

تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على الأداء المالي للشركات المستحوذة: دراسة  
تطبيقية على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية

The Effect Stock Mispricing on the Financial Performance of  
Acquiring Firms: 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

الأستاذ الدكتور/ أحمد مرسي الخواص

أستاذ إدارة الأعمال المساعد بالكلية

أستاذ إدارة الأعمال بالكلية

ورئيس قسم إدارة الأعمال الأسبق

ووكيل الكلية لشؤون التعليم والطلاب سابقاً

---

<sup>1</sup> 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 الأداء المالي للشركات المستحوذة خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ، وخلال ثلاث سنوات بعد الاستحواذ. **أسلوب/ منهج البحث:** استخدم البحث دراسة الحدث لقياس الأداء المالي للشركات المستحوذة. كما بلغت عينة البحث ٤٩ عملية استحواذ قامت بها ٣١ شركة مدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩. ولاختبار فروض البحث، اعتمد الباحث على أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية.

**النتائج:** توصلت نتائج البحث إلى عدم وجود تأثير معنوي لعمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المبالغ في تسعير أسهمها على العوائد غير العادية خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ. بينما أكدت النتائج على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لعمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المبالغ في تسعير أسهمها على العوائد غير العادية خلال فترة ثلاث سنوات بعد الاستحواذ. الكلمات الدالة: التسعير غير الكفاء للأسهم، عمليات الاستحواذ، الأداء المالي.

## Abstract:

**Purpose:** This research aims to examine the impact of stock mispricing on the financial performance of the acquiring firms during the period of the announcement, and three years after the acquisition.

**Design/methodology/approach:** The research used the event study to measure the financial performance of the acquiring firms. The research sample consisted of 49 acquisitions made by 31 firms listed on the Egyptian Stock Exchange during the period 2010-2019. To test the hypotheses of the study, the Structure Equation Modeling was used.

**Findings:** The results of the research concluded that acquisitions driven by stock mispricing have no significant impact on acquires' abnormal returns during the announcement period. While, acquisitions driven by stock mispricing have a positive and significant impact on acquires' abnormal returns during three years after the acquisition.

**Keywords:** Stock Mispricing, Acquisitions, and Financial performance.

## 1/ 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<sup>٢</sup> 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.

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.

وعلى الرغم من أن بعض الأبحاث قد تناولت تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ 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.

---

<sup>٢</sup> 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.

والبحث الحالي يمثل محاولة لتدعيم الجهود البحثية المحدودة -بالدراسات العربية- في مجال دراسة وتفسير أسباب ونتائج عمليات الاستحواذ؛ من خلال تحديد تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على الأداء المالي للشركات المستحوذة والمقيدة 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.

جادل (Van Bekkum et al., 2011, p. 915-917) بأنه عندما تكون أسهم الشركات التي تقدم عروض الاستحواذ مقومة بأعلى من قيمتها مقارنة بأسهم الشركات المستهدفة، فإن الشركات الراغبة في الاستحواذ قد تحقق صفقات شراء مربحة من خلال استخدام أسهمهم في تمويل صفقة الاستحواذ. وعلى هذا النحو يوفر التسعير غير الكفاء فرصة سانحة للاستحواذ على الشركات المستهدفة بأقل تكلفة من خلال الاستفادة من التمويل بحقوق الملكية المقومة بأعلى في قيمتها. كما أن الاستحواذ على أسهم الشركات المقومة بأقل من قيمتها يحمي الشركة المستحوذة من الهبوط المستقبلي في أسعار أسهمها.

وفي نفس السياق، تقترح نظرية توقيت السوق-في إطار عمليات الاستحواذ- أن الشركات ذات الأسهم المقومة بأعلى من قيمتها والتي تستحوذ على الشركات المستهدفة ذات الأسهم المقومة بأقل من قيمتها من خلال تقديم أسهمها كوسيلة لتمويل عملية الاستحواذ تخدم مصالح المساهمين على المدى الطويل. وهو ما أكدته النتائج التجريبية لدراسات كل من (Savor and Lu, 2009, p. 1061; Vagenas-Nanos, 2018, p. 39).

على الجانب الآخر، هناك جدل مستمر حول ما إذا كان المساهمون في الشركات المستحوذة يستفيدون على المدى الطويل من نشاط الاستحواذ. حيث أشار (Fu et al., 2013, p. 38) إلى أن الشركات المستحوذة التي تم تقييمها بأعلى من قيمتها لم تحقق أداءً جيداً -على المدى الطويل- بعد الاستحواذ مقارنة بالشركات التي لم تنفذ عمليات استحواذ. كما توصل (Donnelly and Hajbaba, 2014, p. 470) إلى أن الشركات التي تصدر الأسهم لتمويل عمليات الاستحواذ تحقق أداء ضعيف على المدى الطويل. مما يؤكد بأن أسهمهم مبالغ في تقييمها في وقت الاستحواذ وأن الدافع وراء الاستحواذ هو محاولة الإدارة تحقيق مكاسب عن طريق توقيت إصدار الأسهم المقومة بأعلى من قيمتها.

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. ومن ثم يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلين الرئيس التالي:

ما هو تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على الأداء المالي للشركات المستحوذة 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 الأداء المالي للشركات المستحوذة خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ.

٢/٣/١ قياس أثر التسعير غير الكفاء للأسهم على الأداء المالي للشركات المستحوذة خلال فترة ثلاث سنوات بعد الاستحواذ.

## ٤/١ أهمية للبحث:

يستمد البحث أهميته من عدة اعتبارات يقسمها الباحث الي اعتبارات علمية وعملية كما يلي:

### ١/٤/١ الأهمية العلمية للبحث:

تتبع الأهمية العلمية لهذه الدراسة من عدة إعتبارات منها ما يلي:

١/١/٤/١ إلقاء الضوء على التسعير غير الكفاء للأسهم، نظرًا للحدثة النسبية لنظرية توقيت السوق.

٢/١/٤/١ ندرة الدراسات العربية- في حدود اطلاع الباحث- التي تتناول تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على عمليات الاستحواذ وانعكاس ذلك على الأداء المالي للشركات المستحوذة.

٤/١/٤/١ تسهم الدراسة الحالية في التاصيل 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 الاستثمارية 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.

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 المساهمين 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 (Vagenas-Nanos, 2020)

اختبرت هذه الدراسة فرض توقيت السوق في عمليات الاستحواذ، من خلال تحليل الأداء طويل الأجل لأسهم الشركات المستحوذة التي تستغل أسهمها المقومة بأعلى من قيمتها في الاستحواذ على شركات مستهدفة مقومة بأقل من قيمتها نسبياً. تكونت عينة الدراسة من عمليات الاستحواذ الأمريكية التي تم الإعلان عنها في الفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠١٦. تشير النتائج التي توصلت إليها إلى أن هناك تأثير إيجابي يتراوح بين ١٥٪ و ٢٨٪ لفترة سنتين إلى خمس سنوات بعد إعلان الاستحواذ للشركات التي استغلت المبالغة في التقييم من خلال القيام بعمليات استحواذ بالأسهم مقابل تلك التي لم تفعل ذلك. كما أكدت النتائج على أن المساهمين في الشركات المستحوذة يمكن أن يستفيدوا إذا قاموا بشراء شركات مستهدفة ذات أسهم مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية.

### دراسة (Adra and Barbopoulos, 2020)

استهدفت هذه الدراسة تحليل دور التسعير غير الكفاء للشركات المستحوذة في تحفيز أنشطة التداول وانعكاس ذلك على العوائد غير العادية لعمليات الاستحواذ. باستخدام مجموعة بيانات تغطي ٨٤٩ عملية استحواذ محلية عامة في الولايات المتحدة خلال الفترة ٢٠٠١ إلى ٢٠١٤. أظهرت النتائج أيضاً أن نشاط التداول في أسهم الشركة المستحوذة والشركة المستهدفة - لا سيما عندما تكون هذه الأسهم خاضعة للتسعير غير الكفاء المؤقت - يقدم مؤشراً هاماً على زيادة العوائد غير العادية للمستحوذ خلال فترة الإعلان فقط، بينما لا يوجد تأثير على هذه العوائد غير العادية في فترة ما بعد الإعلان عن الاستحواذ.

### دراسة (Cui and Leung, 2020)

باستخدام عينة من عمليات الاندماج والاستحواذ في الولايات المتحدة خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٢ ، توصلت الدراسة إلى أن كلاً من الأداء التشغيلي بعد الاستحواذ وأداء عائد السهم على المدى الطويل يرتبطان بشكل إيجابي ومعنوي بالقدرة الإدارية للشركات المستحوذة. تشير هذه النتائج إلى أن المعرفة والمهارات والخبرة التي يتمتع بها فريق الإدارة ضرورية لتحقيق فوائد ووفورات التكامل، وأن الاستحواذ على شركات ذات قدرة إدارية أعلى من المرجح أن يحقق نتائج مرغوبة في عمليات الدمج والاستحواذ. خلصت النتائج إلى أن القدرة الإدارية هي عامل مهم في شرح الاختلافات في أداء ما بعد الاستحواذ.

### دراسة (عقيل، ٢٠١٧)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ردود أفعال سوق الأسهم نتيجة الإعلان عن عمليات الاندماج والاستحواذ، وذلك باستخدام منهجية دراسة الحدث. كما قيّمت الدراسة تأثير هذه العمليات على أسعار الأسهم المدرجة في بورصة لندن داخل القطاع المصرفي في المملكة المتحدة. أشارت نتائج الدراسة إلى أن هناك عوائد غير عادية تراكمية للبنوك المستحوذة كانت أعلى من البنوك المستهدفة، بالإضافة إلى تقلبات واضحة في أسعار الأسهم في البنوك المستهدفة قبل أي إعلان اندماج أو استحواذ. على العكس من ذلك، تظهر أسهم البنوك المستحوذة قليلاً من التذبذب قبل أي إعلان، واتجاهها تصاعدياً إيجابياً لقيمة العوائد غير العادية التراكمية خلال الفترة الزمنية بعد (٢ - ١٦) يوماً من تاريخ الإعلان.

### دراسة (محمد، ٢٠١٦)

تمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في تحديد تأثير الإعلان عن عمليات الاستحواذ على قيمة الشركات المستحوذة والمقيدة بالبورصة المصرية. وقد بلغ عدد الشركات في عينة الدراسة ٣١ شركة قامت بعملية استحواذ خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٤. توصلت نتائج الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير معنوي للإعلان عن صفقات الاستحواذ على مستوى العائد المحقق على أسهم الشركات المستحوذة خلال فترة الإعلان. بينما يوجد تأثير معنوي للإعلان عن الاستحواذ على مستوى العائد المحقق على أسهم الشركات المستحوذة في الأجل الطويل.



### دراسة (Doukas and Zhang, 2015)

استهدفت هذه الدراسة قياس أثر عمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المقومة بأعلى من قيمتها على العوائد غير العادية خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ، وعلى الأداء المالي طويل الأجل بعد الاستحواذ. ومن خلال تحليل بيانات عملية استحواذ مكتملة قامت بها بنوك أمريكية يتم تداول أسهمها في بورصات NYSE, AMEX, or NASDAQ خلال الفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠٠٦. توصل النتائج إلى أن الشركات المستحوذة المقومة بأعلى من قيمتها تحقق عوائد أقل خلال فترة الإعلان؛ وتفشل في تحقيق مكاسب وفورات اقتصادية؛ حيث يحققون أداء ضعيف على المدى الطويل؛ ويكافئون كبار مديريهم بزيادات كبيرة في التعويضات بعد عمليات الاندماج.

### دراسة (Fu, et al., 2013)

حللت هذه الدراسة عمليات الاستحواذ في الولايات المتحدة التي تم الإعلان عنها واستكمالها بين عامي ١٩٨٥ و ٢٠٠٦. شملت العينة النهائية على ١,٣١٩ عملية ممولة بالأسهم و ٦٧١ عملية ممولة نقدًا. أشارت نتائج الدراسة إلى أن المستحوذين ذوي الأسهم المبالغ في تسعيرها يحققون تكامل أو وفورات سلبية في سنوات ما بعد الاستحواذ مما يؤدي إلى انخفاض كبير في الأداء التشغيلي. ينتج عن هذا انخفاض كبير في قيمة أسهم الشركة المستحوذة خلال فترة تقديم العطاء وعوائد سلبية غير عادية للسهم على المدى الطويل والتي تبدو أكبر من اللازم لتصحيح المبالغة في التقييم المسبق. أظهرت النتائج أيضًا أن الرؤساء التنفيذيين المستحوذين يحصلون على مكافآت كبيرة لأنفسهم على الرغم من الأداء الضعيف لمساهميهم، مما يسلب الضوء على مشكلات الوكالة التي من المحتمل أن تتفاقم بسبب ضعف حوكمة الشركات.

### دراسة (Akbulut, 2013)

فحصت هذه الدراسة تأثير عمليات الاستحواذ بالأسهم المدفوعة بالمبالغة في التقييم على ثروة المساهمين المستحوذين على المدى الطويل، من خلال عينة مكونة من ١١,٧٩٦ صفقة استحواذ من قبل الشركات المتداولة في البورصة خلال الفترة من ١٩٩٣ إلى ٢٠٠٩. أظهرت النتائج أنه على المدى القصير، تحقق الشركات المستحوذة ذات الأسهم المبالغ في تسعيرها عوائد إعلان سلبية. قد تكون هذه العوائد السلبية بسبب التصحيح الجزئي للمبالغة في تقييم المستحوذ عند الإعلان. على المدى الطويل، تشير النتائج أنه في غضون ثلاث سنوات، كان أداء الشركات

المبالغ في تسعيرها والتي قامت بعمليات استحواذ أقل معنويًا من أداء الشركات المبالغ في تسعيرها والتي لم تنفذ أي بعمليات استحواذ خلال نفس الفترة. وخلصت الدراسة إلى أنه لا يبدو أن عمليات الاستحواذ بالأسهم المدفوعة بالمبالغة في التقييم تخلق قيمة للمساهمين؛ في الواقع، إنها تدمر قيمة المساهمين على المدى القصير والطويل.

#### دراسة (Lin et al., 2011)

تمثل الهدف من هذه الدراسة في تحليل العلاقة بين التسعير غير الكفاء للأسهم وأداء الشركات بعد الاستحواذ. ركزت الدراسة على عمليات الاستحواذ التي استخدمت الأسهم كمصدر وحيد لتمويل الاستحواذ. بلغت عينة الدراسة ٥٩٧ عملية استحواذ بالأسهم قامت بها الشركات الأمريكية بين عامي ١٩٨٤ و ٢٠٠٦. أظهرت النتائج أن الشركات المستحوذة التي استخدمت الأسهم المبالغ في تقديرها لتمويل الاستحواذ قد حققت أداء ضعيف بشكل معنوي على المدى الطويل بعد الاستحواذ. على وجه التحديد، يتم اكتشاف العوائد السلبية غير العادية على المدى الطويل بشكل أساسي عندما تكون المبالغة في التسعير مرتفعة قبل الاستحواذ، في حين أن الشركات المستحوذة التي ينخفض لديها مستوى المبالغة في تسعير الأسهم لا يواجهون أي عوائد غير عادية سلبية.

#### دراسة (Savor and Lu, 2009)

تمثل الهدف الرئيسي من الدراسة في تحديد ما إذا كانت عمليات الاستحواذ التي تستخدم الأسهم المبالغ في تقييمها تخلق قيمة لمساهمي الشركة المستحوذة على المدى الطويل. بلغت العينة النهائية للدراسة ٢,١٢٨ عملية استحواذ خلال الفترة من ١٩٦٢ إلى ٢٠٠٠. تشير النتائج إلى أن عمليات الاستحواذ بالأسهم تخلق قيمة لمساهمي الشركة المستحوذة على المدى الطويل. كما أظهرت النتائج أن أداء مقدمي عروض الاستحواذ غير الناجحين أقل من أداء مقدمي عروض الاستحواذ الناجحين بطريقة مجدية اقتصاديًا وذات دلالة إحصائية. على مدى أفق مدته عام واحد، يكون متوسط العائد غير العادي للمستحوذين الفاشلين أقل بنسبة ١٣,٦٪ من المستحوذين الناجحين، وينمو هذا الفارق إلى ٢٢,٢٪ لمدة عامين و ٣١,٢٪ لمدة ثلاثة أعوام.

## التعليق على الدراسات السابقة

وفي ضوء استعراض الدراسات السابقة، أمكن للباحث التوصل إلى الاستنتاجات التالية:

١- اتفاق هذه الدراسات على أن إعلانات الاستحواذ المدفوعة بالمبالغة في تقييم الأسهم تحقق عوائد غير عادية سلبية وقت الإعلان.

٢- بينما تتضارب نتائج هذه الدراسات فيما يتعلق بأداء الشركات المستحوذة على المدى الطويل؛ حيث يمكن التمييز بين النتائج التالية:

- توصلت دراسات ( Savor and Lu, 2009; Vagenas-Nanos, 2020; Adra and Barbopoulos, 2020) و (محمد، ٢٠١٦) إلى أن عمليات الاستحواذ المدفوعة باستغلال المبالغة في تقييم الأسهم تضيف إلى ثروة المساهمين بالشركات المستحوذة، من خلال التأثير إيجابياً على الأداء المالي بعد الاستحواذ.

- بينما توصلت دراسات ( Lin et al., 2011; Akbulut, 2013; Fu, et al., 2013; Doukas and Zhang, 2015) إلى أن الشركات المستحوذة تشهد عوائد غير عادية سلبية على المدى الطويل بعد عمليات الاستحواذ.

٣- تظهر الفجوة البحثية في تضارب وتعارض نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بتأثير عمليات الاستحواذ -المدفوعة باستغلال التسعير غير الكفاء للأسهم- على الأداء المالي طويل الأجل للشركات المستحوذة، فضلاً عن ندرة الدراسات العربية التي تستخدم مقياس (Rhodes-Kropf et al., 2005) لقياس التسعير غير الكفاء للأسهم.

وبناءً على ما سبق، يهدف الباحث إلى اختبار أثر عمليات الاستحواذ على الأداء المالي

للشركات المستحوذة في الأجل القصير وفي الأجل الطويل من خلال صياغة الفرضين التاليين:

**الفرض الرئيس الأول (H1):** تحقق عمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المبالغ في

تسعير أسهمها عوائد غير عادية سلبية خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ.

**الفرض الرئيس الثاني (H2):** تحقق عمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المبالغ في

تسعير أسهمها عوائد غير عادية إيجابية خلال فترة ثلاث سنوات بعد الاستحواذ.

## ٦/١ منهج 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 الإجباري أو الاختياري خلال هذه الفترة.

٢/١/٦/١ أن تتوفر البيانات المتعلقة بأسعار الأسهم وعمليات الاستحواذ والأداء المالي 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 الدراسة 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) لتحليل نسب 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:

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

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: (بدير، ٢٠٢٠) و (Ebneth and Theuvsen, 2007, p. 382).

### ٤/٣/٦/١ الأداء المالي:

تعتمد دراسة الحدث على منهج القيمة السوقية للأسهم بهدف قياس تأثير حدث معين (عمليات الاستحواذ) على الأداء المالي للشركات وتحديد استجابة السوق لهذه العمليات (عقيل، ٢٠١٧، ص. ٩٨). وتقوم دراسة الحدث على منهجين أساسيين، هما:

### ١- دراسة الحدث للأجل القصير (CAAR):

يتم استخدام دراسة الحدث للأجل القصير لدراسة وتحليل العوائد غير العادية لأسهم الشركات المستحوذة حول تاريخ الإعلان عن الاستحواذ. وقد تم استخدام هذه المنهجية في دراسات (الجبالي، وآخرون، ٢٠١١، ص. ٢٦؛ محمد، ٢٠١٥، ص. ٨٧؛ عبد العزيز، ٢٠١٥، ص. ٣٤٦)، وذلك باتباع الخطوات التالية:

- تحديد فترة الحدث: تم الاعتماد على نافذة حدث قصيرة عبارة عن يوم قبل الحدث (الاستحواذ) ويوم وقوع الحدث ويوم بعد الحدث. وبذلك، بلغت فترة الحدث ثلاثة أيام (+١، -١).
- حساب العوائد العادية (Normal Returns).

- حساب العوائد المتوقعة (Expected Returns).
- حساب العوائد غير العادية (Abnormal Returns).
- حساب متوسط العوائد غير العادية التراكمية Cumulative Average Abnormal Returns.

## ٢- دراسة الحدث للأجل الطويل (BHAR):

تستخدم الدراسة الحالية طريقة العوائد غير العادية السنوية للشراء والاحتفاظ، والتي تستمد منهجها من الاستراتيجية الاستثمارية والتي تسمى باستراتيجية الشراء والاحتفاظ (Buy And Hold Strategy).

وقد تم استخدام هذه النهج من قبل العديد من الدراسات السابقة ومنها: (Donnelly and Hajbaba, 2014; Fu et al., 2013; Vagenas-Nanos, 2020) بالإضافة إلى دراسة (محمد، ٢٠١٦) على سوق الأوراق المالية المصرية.

## ٤/٦/١ الأساليب الإحصائية المستخدمة:

يعتمد اختبار صحة فرضي البحث على استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

- أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية لتحليل المسار (Path Analysis)، واختبار معاملات المسار بين متغيرات نموذج الدراسة باستخدام البرنامج الإحصائي (AMOS 22) الذي يوضح التأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة بين كافة المتغيرات التي يشملها النموذج.
- أسلوب (Bootstrap) الذي يعمل على عزل التأثيرات المباشرة عن التأثيرات غير المباشرة فضلاً عن أنه يحدد مستوى معنوية هذه التأثيرات.

٧/١ اختبار فروض البحث:

جدول (١/١) معايير تقييم جودة توفيق النموذج الهيكلي الثاني

م	المؤشرات الإحصائية	القيمة
١	كا <sup>٢</sup> المعياري chi-square	53.375
٢	جودة التوفيق GFI	.859
٣	جودة التوفيق المتزايد IFI	.871
٤	جودة التوفيق توكر لويس TLI	.657
٥	جودة التوفيق المقارن CFI	.839
٦	الجذر التربيعي لمتوسط مربعات البواقي RMR	.042
٧	الجذر التربيعي لمتوسط مربع خطأ التقدير RMSEA	.123

المصدر : إعداد الباحث في ضوء البرنامج الإحصائي.

تؤكد قيم جميع المؤشرات الواردة في الجدول (١/١) على أن جميع المؤشرات بالحدود المقبولة إحصائياً، بالإضافة إلى تدنى مما يدل على تدني أخطاء النموذج الهيكلي المقترح ومن ثم جودة توفيقه وإمكانية مطابقته للنموذج المقدر. وبناءً على ذلك، يمكن القول بأن النموذج الهيكلي المقترح يمكن الاعتماد على نتائجه في اختبار فروض البحث.

جدول (٢/١) الآثار المعيارية الكلية المباشرة وغير المباشرة للتسعير غير الكفاء على الأداء المالي

المتغيرات	الأداء المالي قصير الأجل	الأداء المالي طويل الأجل
- التأثير المباشر التسعير غير الكفاء للأسهم ← الأداء المالي	-.021	.116
- التأثير غير المباشر التسعير غير الكفاء ← الاستحواذ ← الأداء المالي	-.062	.083
- التأثير الكلي المباشر وغير المباشر التسعير غير الكفاء للأسهم ← الأداء المالي	-.083	.199

المصدر: إعداد الباحث في ضوء التحليل الإحصائي.



جدول (٣/١)

اختبار معنوية التأثيرات غير المباشرة باستخدام اختبار Bootstrap- Two Tailed Significance (BC)

BHAR	CAAR	Acq-Percent	المتغيرات
.032**	.199	...	Stock-Mis
...	...	...	Acq-Percent

المصدر: إعداد الباحث في ضوء التحليل الإحصائي.

١/٧/١ نتيجة اختبار الفرض الأول:

تناول الفرض الدور الوسيط لعمليات الاستحواذ في العلاقة بين التسعير غير الكفاء للأسهم والأداء المالي قصير الأجل (عند الإعلان عن الاستحواذ) للشركات المستحوذة.

يشير الجدول (٢/١) إلى أن التأثير المباشر للتسعير غير الكفاء (Stock-Mis) على الأداء المالي قصير الأجل قد بلغ معامل (-0.021) وهو تأثير معنوي عند مستوى معنوية أقل من (0,05). بينما هناك تأثير غير مباشر للتسعير غير الكفاء على الأداء المالي قصير الأجل قد بلغ (-0.052) وذلك من خلال عمليات الاستحواذ كمتغير وسيط.

يتضح من النتيجة السابقة أن هناك تأثيرًا غير مباشر ضعيف لعمليات الاستحواذ على العلاقة بين التسعير غير الكفاء و الأداء المالي قصير الأجل للشركات المستحوذة. إلا أن أسلوب تحليل المسار لا يكشف معنوية التأثير الوسيط، لذا يمكن استخدام أسلوب (Bootstrap) الذي يعمل على تحديد مستوى معنوية التأثيرات غير المباشرة، وذلك على النحو التالي:

يشير اختبار معنوية التأثير الوسيط لعمليات الاستحواذ على العلاقة بين التسعير غير الكفاء للأسهم والأداء المالي قصير الأجل للشركات المستحوذة في الجدول (٣/١) إلى أن هذا التأثير غير معنوي. وبناءً على ذلك، يتم رفض الفرض الأول من فروض البحث والذي يشير إلى تحقيق عمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المبالغ في تسعير أسهمها لعوائد غير عادية سلبية خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ.

## ٢/٧/١ نتيجة اختبار الفرض الثاني:

تناول الفرض السادس التأثير الوسيط لعمليات الاستحواذ على العلاقة بين التسعير غير الكفاء للأسهم والأداء المالي طويل الأجل بعد الاستحواذ.

يشير الجدول (٢/١) إلى أن التأثير المباشر للتسعير غير الكفاء للأسهم على الأداء المالي طويل الأجل قد بلغ معامل (116)، وهو تأثير معنوي عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥). كما أن هناك تأثيراً غير مباشر للتسعير غير الكفاء للأسهم على الأداء المالي طويل الأجل قد بلغ معامل (083). وهذا التأثير يتحقق من خلال عمليات الاستحواذ (المتغير الوسيط). وبالتالي نلاحظ أن تأثير التسعير غير الكفاء للأسهم على الأداء المالي طويل الأجل يكون أكبر في ظل توسط عمليات الاستحواذ.

يتضح من النتيجة السابقة أن هناك تأثيراً غير مباشر إيجابي لعمليات الاستحواذ على العلاقة بين التسعير غير الكفاء و الأداء المالي طويل الأجل للشركات المستحوذة. وللحكم على معنوية هذا التأثير يتم الاستناد إلى نتائج اختبار معنوية التأثيرات غير المباشرة ( Bootstrap - Two Tailed Significance (BC).

يشير اختبار معنوية التأثير الوسيط لعمليات الاستحواذ على العلاقة بين التسعير غير الكفاء للأسهم والأداء المالي طويل الأجل للشركات المستحوذة إلى أن هذا التأثير معنوي وإيجابي. وبناءً على ذلك، يتم قبول الفرض الثاني من فروض الدراسة والذي يشير إلى أن عمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المبالغ في تسعير أسهمها تحقق عوائد غير عادية إيجابية خلال فترة ثلاث سنوات بعد الاستحواذ.

## ٨/١ نتائج البحث:

في ضوء نتائج اختبار فرضي البحث، ، أمكن التوصل إلى النتائج التالية:

١- توصل البحث إلى عدم وجود تأثير معنوي لعمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المبالغ في تسعير أسهمها على العوائد غير العادية خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ.

٢- بينما أكدت النتائج على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لعمليات الاستحواذ التي تقوم بها الشركات المبالغ في تسعير أسهمها على العوائد غير العادية المحققة خلال فترة ثلاث سنوات بعد الاستحواذ.

تتفق نتيجة الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه دراسة (محمد، ٢٠١٦، ص. ١٢٢) بأنه لا يوجد تأثير معنوي للإعلان عن صفقات الاستحواذ على مستوى العائد المحقق على أسهم الشركات المستحوذة حول تاريخ الحدث. بينما يوجد أثر معنوي للإعلان عن صفقات الاستحواذ على مستوى العائد المحقق على أسهم الشركات المستحوذة في الأجل الطويل.

وفي نفس السياق، أظهرت نتائج تحليل بدراسة (Vagenas-Nanos, 2020, p. 93) أن هناك تأثير إيجابي يتراوح بين ١٥٪ إلى ٢٨٪ لفترة سنتين إلى خمس سنوات بعد إعلان الاستحواذ للشركات التي استغلت المبالغة في التقييم من خلال القيام بعمليات استحواذ على الأسهم. كما توصلت نتائج الدراسة (Savor and Lu, 2009, p. 1094) إلى أن المستحوذين الذين يتم تمويلهم بالأسهم يخلقون قيمة لمساهمتهم على المدى الطويل وأن إحدى الآليات التي يفعلون بها ذلك هي استخدامهم لحقوق الملكية المبالغ في قيمتها لشراء الأصول الثابتة بخضم فعال.

على الجانب الآخر، تتعارض نتائج الدراسة الحالية مع ما أشارت نتائج (Fu et al., 2013, p. 38) بأن المستحوذين ذوي الأسهم المقومة بأعلى من قيمتها يدفعون علاوة استحواذ عالية للشركات المستهدفة ويولدون وفورات اقتصادية سلبية في سنوات ما بعد الاستحواذ (مما يؤدي إلى انخفاض كبير في الأداء التشغيلي). ينتج عن هذا انخفاض كبير في قيمة أسهم الشركة المستحوذة خلال فترة تقديم عرض الاستحواذ وعوائد سلبية غير عادية للسهم على المدى الطويل والتي تبدو أكبر من اللازم لتصحيح المبالغة في التقييم المسبق.

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- قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بإلزام الشركات المقدمة لعرض الاستحواذ والشركات المستهدفة بالإعلان عن الاستحواذ وفق ضوابط محددة حتى يمكن قياس استجابة السوق لإعلانات الاستحواذ بدقة أكبر.

٣- استخدام نوافذ حدث كبيرة أو متوسطة عند محاولة قياس رد فعل سوق الاوراق المالية المصرية نحو الأحداث والإعلانات الهامة في الأجل القصير.

١٠/١ مقترحات لأبحاث مستقبلية:

يفتح البحث الحالي مجالاً واسعاً للدراسات المستقبلية المهمة 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 مقارنة بين الأداء المالي للشركات المبالغ في تسعيرها والتي قامت بعمليات استحواذ وشركات مماثلة مبالغ في تسعيرها ولم تقم بعمليات استحواذ خلال نفس الفترة.

٢- دراسة تأثير القدرات الإدارية على الأداء التشغيلي للشركات المستحوذة.

٣- تأثير الحوافز الإدارية على العلاقة بين التسعير غير الكفاء للأسهم والقرارات الاستثمارية بالشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

11/ مراجع البحث:

أولاً: 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 العزيز، غريب محمد محمد. (٢٠١٥). أثر الإعلان عن حدث اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية. جامعة قناة السويس، كلية التجارة. مج ٦: ٣٥٨-٣٣٨.
- عقيل، نادر البريار، (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.
- محمد، أحمد عبد الحكيم أحمد. (٢٠١٦). تأثير الإعلان عن عمليات الاستحواذ وفقاً لنوعية قرارات تمويلها على قيمة الشركات المستحوذة والمقيدة بالبورصة المصرية. بحث مقدم للحصول على درجة دكتوراة إدارة الأعمال المهنية. جامعة القاهرة، كلية التجارة.
- هندي، منير إبراهيم، (٢٠٠٦)، "الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف بالاسكندرية، طبعة ٢٠٠٦.

ثانياً: المراجع الانجليزية:

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.
- Cui, H., & Leung, S. C. M. (2020). The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1), 100185.
- 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.
- Donnelly, R., & Hajbaba, A. (2014). The acquisition puzzle and mispricing: evidence of over-optimism. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 10 No. 4, pp. 470-493.
- 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.
- Ebneth, O., & Theuvsen, L. (2007). Large mergers and acquisitions of European brewing groups—event study evidence on value creation. *Agribusiness: An International Journal*, 23(3), 377-406.
- Fu, F., Lin, L., & Officer, M. S. (2013). Acquisitions driven by stock overvaluation: Are they good deals?. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 24-39.
- Lin, H. C., Chou, T. K., & Cheng, J. C. (2011). Does market misvaluation drive post-acquisition underperformance in stock deals?. *International Review of Economics & Finance*, 20(4), 690-706.
- Savor, P. G., & Lu, Q. (2009). Do stock mergers create value for acquirers?. *The Journal of Finance*, 64(3), 1061-1097.
- 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.