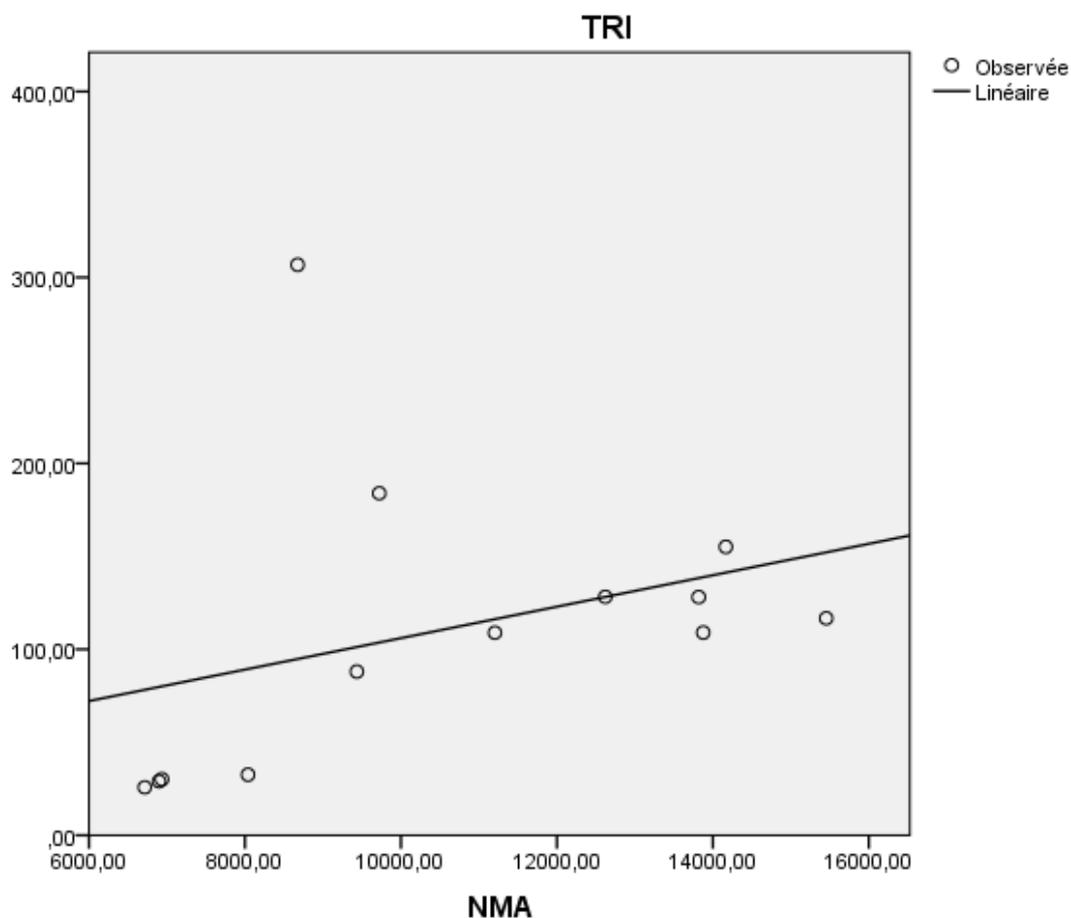
Coefficients<sup>a</sup>

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	21,447	78,396		,274	,789
	NMA	,008	,007	,337	1,186	,260

a. Variable dépendante : TRI

فإن قيمة (F) و التي بلغت 1.407 عند مستوى معنوية أكبر من 0.05 و هو ما يؤكد معنوية العلاقة الضعيفة بين المتغيرين , و كما يوضحه الرسم البياني أدناه :

الشكل رقم (23) : العلاقة بين عدد الإندماجات و الإستحواذات (NMA) و معدل دوران الأسهم (TRI).



المصدر: مخرجات SPSS.

معبر عنه بالمعادلة الرياضية ( معادلة الإنحدار الخطي البسيط ) التالية :

$$TRI = 21.447 + 0.008 NMA$$

حسب مخرجات SPSS :

Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	21,447	78,396		,274	,789
NMA	,008	,007	,337	1,186	,260

a. Variable dépendante : TRI

و بعد تأكيد العلاقة الطردية الضعيفة بين عدد الإندماجات و الإستحواذات في الو. م. إ و معدل دوران الأسهم في بورصة نيويورك عند مستوى معنوية أكبر من 0.05 .

و عليه يتم رفض الفرضية البديلة و قبول الفرضية الصفرية أي :

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الإندماجات و الإستحواذات في الولايات المتحدة الامريكية على معدل دوران الأسهم في بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$

- تفسير نتائج إختبار الفرضية الرابعة :

بما ان معدل دوران الاسهم يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق , و قدر تغير هذا المعدل ب 3.3% كنتيجة لتغير عدد الإندماجات و الإستحواذات خلال الفترة محل الدراسة , و بالتالي فإن حجم معاملات الإندماج و الإستحواذ في الو. م. إ تمثل 3.3% من حجم بورصة نيويورك .

# الفصل الخامس

## النتائج و التوصيات

يتعلق هذا الفصل بتحديد أهم الاستنتاجات التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة سواء في جانبها النظري او في جانبها التطبيقي , كما يشمل هذا الفصل التوصيات التي نقترحها بناءا على التحليل النظري والدراسة التطبيقية .

## 1-5 - النتائج :

بعض النتائج المتعلقة بالجانب النظري:

1- تعتبر عمليات الاندماج و الاستحواذ من أصعب الاستراتيجيات التي تتبعها الشركات من أجل التوسع و النمو , إلى أنها باتت الحل الامثل في بيئة يسودها الكثير من التوتر وعدم اليقين بل الوسيلة الوحيدة لتحقيق النمو الخارجي الفعال وتقاس نجاعة هذه العمليات بمدى تحقيقها لأفضليات التجميع ( synergy ) فهذا الاخير هو جوهر عمليات الاندماج و الاستحواذ .

2- رغم تعدد الآثار ايجابية لعمليات الاندماج و الاستحواذ إلى انها غير مرغوب فيها إجتماعيا لما لها من آثار سلبية على المستهلكين.

3- موجات الاندماج و الاستحواذ هي الاستجابة الفعالة لتحولات النظام و الصدمات الاقتصادية هذه الاخيرة ناتجة عن التغيرات المالية , التكنولوجية، التنظيمية ...إلخ , فهذا الاضطراب في بيئة الاعمال ماهو إلا نقطة إنطلاق للموجات فباقي العمليات تأتي نتيجة الزخم فجميع الشركات ترغب في الاستفادة من هذه التغيرات . أو تتكثف هذه العمليات نتيجة الاختلاف في تقييمات البورصة، وتميزت هذه الموجات مؤخرا بالطابع الدولي أين تزايد عدد و حجم العمليات العابرة للحدود بحثا عن عائدات أعلى و فرص تنويع المخاطر .

4- إن تطور سوق الاوراق المالية مرتبط ارتباطا قويا بالقرارات الاستثمارية للشركات وأدائها المستقبلي، و بما أن عمليات الاندماج و الاستحواذ هي قرارات استثمارية استراتيجية تؤثر على القيمة الحالية و المستقبلية للشركات المعنية بالعملية، وهي تتم على مستوى سوق الاوراق المالية(عن طريق تبادل الاسهم او عن طريق التسديد النقدي) فإذا كان هذا السوق يتسم بدرجة معينة من الكفاءة فإن أسعار أسهم هذه الشركات تستجيب لهذه القرارات الاستراتيجية عند الاعلان عن العملية , فتتغير اتجاهات السوق (مؤشر أسعار الأسهم ) وفقا لهذه القرارات، لأنه بوجود عدد كبير من المستثمرين المتفائلين ذوي الخبرة و الهادفين إلى تعظيم أرباحهم الرأسمالية فإن أسعار أسهم الشركات المستهدفة سترتفع أكثر كنتيجة لزيادة طلب هؤلاء المستثمرين عليها توقعاً منهم بارتفاع أسعارها بسبب الاستفادة من قسط الاندماج (أي تكون هذه الاسهم المستهدفة مقيمة بأكثر من قيمتها و هذا يغري المستثمرين المتفائلين)، وفي المقابل تنخفض أسعار أسهم الشركات المالكة (المنشئة للعملية) بسبب تحملها تكلفة الاندماج. بالإضافة إلى توقعاتهم المستقبلية بشأن تطور أداء، قيمة وحجم الشركات المندمجة وبالتالي إمكانية تحقيق المزيد من الأرباح في المستقبل ( بعد الاندماج الفعلي) بفعل تضافر جهود

الشركات المندمجة . واستجابة السوق لمثل هذه المعلومات لا ينحصر في تغير أسعار أسهم الشركات محل الاندماج أو الاستحواذ، فالمستثمرون في السوق على دراية تامة بأن هذه العمليات انتقالية تأتي عادة في شكل موجات، بمعنى سيشهد سوق الاوراق المالية المزيد من عمليات الاندماج والاستحواذ فتتأثر أسعار أسهم الشركات الأخرى (غير المندمجة) بسبب توقع المستثمرين في السوق بأن عمليات الاندماج السابقة ستدفع الشركات الأخرى (غير المندمجة) إلى اعتماد إستراتيجية الاندماج و الاستحواذ سواء من أجل تقوية قدرتها التنافسية أو من أجل تجنب الاستحواذ عليها بالاندماج الدفاعي أو لغيرها من الأسباب، وبالتالي تأثر سوق الأسهم (المستوى العام لأسعار الاسهم) سواء بطريقة مباشرة (قسط الاندماج و إمكانية تحقيق التآزر بعد الاندماج) أو بطريقة غير مباشرة من خلال توقعات المستثمرين في السوق أي إستجابة السوق لهذه المعلومات (الإعلان عن الاندماج)، و بالتالي الكفاءة (السعرية) هي أساس تطور و نمو سوق الاوراق المالية بمعنى لا يمكن لسوق الاوراق المالية ان يحقق درجة من النضج و التطور في غياب كفاءة التسعير لأن مؤشر أسعار اسهم الشركات المدرجة في البورصة هو إنعكاس لقراراتها و إستثماراتها فإذا أخذ هذا المؤشر الإتجاه التصاعدي في إطار عمليات الاندماج و الاستحواذ معناه زيادة أسعار أسهم الشركات المستهدفة بالاندماج بسبب قسط الاندماج يحفز المستثمرين المتفائلين في السوق لزيادة الطلب على الاسهم المتداولة سواء المعنية بالاندماج او غيرها من الاسهم بناء على توقعاتهم بحدوث المزيد من الاندماجات و الاستحواذات و بالتالي إرتفاع أكثر لأسعار إجمالي الاسهم المتداولة , زيادة الطلب على الاسهم المتداولة يحفز بدوره الشركات للدخول في السوق و طرح أسهمها للتداول سواء من أجل الاندماج أو من أجل الاستثمار أي زيادة عرض الاسهم و بالتالي زيادة حركة و حجم التداول بسبب زيادة الطلب و العرض . مما سبق نستنتج أن زيادة أسعار الاسهم و زيادة عدد الاسهم المتداولة معناه زيادة إجمالي القيمة السوقية للبورصة , و زيادة عرض و طلب الاسهم بسبب زيادة أسعارها معناه زيادة نسب حجم التداول . زيادة إجمالي الرسملة السوقية و زيادة حجم التداول معناه زيادة معدل دوران الاسهم و بالتالي زيادة حجم و سيولة سوق الاوراق المالية , و هكذا يحقق السوق درجة من التطور و النمو إنطلاقاً من كفاءته (قدرته على الاستجابة لإعلانات الاندماج و الاستحواذ) . و بناء على هذا التحليل النظري للعلاقة بين قرار الشركات بالاندماج و كفاءة سوق الاوراق المالية و تطوره , نصل إلى النتائج التالية :

- سوق الأوراق المالية يتأثر بالقرارات الاستثمارية و الاستراتيجية للشركات أي لعمليات الاندماج والاستحواذ أثر مباشر و غير مباشر على أداء سوق الاوراق المالية .
- لكفاءة سوق الأوراق المالية دور كبير في تطوره و نموه , لأن تطور سوق الأوراق المالية يتوقف على رد فعل السوق على أخبار الاندماج و الاستحواذ و التي قد تكون

سلبية أو إيجابية و هذا بدوره يتوقف على إدراك المستثمرين و المضاربين في السوق حول حيثيات الصفقة و في معظم الحالات سوف ترتفع أسهم الشركة الهدف بسبب علاوة الاندماج و في المقابل تتخفض أسعار اسهم الشركة مقدمة العروض عند الاعلان عن عملية الاندماج أو الاستحواذ بسبب تحملها تكلفة الاندماج .  
- تداخل و تكامل بين مؤشرات تطور سوق الاوراق المالية .

أما نتائج الدراسة التطبيقية كانت كالتالي :

في إطار المعالجة الاحصائية لإشكالية الدراسة قمنا بقياس اثر موجة الاندماج و الاستحواذ الخامسة في الولايات المتحدة الامريكية على تطور بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 و حسب مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS توصلنا إلى النتائج التالية:

1- لموجة الاندماج و الاستحواذ الخامسة في الو.م. ا أثر على حجم بورصة نيويورك , و ذلك من خلال تأثير عدد العمليات الواقعة خلال تلك الفترة (1990-2002) على عدد الشركات المدرجة و على إجمالي الرسملة السوقية لبورصة نيويورك . حيث بينت نتائج اختبار الفرضيات ما يلي :  
أ - وجود علاقة طردية و قوية ذات دلالة إحصائية عالية بين عدد عمليات الاندماج والاستحواذ في الو.م.ا و عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$ .  
ب - و جود علاقة طردية و قوية ذات دلالة إحصائية بين عدد عمليات الاندماج والاستحواذ في الو.م.ا و نسبة إجمالي الرسملة السوقية عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  .

2- لا يوجد أثر لموجة الاندماج و الاستحواذ الخامسة في الو.م.ا على سيولة بورصة نيويورك ذلك لأن نتائج الاختبار أظهرت ما يلي :

أ - لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لعدد عمليات الاندماج و الاستحواذ الواقعة خلال تلك الفترة على نسبة حجم التداول في بورصة نيويورك عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  .  
ب - ولا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لعدد عمليات الاندماج و الاستحواذ الواقعة خلال تلك

الفترة على معدل دوران الاسهم في بورصة نيويورك عند مستوى معنوية  $\alpha \leq 0.05$  .

استنادا لهذه النتائج , فإن لموجة الاندماج والاستحواذ الخامسة في الو.م.ا أثر مباشر على تطور بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 ، من خلال مساهمة هذه العمليات في زيادة حجم البورصة . وفقا للتحليل النظري و رصد تطور مؤشرات أداء بورصة نيويورك فإن:

لهذه العمليات أثر غير مباشر على تطور البورصة من خلال التأثير (غير المباشر) على سيولتها. بمعنى ساهمت هذه الموجة في تنشيط وتطوير بورصة نيويورك بطريقة مباشرة و بطريقة غير مباشرة.

## 5-2- التوصيات :

بالاعتماد على نتائج و إستنتاجات هذه الدراسة يمكن إقتراح جملة من التوصيات :

1- تسعى الشركات من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ إلى خلق قيمة مضافة، كنتيجة لتجميع قوى، إمكانيات و كفاءات شركتين أو أكثر ولذلك يجب عليها دراسة جدوى هذا المشروع دراسة دقيقة وشاملة قبل إتخاذ القرار بشأن الخوض في هذه العمليات، لأنها عمليات قطعية لا يمكن الرجوع فيها وعليه يجب تعميق دراسة هذا التقارب من الناحية المالية والاقتصادية وعدم إهمال الجانب البشري، فالاندماج الناجح هو ذلك التقارب العقلاني والذي يحقق التكامل التنظيمي والثقافي للكيانات المندمجة .

2- يجب أن تقوم السلطات المعنية في الدولة بمراقبة هذه العمليات لما لها من آثار اقتصادية واجتماعية، فتمادي الشركات في الاندماج ( خاصة الاندماج الافقي ) ينتج عنه تكوين شركات فوق عملاقة تؤثر في الاقتصاد وتحتكر السوق، هذا الأخير ( إحتكار السوق ) له آثار سلبية على جودة الخدمات والمنتجات بفعل تقليص الضغوط التنافسية وفي نفس الوقت إمكانية رفع الأسعار (تحقيق الشركات أرباح إحتكارية )، وهذا يؤثر سلبا على رفاهية المستهلكين .

3- اعتماد تحفيز عمليات اندماج واستحواذ الشركات كآلية من آليات تنشيط البورصة، لما لهذه العمليات من آثار ايجابية مباشرة وغير مباشرة على مؤشرات تطور وتنمية البورصة، لكن بشرط توفر هذا السوق أولا على درجة معينة من الكفاءة، ثانيا عقلانية المستثمرين المتفائلين أي يجب أن تكون

المضاربات في أسهم الشركات المدرجة ( خلال فترة الاندماجات و الاستحواذات ) في حدود معقولة، لان إفراط هؤلاء المستثمرين والمضاربيين في التفاوض سيزيد من إرتفاع أسعار اسهم المستهدفة و (المحتمل إستهدافها ) وبالتالي تحمل الشركات المالكة لتكاليف باهضة تؤدي بهذا التقارب إلى الفشل، ولذلك يجب على الجهات الرقابية في البورصة التحكم في نشاط هذه الفئة لتجنب إنهيار سوق الأسهم.

قائمة

المراجع و الملاحق

## قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية.

الكتب:

- 1- أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، (2009)، الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق العلمي.
- 2- باسم شمس الدين، (2013)، إستراتيجيات النمو والإستقرار والنجاح في العملية الإدارية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر،
- 3- جليل كاظم مدلول العارضي وأرشد عبد الأمير جاسم الشمري، (2012)، إستراتيجيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 4- جورج دانيال غالي، (2002)، طرق ومشاكل المحاسبة عن إندماج الشركات، الدار الجامعية.
- 5- حيدر يونس الموسوي، (2001)، المصارف الإسلامية أداءها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري، عمان الأردن.
- 6- دريد كامل آل شبيب، (2010)، إدارة مالية، دار اليازوري، عمان، الأردن.
- 7- رفعت السيد العوضي وإسماعيل علي بسيوني، (2005)، الإندماج والتحالفات الإستراتيجية بين الشركات في الدول العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر.
- 8- رمزي صبحي مصطفى الجرم، (2013)، إندماج البنوك، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.
- 9- زكرياء سلامة عيسى شطناوي، (2009) ، الآثار الإقتصادية لأسواق والأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان، الأردن
- 10- زياد رمضان ومروان شموط، (2008)، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة.
- 11- سهيل مقابلة، (2013)، كيف تستثمر بسوق الأسهم، الطبعة الأولى، الراية، عمان، الأردن.
- 12- عاطف وليم أنداروس، (2007)، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.

- 13- عباس كاظم الدعي، 2010 ، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء لنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- 14- عبد الباسط كريم مولود، (2009)، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان.
- 15- عبد الغفار حنفي ورسمية فرياقص، (2005)، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، إسكندرية، مصر
- 16- عبد الغفار حنفي ورسمية فرياقص، (2008) الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية.
- 17- عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث، 2010.
- 18- عصام حسين، (2008)، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- 19- عيسى حيرش، (2011)، الإدارة الإستراتيجية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 20- فيصل محمود الشواورة، (2008)، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان الأردن.
- 21- متولي عبد القادر، (2010)، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان ، الأردن.
- 22- محمد إبراهيم موسى، (2008)، إندماج البنوك، دار الجامعة الجديدة.
- 23- محمد أحمد عبد النبي، (2009)، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن.
- 24- محمد المبروك أبو زيد، (2009)، التحليل المالي، الطبعة الثانية، دار المريخ، الرياض، السعودية.

- 25- محمد علي إبراهيم العامري، (2010) الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010
- 26- محمد وجيه حنيني، (2010)، تحويل بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان الأردن.
- 27- محمود محمد الداغر، (2007)، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2007.
- 28- مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، 2009، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
- 29- منير إبراهيم هندي، (2008)، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، توزيع: منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- 30- منير إبراهيم هندي، (2011)، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث للطباعة والنشر، الإسكندرية.
- 31- منير إبراهيم هندي، (2012)، الأوراق المالية وأسواق المال.
- 32- نزار كاظم الخيكاني وحيدر يونس الموسوي، (2010)، السياسات الإقتصادية، الطبعة العربية الثانية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- 33- هوشيار معروف، (2009)، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- 34- وليد صافي وأنس البكري، (2009)، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- الرسائل الجامعية.
- 1- حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة حالة البورصة المصرية، ماجستير الإقتصاد، جامعة الزقازيق، ديسمبر 2004، العدد 79.

2- نادية جليل أيوب صويص، 1998، الآثار الاقتصادية لإندماج الشركات في الأردن، رسالة ماجستير مقدمة إكمال متطلبات درجة ماجستير في الإقتصاد، الجامعة الأردنية.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية.

- 1- Alexandes Roberts,2010, william wallance, Peter Moles, **Mergers and Acquisitions.**
- 2- Andrei Shlerifer and Robert Vishny 2002 **Stock Market driven acquisitions** wjournal of Finencial Economics, University of Chicago.
- 3- barbara S. petit and Kenneth R. Frris 2013, **valuation for Mergers and Acque Second Edition.**
- 4- Donald Depanphilis, 2011, **Mergers and Aos Basisc All you weed to Kow.**
- 5- Fabienne Cretin, Stéphane Dieudonné Slimane Bouacha, 2014, **MαA Activity : where Are we in the Cycle?** Acticle, asset management.
- 6- Ingrid Graff Kvalen, katinka vister, 2014, **thesis the determinants of Mergers – Astudy of Naruvegian private companies BI Naruvegain,** Master Business school.
- 7- Jaroslov sedelacek, Petrvalouch, Alois Komencny, 2012, **Analysis of merger and acquisition sevelop meut in the Gzech Republic in,** Working paper, astrava, faculty of economics.
- 8- jorm Kleinert and Henning Klods, 2002 **causes and consequences of Merger waves** Working paper kiel Institue ob world Economics Germany.
- 9- Kaouther Bennai, 2006, **Fusions et acquisitions les facteur qui influencent la performance post-opération,** mémoire présente come exigence partielle de la Maitrise en administration des affaire M B A recherché université du Québec à Montréal.
- 10- L.S.J van Gerns LLM, 2009, **Meta-analysis on the effects of Mergers and acq,** thesis Economics of Markets, organization and poliry, universitait Rtterdam.

- 11- liner shipping, working paper university Grong Mom, Kowloom, Hong Kong.
- 12- Lucian Briciu, Sophee Nivoiry, 2009, **Mise en perspective D'une sciele et Fusions- acqurs en Europe et U.S.A** Article « Management Avenia » N= 26.
- 13- Manich Aganwal and Marminder singh, **2006, Merger announcement and insider trading activity in India**, article of Investement Management and Financial Innovation.
- 14- Margarita Theldybiner, 2012, **Fusions – Acquisition**, mémoire, Bruscelles Avenue charler thielemans 12.
- 15- Marie-christine et autre, 2001 **Facteur humain et réssite de fusions a quels role, et mémoire contributions de les fonction RH ?** université patis.
- 16- Naruedee Termariyalsuit (2006), **stock market Driven Acquisition and Toekold Acquestion in Thailand**, Thesis subeuitted in fulfillment of the requirement for the degree of doctor of philosophy London of Econmics and political.
- 17- Olivier Meier & Guillaune Schier, 2009, **Fusions-acquisition (Strategie – Finance – Management)** dumad, paris.
- 18- Olivier Meier, Guillaume Scier, 2005 **la communication interne dans le cas des Restructuration past-acquisition**, article andese “vie & science de l'entreprise’ P 108 à 120.
- 19- Patrick Navatte, Guillame Shier, 2010, **la vague des Fusion a des années 1990 ause états-unis**, lavoisier « Revue Française de gestion, P 53-67.
- 20- Photis M panayides & Xich Grong (2002), **the Stock Market Reaction to Merger and acquicition** announcement in
- 21- T.J.A Nouwen, 2001, **M & A waves and its evolution throughout history**, Bachelor thesis Tilbureg university.
- 22- Vanecea Mariau, **Mergers and acquisitions wares from the European Union perspective**, Deportement of Economics faculty of Economics Science University of oradea, Romania.

## الملحق رقم (1):

عدد عمليات الاندماج والإستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية (1990-2002).

السنوات	عدد عمليات الاندماج و الاستحواذ
1990	6934
1991	6715
1992	6898
1993	8038
1994	9434
1995	11204
1996	12620
1997	13876
1998	15435
1999	13818
2000	14166
2001	9722
2002	8675

<https://imaa-institute.org/statistics-us/>

## الملحق رقم ( 2 )

### تطور مؤشرات بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2002 .

السنوات	المؤشر العام (المؤشر المركب)	نسبة التغير السنوي %	القيمة السوقية (M.V) بليون دولار	نسبة التغير السنوي %	M.V G.D.P %	احجام التداول T.V بليون دولار	نسبة التغير السنوي %	T.V G.D.P %	معدل دوران الأسهم %	عدد الشركات (شركة)	نسبة التغير السنوي %
1990	1908.4	-	4424.9	-	76.2	1336.2	-	23.0	30.1	1774	-
1991	2426.0	27.1	5939.8	34.2	99.2	1553.5	14.7	25.6	25.8	1885	6.2
1992	2539.9	4.6	6079.2	2.3	96.2	1764.6	15.0	27.9	29.0	2089	10.8
1993	2739.4	7.8	7069.2	16.23	106.4	2305.1	30.6	34.7	32.6	2361	13.0
1994	2653.3	-3.1	6815.6	-3.5	96.6	6002.9	160.4	85.0	88.0	2570	8.8
1995	3484.1	31.3	8760.7	28.5	118.3	9540.9	58.9	128.9	108.9	2675	4.0
1996	4148.0	19.0	9100.0	3.8	116.4	11674.7	22.3	149.4	128.2	2907	8.6
1997	5405.1	30.3	11700.0	28.5	140.6	12761.5	9.3	153.4	109.0	3047	4.8
1998	62999	16.5	13900.0	18.8	158.2	16222.8	27.1	184.7	116.7	3114	2.1
1999	6876.1	9.1	16700.0	20.1	180.0	21404.3	31.9	230.1	128.1	3025	-2.8
2000	6945.5	1.0	17700.0	6.2	188.8	27469.3	28.3	279.3	155.1	2862	-5.3
2001	6236.3	-10.2	15900.0	-6.4	157.7	29241.6	6.4	290.0	183.9	2798	-2.2
2002	5000.0	-19.8	13300.0	-16.3	127.0	40816.6	39.5	389.8	306.8	2798	-0.5

Source : www. globalinvnet , fact & figures , stock price trends, compned growth rates of NYSE Composite index .

New York Stock Market ( NYSE) : fact book for year 2006 Market Capitalization of NYSE Companies .

[www.etrade . wallst.com /vi/stock/charts.asp?ymbol](http://www.etrade.wallst.com/vi/stock/charts.asp?ymbol)

نقلا عن عباس كاظم الدعيمي , 2010 , السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الاوراق المالية (دراسة حالة بورصة مصر و بورصة نيويورك خلال الفترة 1990-2006 ) , الطبعة الاولى , دار صفاء للنشر و التوزيع , عمان الاردن , 340

```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT TRI
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

a. Variable dépendante : TRI

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,337 <sup>a</sup>	,113	,033	76,93004

a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	8328,827	1	8328,827	1,407	,260 <sup>b</sup>
	Résidus	65100,544	11	5918,231		
	Total	73429,371	12			

a. Variable dépendante : TRI

b. Prédicteurs : (Constante), NMA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	21,447	78,396		,274	,789
	NMA	,008	,007	,337	1,186	,260

a. Variable dépendante : TRI

```

* Estimation de courbe.
TSET NEWVAR=NONE.
CURVEFIT
  /VARIABLES=TRI WITH NMA
  /CONSTANT
  /MODEL=LINEAR
  /PLOT FIT.

```

## Ajustement de courbe

### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_1
Variable dépendante	1	TRI
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

	Variables	
	Dépendante	Indépendante
	TRI	NMA
Nombre de valeurs positives	13	13
Nombre de zéros	0	0
Nombre de valeurs négatives	0	0
Nombre de valeurs manquantes	0	0
Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
Valeur système manquante	0	0

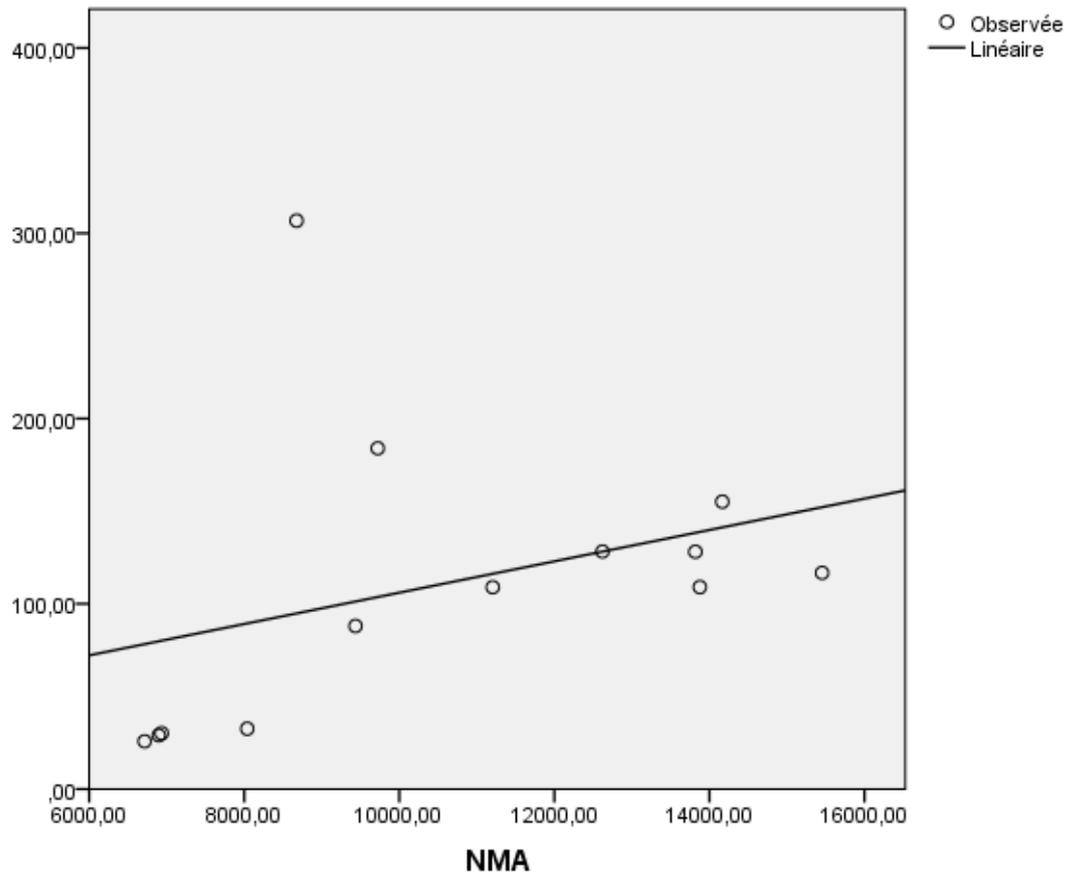
### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: TRI

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,113	1,407	1	11	,260	21,447	,008

La variable indépendante est NMA.

# TRI



```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT TVGDP
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : TVGDP  
 b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,472 <sup>a</sup>	,223	,152	108,21648

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.	
1	Régression	36906,341	1	36906,341	3,151	,103 <sup>b</sup>
	Résidus	128818,876	11	11710,807		
	Total	165725,217	12			

- a. Variable dépendante : TVGDP  
 b. Prédicteurs : (Constante), NMA

### Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	-34,397	110,279		-,312	,761
NMA	,018	,010	,472	1,775	,103

a. Variable dépendante : TVGDP

```
* Estimation de courbe.
TSET NEWVAR=NONE.
CURVEFIT
/VARIABLES=TVGDP WITH NMA
/CONSTANT
/MODEL=LINEAR
/PLOT FIT.
```

### Ajustement de courbe

#### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_2
Variable dépendante	1	TVGDP
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

#### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

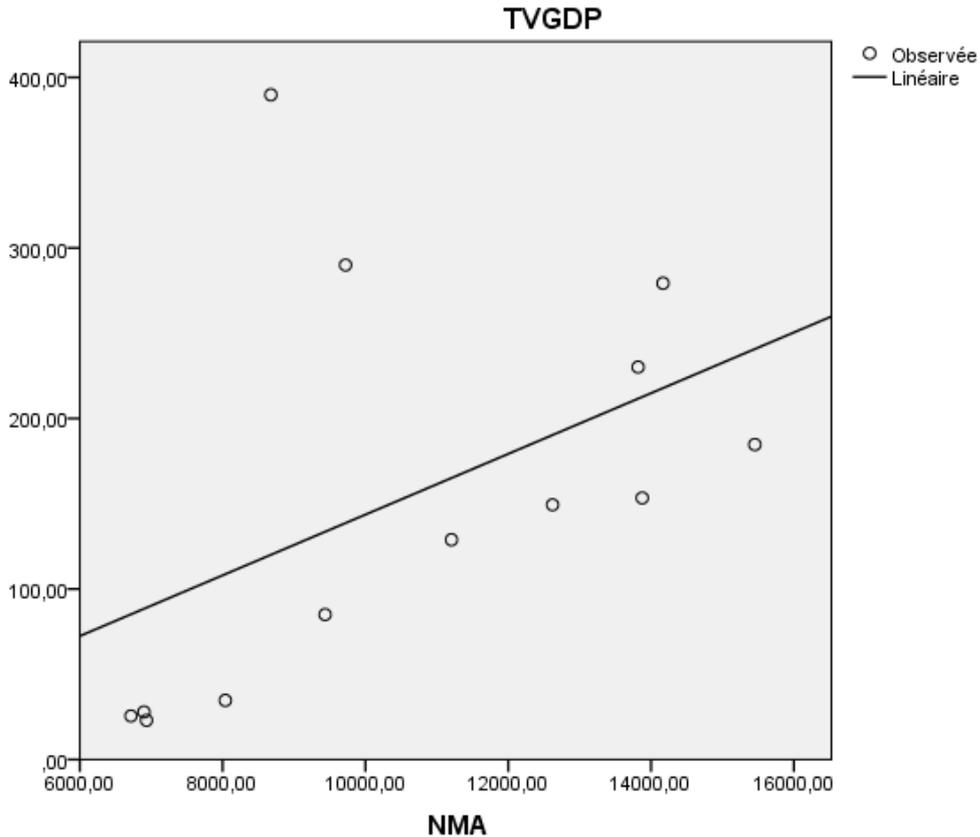
	Variables	
	Dépendante	Indépendante
	TVGDP	NMA
Nombre de valeurs positives	13	13
Nombre de zéros	0	0
Nombre de valeurs négatives	0	0
Nombre de valeurs manquantes	0	0
Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
Valeur système manquante	0	0

### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: TVGDP

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,223	3,151	1	11	,103	-34,397	,018

La variable indépendante est NMA.



```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT TV
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : TV  
 b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,396 <sup>a</sup>	,157	,080	12020,59654

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	295721089,364	1	295721089,364	2,047	,180 <sup>b</sup>
	Résidus	1589442153,303	11	144494741,209		
	Total	1885163242,668	12			

- a. Variable dépendante : TV  
 b. Prédicteurs : (Constante), NMA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	-2855,525	12249,687		-,233	,820
NMA	1,594	1,114	,396	1,431	,180

a. Variable dépendante : TV

```

* Estimation de courbe.
TSET NEWVAR=NONE.
CURVEFIT
  /VARIABLES=TV WITH NMA
  /CONSTANT
  /MODEL=LINEAR
  /PLOT FIT.

```

## Ajustement de courbe

### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_4
Variable dépendante	1	TV
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

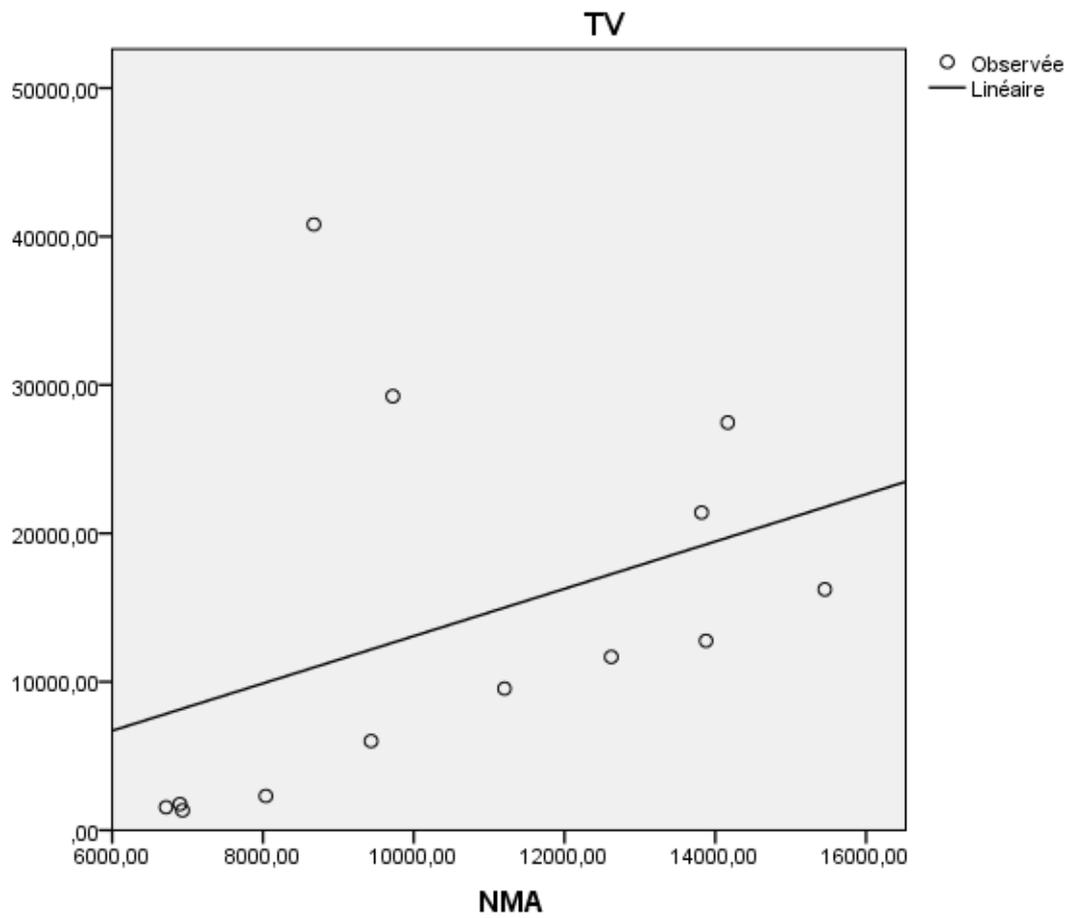
		Variables	
		Dépendante	Indépendante
		TV	NMA
Nombre de valeurs positives		13	13
Nombre de zéros		0	0
Nombre de valeurs négatives		0	0
Nombre de valeurs manquantes	Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
	Valeur système manquante	0	0

### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: TV

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,157	2,047	1	11	,180	-2855,525	1,594

La variable indépendante est NMA.



```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT MVGDP
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : MVGDP  
 b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,791 <sup>a</sup>	,626	,592	22,25522

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	9110,935	1	9110,935	18,395	,001 <sup>b</sup>
	Résidus	5448,242	11	495,295		
	Total	14559,177	12			

- a. Variable dépendante : MVGDP  
 b. Prédicteurs : (Constante), NMA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	34,217	22,679		1,509	,160
NMA	,009	,002	,791	4,289	,001

a. Variable dépendante : MVGDP

```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT MVGDP
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : MVGDP  
 b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,791 <sup>a</sup>	,626	,592	22,25522

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	9110,935	1	9110,935	18,395	,001 <sup>b</sup>
	Résidus	5448,242	11	495,295		
	Total	14559,177	12			

- a. Variable dépendante : MVGDP  
 b. Prédicteurs : (Constante), NMA

### Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	34,217	22,679		1,509	,160
NMA	,009	,002	,791	4,289	,001

a. Variable dépendante : MVGDP

```
REGRESSION  
/MISSING LISTWISE  
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA  
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)  
/NOORIGIN  
/DEPENDENT MV  
/METHOD=ENTER NMA.
```

## Régression

### Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

a. Variable dépendante : MV

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,715 <sup>a</sup>	,512	,467	3316,61008

a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	126796317,708	1	126796317,708	11,527	,006 <sup>b</sup>
	Résidus	120998926,829	11	10999902,439		
	Total	247795244,537	12			

a. Variable dépendante : MV

b. Prédicteurs : (Constante), NMA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	-473,406	3379,819		-,140	,891
	NMA	1,044	,307	,715	3,395	,006

a. Variable dépendante : MV

```

* Estimation de courbe.
TSET NEWVAR=NONE.
CURVEFIT
  /VARIABLES=MV WITH NMA
  /CONSTANT
  /MODEL=LINEAR
  /PLOT FIT.

```

## Ajustement de courbe

### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_5
Variable dépendante	1	MV
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

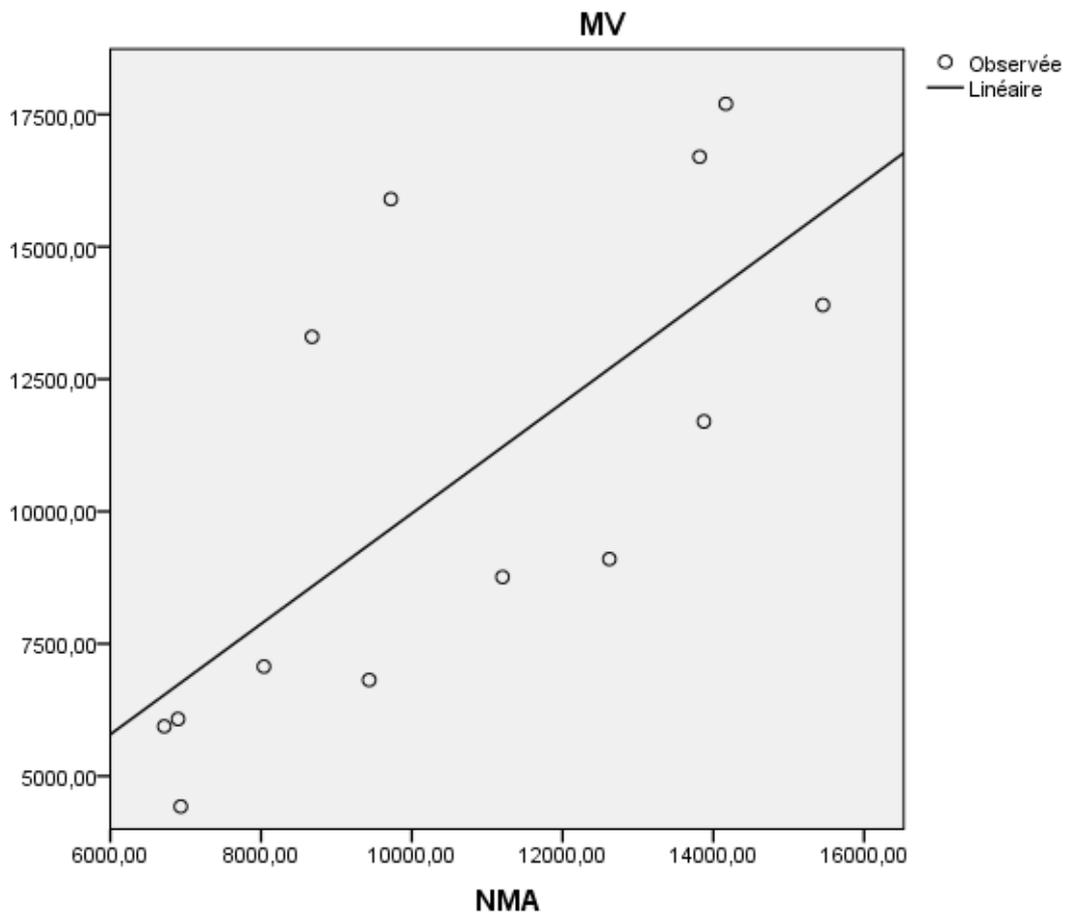
		Variables	
		Dépendante	Indépendante
		MV	NMA
Nombre de valeurs positives		13	13
Nombre de zéros		0	0
Nombre de valeurs négatives		0	0
Nombre de valeurs manquantes	Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
	Valeur système manquante	0	0

### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: MV

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,512	11,527	1	11	,006	-473,406	1,044

La variable indépendante est NMA.



```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT IC
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : IC  
 b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,541 <sup>a</sup>	,293	,229	14404,99458

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	946308054,921	1	946308054,921	4,560	,056 <sup>b</sup>
	Résidus	2282542555,776	11	207503868,707		
	Total	3228850610,697	12			

- a. Variable dépendante : IC  
 b. Prédicteurs : (Constante), NMA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	-21444,939	14679,527		-1,461	,172
NMA	2,851	1,335	,541	2,136	,056

a. Variable dépendante : IC

```

* Estimation de courbe.
TSET NEWVAR=NONE.
CURVEFIT
  /VARIABLES=IC WITH NMA
  /CONSTANT
  /MODEL=LINEAR
  /PLOT FIT.

```

## Ajustement de courbe

### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_6
Variable dépendante	1	IC
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

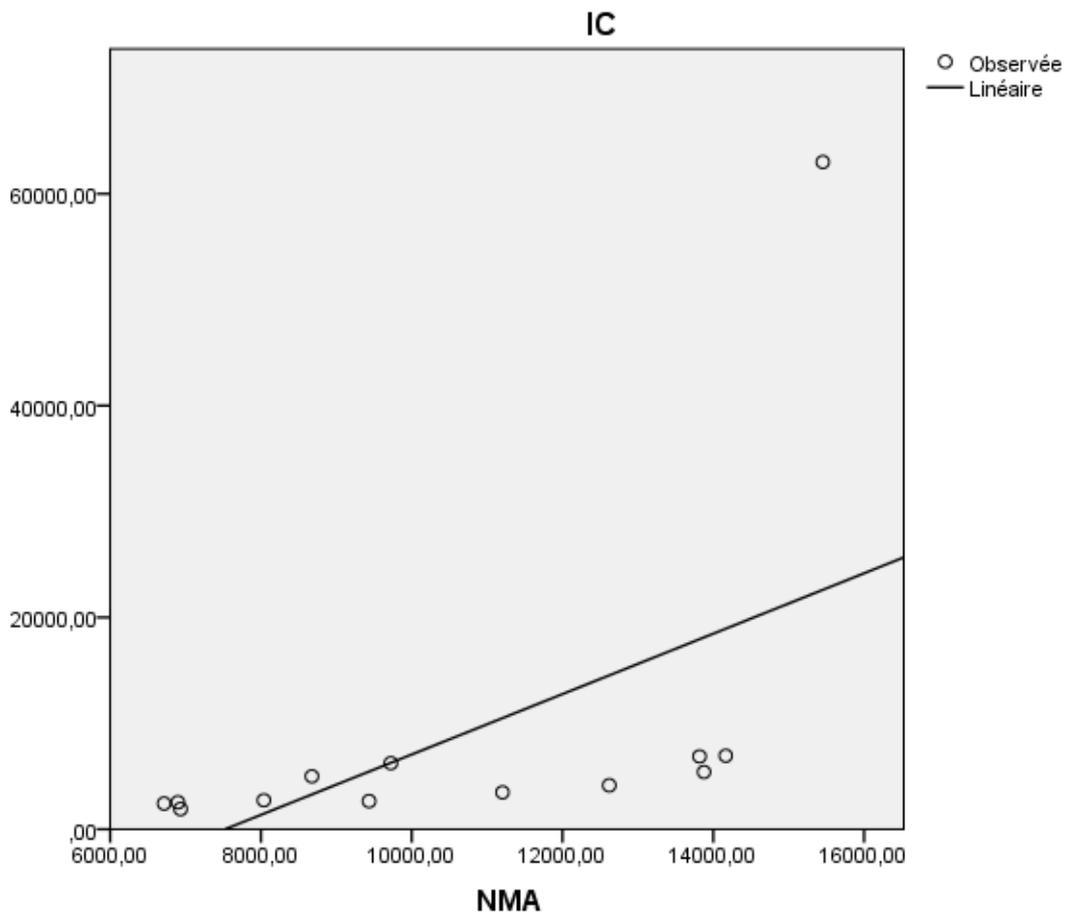
		Variables	
		Dépendante	Indépendante
		IC	NMA
Nombre de valeurs positives		13	13
Nombre de zéros		0	0
Nombre de valeurs négatives		0	0
Nombre de valeurs manquantes	Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
	Valeur système manquante	0	0

### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: IC

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,293	4,560	1	11	,056	-21444,939	2,851

La variable indépendante est NMA.



```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT TV
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

### Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : TV  
 b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,396 <sup>a</sup>	,157	,080	12020,59654

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

### ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	295721089,364	1	295721089,364	2,047	,180 <sup>b</sup>
	Résidus	1589442153,30	11	144494741,209		
	Total	1885163242,66	12			
			8			

- a. Variable dépendante : TV  
 b. Prédicteurs : (Constante), NMA

### Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	-2855,525	12249,687		-,233	,820
NMA	1,594	1,114	,396	1,431	,180

a. Variable dépendante : TV

```
* Estimation de courbe.  
TSET NEWVAR=NONE.  
CURVEFIT  
  /VARIABLES=MVGDP WITH NMA  
  /CONSTANT  
  /MODEL=LINEAR  
  /PLOT FIT.
```

### Ajustement de courbe

#### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_7
Variable dépendante	1	MVGDP
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

#### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

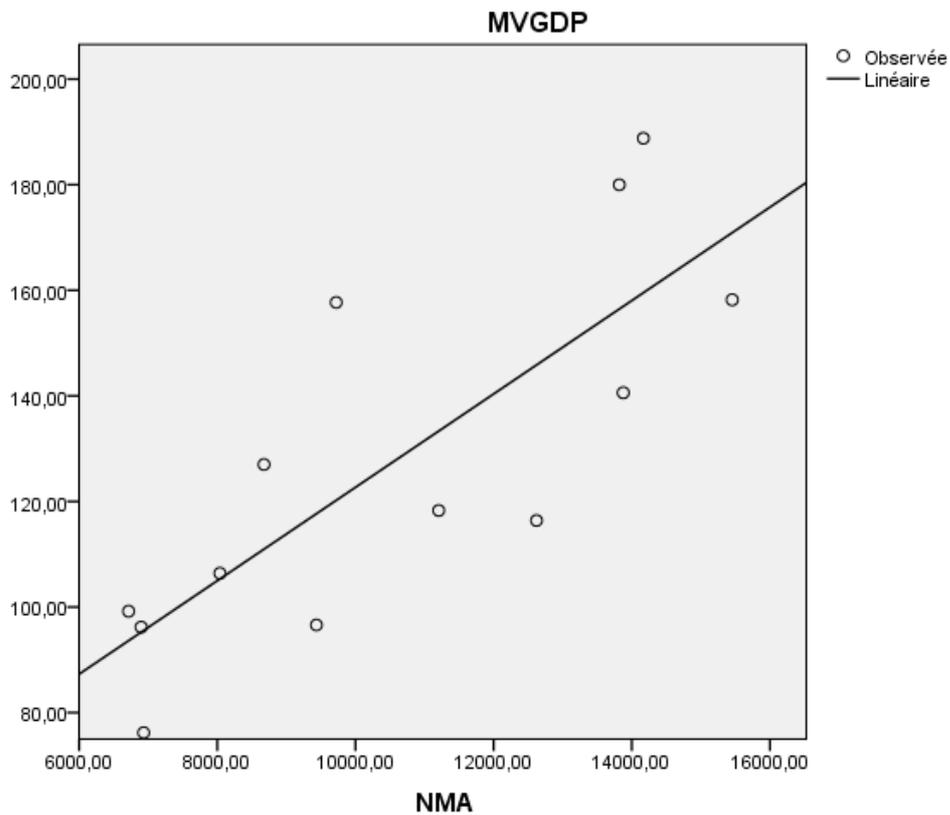
	Variables	
	Dépendante	Indépendante
	MVGDP	NMA
Nombre de valeurs positives	13	13
Nombre de zéros	0	0
Nombre de valeurs négatives	0	0
Nombre de valeurs manquantes	0	0
Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
Valeur système manquante	0	0

### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: MVGDP

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,626	18,395	1	11	,001	34,217	,009

La variable indépendante est NMA.



```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT TVGDP
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : TVGDP  
 b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,472 <sup>a</sup>	,223	,152	108,21648

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	36906,341	1	36906,341	3,151	,103 <sup>b</sup>
	Résidus	128818,876	11	11710,807		
	Total	165725,217	12			

- a. Variable dépendante : TVGDP  
 b. Prédicteurs : (Constante), NMA

### Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	-34,397	110,279		-,312	,761
NMA	,018	,010	,472	1,775	,103

a. Variable dépendante : TVGDP

```
* Estimation de courbe.  
TSET NEWVAR=NONE.  
CURVEFIT  
  /VARIABLES=TVGDP WITH NMA  
  /CONSTANT  
  /MODEL=LINEAR  
  /PLOT FIT
```

### Ajustement de courbe

#### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_2
Variable dépendante	1	TVGDP
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

#### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

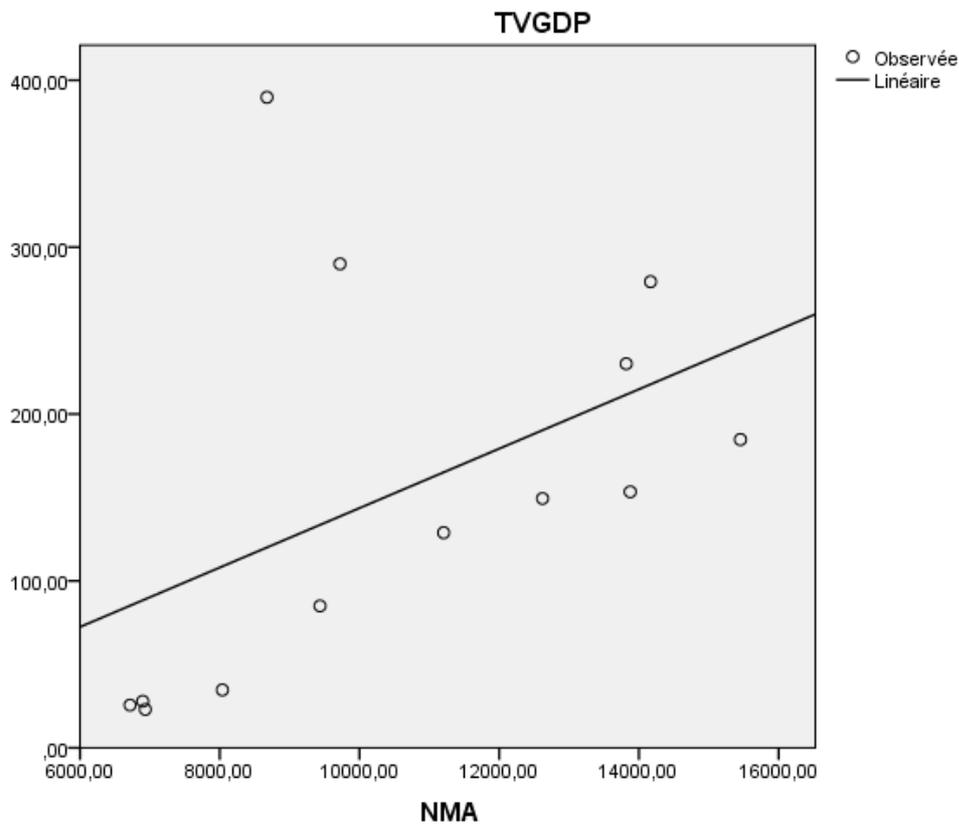
	Variables	
	Dépendante	Indépendante
	TVGDP	NMA
Nombre de valeurs positives	13	13
Nombre de zéros	0	0
Nombre de valeurs négatives	0	0
Nombre de valeurs manquantes	0	0
Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
Valeur système manquante	0	0

### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: TVGDP

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,223	3,151	1	11	,103	-34,397	,018

La variable indépendante est NMA.



```

REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT NC
/METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : NC  
b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,880 <sup>a</sup>	,774	,754	222,15259

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	1860481,429	1	1860481,429	37,698	,000 <sup>b</sup>
	Résidus	542869,494	11	49351,772		
	Total	2403350,923	12			

- a. Variable dépendante : NC  
b. Prédicteurs : (Constante), NMA

**Coefficients<sup>a</sup>**

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	1270,558	226,386		5,612	,000
NMA	,126	,021	,880	6,140	,000

a. Variable dépendante : NC

```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT TVGDP
  /METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : TVGDP  
 b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,472 <sup>a</sup>	,223	,152	108,21648

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	36906,341	1	36906,341	3,151	,103 <sup>b</sup>
	Résidus	128818,876	11	11710,807		
	Total	165725,217	12			

- a. Variable dépendante : TVGDP  
 b. Prédicteurs : (Constante), NMA

### Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	-34,397	110,279		-,312	,761
NMA	,018	,010	,472	1,775	,103

a. Variable dépendante : TVGDP

```
* Estimation de courbe.  
TSET NEWVAR=NONE.  
CURVEFIT  
  /VARIABLES=TVGDP WITH NMA  
  /CONSTANT  
  /MODEL=LINEAR  
  /PLOT FIT.
```

## Ajustement de courbe

### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_2
Variable dépendante	1	TVGDP
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

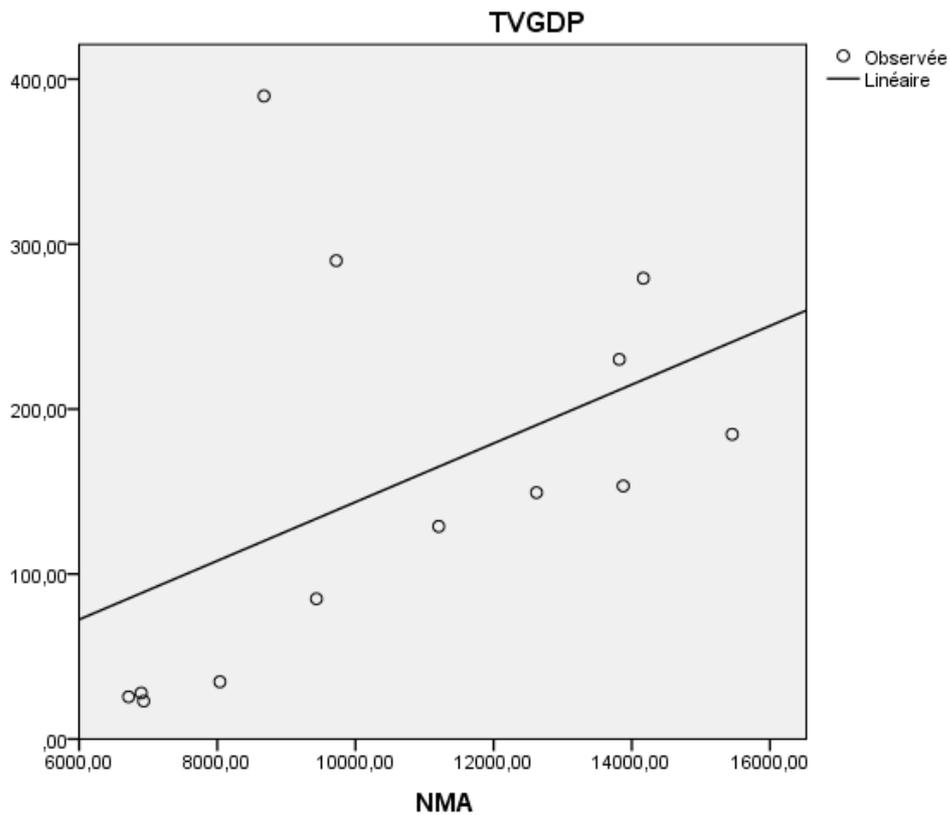
		Variables	
		Dépendante	Indépendante
		TVGDP	NMA
Nombre de valeurs positives		13	13
Nombre de zéros		0	0
Nombre de valeurs négatives		0	0
Nombre de valeurs manquantes	Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
	Valeur système manquante	0	0

### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: TVGDP

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,223	3,151	1	11	,103	-34,397	,018

La variable indépendante est NMA.



```

REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT NC
/METHOD=ENTER NMA.

```

## Régression

**Variables introduites/éliminées<sup>a</sup>**

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	NMA <sup>b</sup>	.	Introduire

- a. Variable dépendante : NC  
b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

**Récapitulatif des modèles**

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,880 <sup>a</sup>	,774	,754	222,15259

- a. Prédicteurs : (Constante), NMA

**ANOVA<sup>a</sup>**

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	1860481,429	1	1860481,429	37,698	,000 <sup>b</sup>
	Résidus	542869,494	11	49351,772		
	Total	2403350,923	12			

- a. Variable dépendante : NC  
b. Prédicteurs : (Constante), NMA

### Coefficients<sup>a</sup>

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	1270,558	226,386		5,612	,000
NMA	,126	,021	,880	6,140	,000

a. Variable dépendante : NC

```
* Estimation de courbe.  
TSET NEWVAR=NONE.  
CURVEFIT  
  /VARIABLES=NC WITH NMA  
  /CONSTANT  
  /MODEL=LINEAR  
  /PLOT FIT.
```

### Ajustement de courbe

#### Description du modèle

Nom de modèle		MOD_1
Variable dépendante	1	NC
Equation	1	Linéaire
Variable indépendante		NMA
Constante		Incluses
Variables dont les observations de libellé de valeur apparaissent dans les tracés		Non spécifié

#### Récapitulatif de traitement des observations

	N
Nombre total d'observations	13
Observations exclues <sup>a</sup>	0
Observations prévues	0
Nouvelles observations	0

a. Les observations qui comportent une valeur manquante dans une variable sont exclues de l'analyse.

### Récapitulatif de traitement des variables

		Variables	
		Dépendante	Indépendante
		NC	NMA
Nombre de valeurs positives		13	13
Nombre de zéros		0	0
Nombre de valeurs négatives		0	0
Nombre de valeurs manquantes	Valeur manquante de l'utilisateur	0	0
	Valeur système manquante	0	0

### Récapitulatif du modèle et estimations de paramètres

Variable dépendante: NC

Equation	Récapitulatif des modèles					Estimations des paramètres	
	R-deux	F	ddl1	ddl2	Sig.	Constante	b1
Linéaire	,774	37,698	1	11	,000	1270,558	,126

La variable indépendante est NMA.

