

أثر التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ وهيكل رأس المال: دراسة
تطبيقية على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية

The Impact of Stock Mispricing on Acquisitions and Capital
Structure: An Applied Study on the Egyptian Listed Companies

إعداد

الباحث/ محمد أحمد عبد الغفار عبد الفتاح

مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال بالكلية

إشراف

الدكتور/ إبراهيم أبو النور الجارحي

أستاذ إدارة الأعمال المساعد بالكلية

ورئيس قسم إدارة الأعمال الأسبق

الأستاذ الدكتور/ أحمد مرسي الخواص

أستاذ إدارة الأعمال بالكلية

ووكيل الكلية لشؤون التعليم والطلاب سابقاً

¹ بحث مستخرج من رسالة دكتوراة بعنوان: نموذج مقترح لتأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ وهيكل رأس المال وانعكاسه على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية

ملخص البحث:

الهدف: يهدف هذا البحث إلى قياس أثر التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ وهيكل رأس المال بالشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

أسلوب البحث: بلغت عينة البحث ٤٩ عملية استحواذ قامت بها ٣١ شركة مدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩. كما اعتمد الباحث على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار فروض البحث وكذلك تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية النموذج.

النتائج: توصلت نتائج البحث إلى أن هناك تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للتسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ. كما خلصت النتائج إلى أن التسعير غير الكفاء للأسهم يؤثر سلبياً ومعنوياً على هيكل رأس المال في الأجل القصير فقط، بينما لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتسعير غير الكفاء للأسهم على هيكل رأس المال في الأجل الطويل.

الكلمات الدالة: التسعير غير الكفاء - عمليات الاستحواذ - هيكل رأس المال.

Abstract:

Purpose; This research aims to examine the impact of stock mispricing on acquisitions and the capital structure of the on the Egyptian listed companies.

Design/methodology/approach: The research sample consisted of 49 acquisitions made by 31 companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2010 to 2019. To test the hypotheses of the study, the Multiple Linear Regression model was used, as well as the ANOVA analysis of variance to test the significance of the model using the F-Test.

Findings: The results of the research concluded that there is a significant positive effect of stock mispricing on acquisitions. The results also showed that stock mispricing negatively and significantly affects the capital structure in the short term only, while there is no statistically significant effect of stock mispricing on the capital structure in the long term.

Keywords: Stock Mispricing, Acquisitions, and Capital Structure.

١/ مقدمة البحث:

يعترف مفهوم الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات إلى السوق واستجابة أسعار الأسهم لهذه المعلومات؛ وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية "Intrensic value" لبعض الوقت على الأقل (هندي، ٢٠٠٦، ص. ٤٩٧). وقد يستمر انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية بسبب العديد من العوامل، أهمها: القيود على عملية المراجعة وعدم تماثل المعلومات والتحيزات السلوكية للمستثمرين والمناخ العام الذي يسود السوق.

ويشار إلى الحالة التي يختلف فيها سعر السهم عن قيمته الحقيقية بالتسعير غير الكفاء للسهم^٢ Stock Mispricing. ويظهر التسعير غير الكفاء بطريقتين: عندما يكون السعر الحالي للسهم أعلى من قيمته الحقيقية ويسمى overpricing أو overvaluation، وعندما يكون السعر الحالي للسهم أقل من قيمته الحقيقية ويسمى underpricing أو undervaluation. وقد استقرت أدبيات التمويل على استخدام التسعير غير الكفاء للأسهم كمقياس لقدرة المديرين على توقيت سوق الأسهم.

تتنبأ نظرية توقيت السوق، على النحو الذي اقترحه (Baker and Wurgler (2002)، أنه يمكن لمديري الشركات التعرف على أوقات التسعير غير الكفاء لأسهمها وتوقيت أنشطة الإصدار وإعادة الشراء وفقاً لذلك (Abdeljawad and Mat Nor, 2017, p; 227)؛ بحيث يتم إصدار الأسهم عندما تكون مقومة بأعلى من قيمتها لأن تكلفة إصدار الأسهم ستقل، وإعادة شراء الأسهم عندما يتم تقييمها بأقل من قيمتها (Dong et al., 2012, p: 637).

وفي هذا السياق، أشار (Van Bekkum et al., 2011, p. 914) إلى أن عمليات الاستحواذ قد ترتبط بدرجة كبيرة بقدرة المديرين على استغلال التسعير غير الكفاء للأسهم، حيث تستغل الشركات التي تقدم عروض الاستحواذ أسهمها المقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية وذلك من خلال تمويل صفقة الاستحواذ عن طريق عروض الاكتتاب الثانوية.

^٢ يُعبر بعض الباحثين عن التسعير غير الكفاء للأسهم بمصطلح Stock Mispricing، كما يُعبر عنه آخرون بالتقييم غير الكفاء للأسهم Stock Misvaluation، ويستخدم البعض الآخر توقيت سوق الأسهم Equity Market Timing للدلالة على استغلال التسعير غير الكفاء؛ وسوف تُستخدم في هذا البحث باعتبارها مترادفات.

وعلى الرغم من أن بعض الأبحاث قد تناولت تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ وهيكل رأس المال في الأسواق المتقدمة، إلا أنه تم توجيه اهتمام أقل للأسواق الناشئة. ومن المنطقي أن نفترض أن ممارسة توقيت السوق يمكن أن تستفيد منها الشركات في الدول النامية بدرجة أكبر لأنها تعمل في أسواق ناشئة عادةً ما تكون أقل كفاءة من الأسواق المتقدمة وتواجه مستوى أعلى من عدم تماثل المعلومات مما يوفر قدر أكبر من التسعير غير الكفاء للأسهم.

والبحث الحالي يمثل محاولة لتدعيم الجهود البحثية المحدودة -بالدراسات العربية- في مجال دراسة وتفسير أسباب ونتائج عمليات الاستحواذ وقرارت هيكل رأس المال للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

٢/١ مشكلة البحث:

تمثل عمليات الاستحواذ في جميع أنحاء العالم إعادة هيكلة كبيرة وتوزيع لموارد الشركات، وتعتبر واحدة من أكثر الطرق فاعلية لتعزيز استراتيجية النمو لدى الشركات (عقيل، ٢٠١٧، ص ٩٢). تؤدي هذه العمليات إلى تكوين كيانات اقتصادية كبرى قادرة على انعاش الأسواق وتحسين الانتاج وتسهيل التمويل البنكي والقدرة على مواجهة الصعوبات الاقتصادية وحل مشكلة الشركات المتعثرة.

على الجانب الآخر، قد تساهم عمليات الاستحواذ في احتكار قطاعات اقتصادية وصحية وتعليمية لها تأثير مباشر على دخول الأفراد وصحتهم وثقافتهم. كما أن بعض عمليات الاستحواذ يكون هدفها القضاء على المنافسة عن طريق البيع بأسعار أقل من التكلفة لفترة زمنية محدودة لحين خروج المنافسين، ومن ثم رفع الأسعار على المستهلكين لتعويض الخسارة وتحقيق مزيد من الأرباح. وقد ينتج عنها الاستغناء عن عدد من العاملين مما يزيد من مشكلة البطالة، بالإضافة إلى الآثار النفسية السلبية على العاملين في الشركات المستهدفة نتيجة تغير الإدارة ونظم العمل بها.

كما أصبح اختيار هيكل رأس المال الذي يعظم من القيمة السوقية للشركة أحد أكثر التحديات التي تواجه تمويل الشركات في السنوات الأخيرة. وقد أدى الاهتمام المتزايد بهيكل رأس المال إلى تطوير مجموعة من النظريات التي تفسر كيفية اختيار الشركات لمزيج معين من الديون

وحقوق الملكية والعوامل التي تؤثر على هذا الاختيار (Zavertiaeva and Nechaeva, 2017,p; 10).

وفي هذا الصدد، تُوثق الدراسات السابقة التي تناولت اختبار نظريات هيكل رأس المال تضارب النتائج التي تم التوصل إليها حول قدرة أية نظرية منفردة على تقديم تفسير مقبول تجريبيًا وعمليًا لقرارات تمويل الشركات وهيكل رأس المال. بالإضافة إلى تناقض فروض وتفسيرات هذه النظريات؛ مما يُعقد عملية تفسير قرارات هيكل رأس المال. الأمر الذي دعا العديد من الباحثين إلى النظر في مجموعة من العوامل ومحاولة الجمع بين النظريات بهدف الوصول إلى فهم كامل لهذه القرارات.

كما أشارت مراجعة الدراسات السابقة التي تمت على السوق المصرية إلى تباين سلوك هيكل رأس المال بالشركات المصرية. ففي حين توصلت دراسة (عبد اللطيف، ٢٠١٢) إلى وجود تأثير معنوي لتوقيت السوق على هيكل رأس المال في الأجل القصير فقط، لم تظهر نتائج دراسة (Allini et al., 2018) أي دعم لافتراضات نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال، بالإضافة إلى تضارب النتائج بشأن نظرية تدرج التمويل. مما يؤكد عدم قدرة نظريتي تدرج التمويل وتوقيت السوق على تقديم تفسير مرضٍ لقرارات التمويل وهيكل رأس المال بالشركات المصرية.

وفي ضوء ما سبق يتضح وجود تضارب في نتائج الدراسات السابقة حول تأثير عمليات الاستحواذ المدفوعة باستغلال التسعير غير الكفاء للأسهم على أداء الشركات المستحوذة في الأجل الطويل. كما أشارت مراجعة الدراسات السابقة التي تمت على السوق المصرية إلى تباين تأثير التسعير غير الكفاء على قرارات الشركة الخاصة بهيكل رأس المال. ومن ثم يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلين الرئيسيين التاليين:

- ١- ما هو تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية؟.
- ٢- ما هو تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على هيكل رأس المال في الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية؟.

٣/١ أهداف البحث:

- في ضوء مشكلة الدراسة يمكن تحديد أهداف الدراسة فيما يلي:
- ١/٣/١ قياس أثر التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ بالنسبة للشركات المستحوذة محل الدراسة.
- ٢/٣/١ قياس أثر التسعير غير الكفاء للأسهم على هيكل رأس المال للشركات محل الدراسة.
- ٤/١ أهمية للبحث:

تتبع أهمية البحث من عدة اعتبارات منها ما يلي:

١/٤/١ الأهمية العلمية للبحث:

- ١/١/٤/١ إلقاء الضوء على التسعير غير الكفاء للأسهم، نظرًا للحداثة النسبية لنظرية توقيت السوق.
- ٢/١/٤/١ لا توجد دراسة- في حدود اطلاع الباحث- تتناول تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على كل من عمليات الاستحواذ وهيكل رأس المال.
- ٤/١/٤/١ تسهم الدراسة الحالية في التأسيس النظري للتسعير غير الكفاء للأسهم، وبالتالي تعتبر امتدادًا للدراسات السابقة في هذا المجال.

٢/٤/١ الأهمية العملية للبحث:

- ١/٢/٤/١ بالنسبة للمديرين، فإنهم يصبحون على دراية أوسع بتأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على القرارات المالية مما يزيد من إمكانية اتخاذ القرارات التي تعظم قيمة الشركة.
- ٢/٢/٤/١ بالنسبة للمساهمين، فإنهم يصبحون على دراية بتأثير ظروف السوق على استراتيجيات الاستثمار والتمويل، بالإضافة إلى القدرة على التقييم السليم للفرص الاستثمارية المتاحة في أسهم الشركات المدرجة بالبورصة.
- ٣/٢/٤/١ بالنسبة للقائمين على أسواق المال، فإن الدراسة تمكنهم من فهم أعمق للعلاقات بين تقييمات السوق وتأثيرها على القرارات الاستراتيجية للشركات، وبالتالي إمكانية وضع القواعد والتشريعات وتطوير الضوابط التنظيمية والرقابية التي تكفل بيئة عمل مناسبة توفر الحماية لجميع الأطراف سواء كانوا من المديرين أو مساهمين أو الدائنين.

٥/١ الدراسات السابقة وبناء فروض البحث:

يتم استعراض العلاقة بين متغيرات البحث في ضوء الدراسات السابقة، وهو ما يسهم في تحديد الفجوة البحثية وصياغة فروض البحث.

دراسة (Van Bekkum, et al., 2011)

استهدفت الدراسة تحليل العلاقة بين التسعير غير الكفاء وعمليات الاستحواذ في كل من الشركات المقدمة لعروض الاستحواذ والشركات المستهدفة. تضمنت عينة الدراسة بيانات لعمليات الاستحواذ المكتملة لحصة لا تقل عن ٩٥% من أسهم الشركات المستهدفة خلال الفترة من ١٩٩٥ إلى ٢٠٠٦ في الولايات المتحدة. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود ارتباطات إيجابية بين التسعير غير الكفاء ونشاط الاستحواذ، وهو ما يعني أن مقدمي العروض قادرون على توقيت عروض الاستحواذ. فعندما يزيد التسعير غير الكفاء بمرور الوقت، يزداد تواتر إعلانات عروض الاستحواذ.

دراسة (عبد اللطيف، ٢٠١٢)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى تأثر قرار هيكل رأس المال الذي تتخذه الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية بتنبؤات نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال. ولتحقيق هذا الهدف فقد اعتمدت الدراسة على النموذج الذي قدمه كلا من (Wurglei & Baker (٢٠٠٢) والذي تم تطبيقه على عينة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٨. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين الرافعة المالية السوقية؛ مما يشير إلى وجود تأثير لنظرية توقيت السوق في الأجل القصير. بينما أظهرت النتائج عدم معنوية العلاقة العكسية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وبين الرافعة المالية الدفترية؛ مما يشير إلى عدم وجود تأثير مستمر لنظرية توقيت السوق في الأجل الطويل.

دراسة (Akbulut, 2013)

استهدفت الدراسة اختبار تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على نشاط الاستحواذ من خلال عينة مكونة من ١١,٧٩٦ صفقة استحواذ من قبل الشركات المتداولة في البورصة على شركات مستهدفة أمريكية عامة وخاصة وتابعة في الفترة من ١٩٩٣ إلى ٢٠٠٩. أظهرت نتائج الدراسة أن توقيت عروض الاستحواذ بالأسهم للشركات تتزامن مع فترات المبالغة في التقييم. يرتبط التقييم غير الكفاء للأسهم إيجابيًا بنشاط الاستحواذ ويكون الشركة مستحوذة وليست مستهدفة، وباستخدام الأسهم كوسيلة للدفع. تدعم هذه النتائج فرض التقييم غير الكفاء الذي يقترح أن المبالغة في التقييم تدفع نشاط الاستحواذ من خلال عروض الأسهم

دراسة (Albanez and de Lima, 2014)

تمثل الهدف الرئيس من هذه الدراسة في اختبار سلوك توقيت السوق بالشركات البرازيلية، بالإضافة إلى اختبار مدى استمرارية هذا التأثير. اعتمدت الدراسة على النماذج الرئيسية المقترحة من قبل Baker & Wurglei (٢٠٠٢)، والتي تم تكييفها لتعكس خصائص البيانات المالية للشركات البرازيلية. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود دليل على سلوك توقيت سوق الأسهم من قبل المديرين، لكن هذا السلوك لم يستمر بشكل كافٍ في الفترة التي شملتها الدراسة إلى حد تحديد هيكل رأس المال في هذه الشركات. يجادل الباحثان بأن الشركات البرازيلية نادرًا ما نفذت إصدارات الأسهم في السنوات التي تلت طرحها للإكتتاب العام، وذلك بسبب وجود مصادر تمويل أقل تكلفة لا سيما من بنك التنمية الوطني (BNDES).

دراسة (Doukas and Zhang, 2015)

اختبرت هذه الدراسة ما إذا كانت التسعير غير الكفاء للأسهم يؤثر على عمليات الاستحواذ والاندماج المصرفي. شملت عينة الدراسة ٢,١٤٨ صفقة استحواذ تمت من قبل البنوك الأمريكية خلال الفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠٠٦. تشير نتائج الدراسة إلى أن أسهم الشركات التي تقدم عروض الاستحواذ تكون مقومة بأعلى من قيمتها مقارنة بالشركات المستهدفة، خاصة في صفقات تبادل الأسهم. كما أظهرت النتائج أيضًا أن الشركات المقدمة لعروض الاستحواذ تميل أكثر إلى استخدام

الأسهم المقومة بأعلى من قيمتها لتمويل صفقة الاستحواذ بدلاً من استخدام النقدية؛ كما أن هذه الشركات على استعداد لدفع قيمة أكبر مقابل سعر السوق للشركة المستهدفة؛ ومن المرجح أن تقوم بعمليات استحواذ خاصة مقارنة بالاستحواذ على شركات مستهدفة عامة.

دراسة (Zavertiaeva and Nechaeva, 2017)

استهدفت هذه الدراسة تحليل توقيت سوق الأسهم والديون لاستكشاف تأثير توقيت السوق على هيكل رأس مال بالشركات الروسية، وذلك باستخدام عينة من الشركات المدرجة في البورصة الروسية خلال الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٥. قد أظهرت النتائج أن الشركات الروسية تقوم بتوقيت سوق الديون للحصول على التمويل المطلوب إذا كان سعر الفائدة في الفترة الحالية أقل من المعدلات في الفترات السابقة، حيث ينخفض صافي الدين المُصدّر عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة، مما يشير إلى توقيت سوق الديون. كما أشارت النتائج إلى أن الشركات الروسية ذات نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية العالية لها رافعة مالية أقل. ومع ذلك، لا تقدم هذه النتائج أدلة كافية تؤكد فرض توقيت سوق الأسهم. وخلص الباحثان إلى أن الشركات الروسية لا تحتاج إلى توقيت سوق الأسهم لأن لديها قنوات أخرى للحصول على التمويل.

دراسة (Allini et al., 2018)

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم تقييم نقدي لاثنتين من النظريات الرئيسة لهيكل رأس المال، هما: نظرية تدرج التمويل، ونظرية توقيت السوق. شملت عينة الدراسة بيانات ١٠٦ شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٤. لم تدعم النتائج محاولات توقيت السوق في مصر؛ حيث لا يوجد تأثير معنوي للنسب القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية التاريخية على هيكل رأس المال بالشركات المصرية. هذا يعني أن نشاط الإصدار في الشركة يبدو مرتبطاً بالعجز المالي بدلاً من استغلال التسعير غير الكفاء في سوق الأسهم.

دراسة (Ratih, 2019)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل وتقييم آثار توقيت سوق الأسهم على سياسات هيكل رأس المال بالشركات الإندونيسية. استخدمت الدراسة مجموعة بيانات مالية للشركات المدرجة في البورصة الإندونيسية بعد عمليات الاكتتاب العام الأولي، وقد بلغت عينة الدراسة ٧٠ شركة خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٥. أشارت النتائج إلى أن الشركات تميل إلى إصدار الأسهم عندما تكون قيمها السوقية أعلى نسبيًا من قيمها الدفترية، وعندما تكون قيمها السوقية السابقة عالية؛ وهو ما يتفق مع نظرية توقيت سوق الأسهم. غير أن نتائج القياس طويل الأجل لتوقيت سوق الأسهم لم تُظهر تأثيرًا معنويًا على قرارات هيكل رأس مال الشركات بسبب التعديلات السريعة نسبيًا لهياكل رأس المال. وقد خلص الباحث إلى أن توقيت سوق الأسهم يُعد عنصرًا محددًا رئيسيًا لقرارات هيكل رأس المال على المدى القصير فقط.

دراسة (Adra and Barbopoulos, 2020)

واختبرت دراسة تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ في كل من الشركات المستحوذة والشركات المستهدفة. باستخدام عينة من ٨٤٩ عملية استحواذ محلية عامة في الولايات المتحدة خلال الفترة من يناير ٢٠٠١ إلى ديسمبر ٢٠١٤. أكدت نتائج الدراسة على دور التسعير غير الكفاء في تحفيز التداول القائم على المعلومات والذي يسمح لمديري الشركات بتطوير قرارات استحواذ تعزز القيمة والعائد. كما توصلت النتائج إلى أن تداول الأسهم الذي يظهر استجابةً للتسعير غير الكفاء في كل من الشركات المستحوذة والمستهدفة في عمليات الاندماج والاستحواذ إلى صفقات عالية التكامل.

التعليق على الدراسات السابقة

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة، أمكن للباحث التوصل إلى الاستنتاجات التالية:

- ١- الحدائة النسبية للدراسات التي تناولت التسعير غير الكفاء للأسهم وتأثيراته، نظرًا لأن دراسة Baker & Wurglei (2002) تعتبر هي حجر الأساس لنظرية توقيت السوق، ثم توالت بعدها الأبحاث التي اختبرت تأثير توقيت السوق والتسعير غير الكفاء على السياسات المالية للشركات.

- ٢- تنتمي أغلب الدراسات التي تناولت عمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات لاستغلال التسعير غير الكفاء إلى الدول والاقتصاديات المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية.
- ٣- أن نتائج الدراسات السابقة المعروضة تؤكد على تأثير التسعير غير الكفاء لأسهم الشركة على احتمال قيامها بعملية استحواذ؛ لاستغلال المبالغة في تسعير أسهمها للاستحواذ على شركة أخرى بتكلفة أقل.
- ٤- تباينت نتائج الدراسات حول سلوك توقيت السوق ومدى قدرة المديرين على استغلال التسعير غير الكفاء في التأثير على هيكل رأس المال؛ خاصةً نتائج الدراسات التي تمت في الأسواق والاقتصاديات الناشئة.
- ٥- تشير نتائج الدراسات السابقة التي تمت في الأسواق والاقتصاديات المتقدمة التساؤل والبحث حول مدى امكانية تعميم النتائج التي تم التوصل إليها على الأسواق الناشئة. كما تُلقي نتائج الدراسات السابقة التي تمت في الأسواق الناشئة بظلال من الشك حول دقة منهجية القياس التي اعتمدها هذه الدراسات وقدرتها على اكتشاف التسعير غير الكفاء وتحديد تأثيره على هيكل رأس المال.
- ٦- تتمثل الفجوة البحثية في ندرة الأبحاث والدراسات العربية -في حدود اطلاع الباحث- التي تناولت تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على كل من عمليات الاستحواذ وهيكـل رأس المال، بالإضافة إلى استخدام البحث الحالي لمقياس أكثر دقة للتسعير غير الكفاء وهو ما يمثل مساهمة للبحث الحالي في الدراسات العربية التي تتناول توقيت السوق وتأثير التقييمات السوقية على القرارات المالية بشكل عام.
- وفي ضوء التحليل السابق للدراسات السابقة، يمكن صياغة الفرضين الأساسيين للبحث على النحو التالي:
- الفرض الأول (H1):** يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للتسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ بالشركات محل الدراسة.
- الفرض الثاني (H2):** يوجد تأثير سلبي ذو دلالة للتسعير غير الكفاء للأسهم على هيكل رأس المال بالشركات محل الدراسة.

٦/١ أسلوب البحث

في ضوء مشكلة وأهداف وفروض البحث، يتمثل الأسلوب المتبع في البحث فيما يلي:

١/٦/١ مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في جميع الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، ووفقا لموقع البورصة المصرية على شبكة الإنترنت فإن إجمالي عدد الشركات المقيدة يبلغ ٢١٦ شركة . أما عينة البحث فهي عينة تحكمية تتمثل في عمليات الاستحواذ على الشركات التي تمت في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٠، ويتم تحديد مفرداتها في ضوء المحددات التالية:

١/١/٦/١ أن تكون الشركات المستحوذة مقيدة بالبورصة خلال السنة المالية التي نفذت فيها صفقة الاستحواذ، وألا تكون قد تعرضت للشطب الإلجباري أو الاختياري خلال هذه الفترة.

٢/١/٦/١ أن تتوافر البيانات المتعلقة بأسعار الأسهم وهيكل رأس المال وعمليات الاستحواذ خلال السنوات المالية محل الدراسة.

٣/١/٦/١ ألا تكون الشركة من البنوك أو شركات التأمين أو غيرها من الشركات المالية والمصرفية، نظراً لخضوع هذه الشركات لقوانين ومعايير تختلف في طبيعتها عن باقي الشركات.

٢/٦/١ أنواع ومصادر البيانات:

قام الباحث بالاطلاع على المراجع العلمية سواء العربية أو الأجنبية التي تطرقت إلى متغيرات البحث؛ سواء توافرت هذه المراجع بالمكتبة العربية أو من خلال المواقع الإلكترونية وقواعد البيانات المتخصصة؛ وذلك بهدف بناء الإطار النظري للبحث. كما اعتمدت الدراسة التطبيقية على البيانات الثانوية المنشورة في القوائم المالية والتقارير الدورية لعينة البحث واللازمة لقياس متغيرات البحث، وسيتم الحصول عليها من المصادر التالية:

١/٢/٦/١ إفصاح الشركات عن عمليات زيادة رأس المال أو الاستحواذ على الشركات.

٢/٢/٦/١ كتاب الإفصاح الصادر عن البورصة المصرية (أعداد مختلفة).

٣/٢/٦/١ دليل كومباس مصر لأسواق رأس المال (أعداد مختلفة).

٣ بتاريخ ٢٠٢٣/٤/١٤

٤/٢/٦/١ موقع البورصة المصرية على شبكة الإنترنت، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية للشركات محل الدراسة والمواقع المتخصصة في المجالات المالية.

٣/٦/١ متغيرات البحث وطرق قياسها:

١/٣/٦/١ التسعير غير الكفاء للأسهم (Stock-Mis):

لقياس التسعير غير الكفاء للأسهم تستخدم الدراسة المنهجية التي طورها (Rhodes-) Kropf, Robinson, and Viswanathan (2005; RKR) لتحويل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بطريقة تفصل مكونات التسعير غير الكفاء عن فرص النمو، على النحو التالي:

$$m - b = (m - v) \times (v - b)$$

حيث m هي القيمة السوقية لحقوق الملكية، v هي القيمة الحقيقية، b هي القيمة الدفترية لحقوق الملكية. وما يميز هذا المقياس هو اعتماده على القيمة الحقيقية للأسهم وليس على القيمة الدفترية، ويتم احتسابها من خلال المعادلة التالية:

يمكن حساب القيمة الحقيقية (V) كدالة خطية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية وصافي الدخل والرافعة المالية من خلال المعادلة التالية:

$$\ln(M_{i,t}) = \alpha_{0,j,t} + \alpha_{1,j,t} \ln(B_{i,t}) + \alpha_{2,j,t} \ln(|NI_{i,t}|) + \alpha_{3,j,t} I^- \ln(|NI_{i,t}|) + \alpha_{4,j,t} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

تشير M إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية (قبل الإعلان عن الاستحواذ)، و B إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، بينما $NI_{i,t}$ تشير إلى صافي الدخل للشركة I في الفترة t ، أما I^- فهو متغير وهمي يأخذ القيمة واحد (يساوي واحد صحيح) في حالة السنوات التي تحقق فيها الشركات صافي دخل سالب (صافي خسارة) بينما يأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك. كما تعبر $Lev_{i,t}$ عن الرافعة المالية للشركة I في الفترة t . وأخيراً، يرمز j إلى الصناعات المختلفة (Vagenas-) (Nanos, 2020, p. 97; Fu et al., 2013, p. 38).

يتم التقاط التباين في القيمة السوقية الذي لا يمكن تفسيرها من خلال العوامل المذكورة أعلاه بواسطة معامل الخطأ $\varepsilon_{i,t}$ ويعبر عن انحراف القيمة الحقيقية لحقوق الملكية عن قيمتها السوقية، ولذلك يعتبر مقياس طبيعي للتقييم غير الكفاء لسهم الشركة I في الفترة t . تكون الشركة مقومة بأعلى من قيمتها عندما يكون معامل الخطأ أكبر من الصفر.

وقد تم استخدام هذه المنهجية من قبل (Dong et al., 2012, p. 3655–3657; Warr)
(et al., 2012, p. 594–595; Kuo et al., 2018, p. 129

٣/٣/٦/١ عمليات الاستحواذ (AcqPercent):

الاستحواذ هو شراء شركة ما (عادة ما تسمى بالشركة المستحوذة) لأغلبية أسهم شركة أخرى (عادة ما تسمى بالشركة المستهدفة) وبالتالي السيطرة المالية والإدارية على أنشطة وقرارات الشركة الثانية. ويتم قياس الاستحواذ من خلال نسبة الأسهم التي تم الاستحواذ عليها إلى إجمالي أسهم الشركة المستهدفة. وقد تم استخدام هذا المقياس في دراسات متعددة منها: (بديري، ٢٠٢٠) و (Ebneth and Theuvsen, 2007, p. 382).

٤/٣/٦/١ هيكل رأس المال:

يستخدم العديد من الباحثين الرافعة المالية السوقية كمتغير لدراسة سلوكيات هيكل رأس المال. من ناحية أخرى، يجادل آخرون لاستخدام نسبة الرافعة المالية الدفترية (Lange, 2019, p. 8). تعكس الرافعة المالية الدفترية التاريخ التمويلي للشركة في حين أن الرافعة المالية السوقية موجهة إلى حد كبير بالمستقبل وتعكس تقييم السوق لنسبة الرافعة المالية. بالإضافة إلى التمييز بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية، هناك تعريفات مختلفة للرافعة المالية، والتي يمكن أن تؤدي إلى أخطاء في القياس (Abdeljawad and Mat Nor, 2017, p; 231).

تُعرف الدراسة نسبة الرافعة المالية السوقية (M-Lev) على أنها (الدين الدفترية) / (إجمالي الأصول - حقوق الملكية الدفترية + حقوق الملكية السوقية). بينما يتم تعريف نسبة الرافعة المالية الدفترية (B-Lev) على أنها (الدين الدفترية) / (إجمالي الأصول)، حيث يكون الدين الدفترية هو إجمالي الأصول مطروحًا من حقوق الملكية الدفترية. تم استخدام هذا المقياس من قبل (Abdeljawad and Mat Nor, 2017; Lange, 2019) و (عبد اللطيف، ٢٠١٢).

٥/٣/٦/١ المتغيرات الرقابية:

يتم تضمين أهم محددات هيكل رأس المال، لضمان قدرة النموذج المقترح على تفسير العلاقة بين متغيرات البحث. وقد استقرت دراسات (Abdeljawad and Mat Nor, 2017, p. 231–) (232; Allini et al., 2018, p. 302) على المحددات التالية:

- **حجم الشركة (F-size):** من المتوقع أن يؤثر حجم الشركة على هيكل رأس المال، لأن الشركات كبيرة الحجم تميل إلى أن تكون أكثر تنوعًا وأقل عرضة للإفلاس. لذا، تواجه هذه الشركات تكلفة أقل للإفلاس والتي قد تُشجع على استخدام المزيد من الرافعة المالية. يتم قياس حجم الشركة من خلال اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات.
- **الربحية (Profit):** ترتبط الربحية عكسيا بالرافعة المالية، لأن الشركات تفضل التمويل الداخلي بسبب عدم تماثل المعلومات المرتبط بالتمويل الخارجي. تُقاس الربحية من خلال: قسمة (الربح قبل الفوائد والضرائب + الإهلاك) على إجمالي الأصول.
- **الأصول الملموسة (Tang):** كلما زادت الأصول الملموسة زادت الرافعة المالية، لأن طبيعة هذه الأصول تمكن الدائنين من استخدامها كضمان للديون مما يضيفي قدر أكبر من الثقة. يتم قياس الأصول الملموسة من خلال قسمة (إجمالي الأراضي والمباني والآلات - الإهلاك) على إجمالي الأصول.

٧/١ اختبار فروض البحث:

١/٧/١ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدار لاختبار فرض الدراسة الأول:

جدول (١/١) نتائج انحدار عمليات الاستحواذ على التسعير غير الكفاء للأسهم

Variable	Dependent Variable: AcqPercent			
	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
Constant	.593	.039	15.375	.000
Stock-mis	.108	.050	2.138	.037

R-squared	.084	Adjusted R-squared	.065
Fisher test (F-stat.)	4.572**	Durbin-Watson stat	1.897
Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectivel			

يظهر الجدول (١/١) نتائج نموذج انحدار عمليات الاستحواذ AcqPercent كمتغير تابع مقياساً بنسبة الأسهم التي تم الاستحواذ عليها على التسعير غير الكفاء للأسهم Stock-mis كمتغير مستقل. يشير تحليل النتائج إلى أن هناك تأثير إيجابي ومعنوي للتسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ عند مستوى معنوية أقل من ٥%، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (٠,٢٨٩). كما تعني هذه النتيجة أن المبالغة في تسعير الأسهم تفسر ٨,٤% من التغير في المتغير التابع (عمليات الاستحواذ).

مما سبق تؤكد النتيجة السابقة صحة الفرض الأول للبحث الحالي، والذي يشير إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للتسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ. تتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة (Rhodes-Kropf et al., 2005; Van Bekkum et al., 2011; Akbulut, 2013) التي توصلت إلى أن ارتفاع التسعير غير الكفاء يزيد من احتمالية أن تكون الشركة في حالة استحواذ، وأن تكون الشركة المستحوذة، وأن تستخدم الأسهم كطريقة للدفع مقابل الاستحواذ.

٢/٧/١ تحليل ومناقشة نتائج تحليل الانحدار لاختبار فرض الدراسة الثاني:

جدول (٢/١) نتائج انحدار التسعير غير الكفاء والمتغيرات الرقابية على الرافعة المالية الدفترية

Variable	Dependent Variable: B-Lev			
	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
Constant	.620	.290	2.139	.038**
Stock-mis	-.100	.048	-.734	.467
F-size	.023	.031	2.085	.042**
Profit	-.038	.027	-1.382	.174
Tang	-.518	.427	-1.214	.231

R-squared	.152	Adjusted R-squared	.080
Fisher test (F-stat.)	2.111**	Durbin-Watson stat	1.682
Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectivel			

جدول (٣/١) نتائج انحدار التسعير غير الكفاء والمتغيرات الرقابية على الرافعة المالية السوقية

Variable	Dependent Variable: M-Lev			
	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
Constant	.064	.346	.186	.854
Stock-mis	-.128	.057	-2.237	.030**
F-size	.063	.037	1.705	.095*
Profit	-.034	.033	-1.028	.309
Tang	-1.155	.510	-2.263	.028**

R-squared	.204	Adjusted R-squared	.136
Fisher test (F-stat.)	3.015**	Durbin-Watson stat	1.801
Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectivel			

يُظهر الجدول (٢/١) أن هناك تأثير سلبي للتسعير غير الكفاء للأسهم على الرافعة المالية الدفترية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-٠,١٠٠). غير أن هذا التأثير غير معنوي عند مستوى معنوية أقل من ٥% (P=٠.467). بينما يُظهر الجدول (٣/١) أن هناك تأثير سلبي ومعنوي للتسعير غير الكفاء للأسهم على الرافعة المالية السوقية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-٠,١٢٨) عند مستوى معنوية أقل من ٥% (P=٠.030).

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، فيتضح وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة على كل من الرافعة المالية الدفترية والرافعة المالية السوقية. بينما يوجد تأثير سلبي ومعنوي للأصول الملموسة على الرافعة المالية السوقية. في حين لم تُظهر النتائج وجود تأثير معنوي لربحية الشركة على أي من الرافعة المالية الدفترية أو الرافعة المالية السوقية.

وبناءً على ما سبق، يتم قبول الفرض الثاني من فروض الدراسة جزئياً، حيث أثبتت نتائج التحليل وجود تأثير للتسعير غير الكفاء على هيكل رأس المال في الأجل القصير فقط، بينما لم تتوصل النتائج إلى أدلة تدعم هذا التأثير في الأجل الطويل.

تتفق نتيجة الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات التي تمت على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (عبد اللطيف، ٢٠١٢) و (Allini et al., 2018)، حيث لم تتوصل هاتين الدراستين إلى نتائج تدعم التأثير طويل الأجل لتوقيت السوق على هيكل رأس المال. وفي نفس السياق، خلصت دراسة (Abdeldayem and Assran, 2013) إلى أن نسبة الرافعة المالية للشركات المدرجة بالبورصة المصرية تتأثر في الأجل القصير فقط بالتقييمات السوقية الحالية لهذه الشركات. بينما لا يكون لتوقيت السوق أي تأثير طويل الأجل.

٨/١ نتائج البحث:

في ضوء نتائج الدراسة التطبيقية، أمكن التوصل إلى النتائج التالية:

١- توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ، حيث أثبتت نتائج التحليل الإحصائي أن معامل تأثير التسعير غير الكفاء على عمليات الاستحواذ قد بلغ (0.289) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية حيث $(P= 0.037)$.

٢- توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للتسعير غير الكفاء على الرافعة المالية السوقية، حيث بلغ معامل التأثير (-0.128) عند مستوى معنوية $(P= 0.030)$. بينما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي للتسعير غير الكفاء على الرافعة المالية الدفترية، فقد بلغ معامل التأثير (-0.100) عند مستوى معنوية $(P= 0.467)$.

٩/١ توصيات البحث:

في ضوء النتائج السابقة فإن الدراسة الحالية توصي بما يلي:

- ١- ضرورة متابعة مديري الشركات للتقلبات في تقييمات السوق لأسهم شركاتهم، مما يتيح لهم استغلال فرص وجود التسعير غير الكفاء للأسهم لاتخاذ قرارات استثمارية وتمويلية مواتية.
- ٢- استخدام التسعير غير الكفاء للأسهم كآلية لإحداث تأثيرات مؤقتة- على هيكل رأس المال، بما يساهم في تعظيم قيمة الشركات المصرية المدرجة بالبورصة.

١٠/١ مقترحات لأبحاث مستقبلية:

يفتح البحث الحالي مجالاً واسعاً للدراسات المستقبلية المهتمة بدراسة أثر التقييمات السوقية على القرارات الاستثمارية والقرارات المالية، كما تمثل نقطة إنطلاق للأبحاث المستقبلية حول دراسة متغيرات التمويل السلوكي بشكل عام. وهو ما يمكن توضيحه من خلال المقترحات التالية:

- ١- دراسة تأثير التسعير بأقل من القيمة الحقيقية على نشاط إعادة شراء الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية.
- ٢- دراسة تأثير التسعير بأقل من القيمة الحقيقية على احتمال أن تكون الشركة مستهدفة بالاستحواذ من قبل الشركات المبالغ في تقييمها.
- ٣- إطار مقترح لتفسير سلوك هيكل رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية في ظل نظريات توقيت السوق والتوازن وتدرج التمويل.

١١/١ مراجع البحث:

١/١١/١ المراجع العربية:

- بدير، شيماء أبو الخير أبو الخير. (٢٠٢٠). أثر إدارة الأرباح على أداء الشركات خلال عمليات الاندماج والاستحواذ في ظل الظروف السياسية في مصر - دراسة تطبيقية. رسالة ماجستير. كلية التجارة، جامعة الأزهر.
- عبد اللطيف، محمد صالح، (٢٠١٢)، "اختبار نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصري"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- عقيل، نادر البربار، (٢٠١٧)، ردود فعل أسعار الأسهم على الإعلان عن عمليات الاندماج والاستحواذ في القطاع المصرفي في المملكة المتحدة، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، مجلد ٦، عدد ١، ص ص. ٩٢-١٠٦.
- هندي، منير إبراهيم، (٢٠٠٦)، "الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف بالاسكندرية، طبعة ٢٠٠٦.

٢/١١/١ المراجع الانجليزية:

- Abdeljawad, I., and Mat Nor, F. (2017). The capital structure dynamics of Malaysian firms: timing behavior vs adjustment toward the target. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), 226-245.
- Abdeldayem, M. M., & Assran, M. S. (2013). Testing the market timing theory of capital structure: The case of Egypt. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1.
- Adra, S., & Barbopoulos, L. G. (2017). Do corporations learn from mispricing? Evidence from takeovers and corporate performance. *International Review of Financial Analysis*.
- Akbulut, M. E. (2013). Do overvaluation-driven stock acquisitions really

- benefit acquirer shareholders?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1025-1055.
- Albanez, T., and de Lima, G. A. S. F. (2014). Effects of market timing on the capital structure of Brazilian firms. *International Finance Review*, 15, 307-351.
 - Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., and Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 297-308.
 - Baker, M., and Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57, 1–32.
 - Dong, M., Loncarski, I., Horst, J. T., and Veld, C. (2012). What drives security issuance decisions: Market timing, pecking order, or both?, *Financial Management*, 41(3), 637-663.
 - Doukas, J. A., & Zhang, W. (2015). Do equity mispricing and management compensation incentives drive bank mergers?. *Review of Behavioral Finance*, Vol. 7 No. 1, pp. 2-41.
 - Ratih, D. (2019). Equity market timing and capital structure: evidence on post-IPO firms in Indonesia. *International Journal of Emerging Markets*.
 - Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.
 - Vagenas-Nanos, E. (2020). The benefits of overvaluation: evidence from mergers and acquisitions. *Financial Management*, 49(1), 91-

133.

- Van Bakkum, S., Smit, H., & Pennings, E. (2011). Buy smart, time smart: are takeovers driven by growth opportunities or mispricing?. *Financial Management*, 40(4), 911-940.
- Warr, R. S., Elliott, W. B., Koëter-Kant, J., and Öztekin, Ö. (2012). Equity mispricing and leverage adjustment costs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 589-616.
- Zaveriaeva, M., and Nechaeva, I. (2017). Impact of Market Timing on the Capital Structure of Russian Companies. *Journal of Economics and Business*, 92, 10-28.