



جامعة مؤتة
كلية الدراسات العليا

أثر الاندماج على القيمة السوقية للشركة (حالة الشركات المدرجة في بورصة عمان)

إعداد

روان جميل الطراونة

إشراف

الدكتور زياد العمرو

رسالة مقدمة إلى كلية الدراسات العليا
استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة
الماجستير في المحاسبة/ قسم المحاسبة

جامعة مؤتة، 2020

الآراء الواردة في الرسالة الجامعية لا تُعبّر
بالضرورة عن وجهة نظر جامعة مؤتة



قرار إجازة رسالة جامعية

تقرر إجازة الرسالة المقدمة من الطالب
روان جميل ابراهيم الطراونه
والموسومة بـ: اثر الاندماج على القيمة السوقية للشركة (حالة الشركات
المدرجة في بورصة عمان

استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة
الماجستير المحاسبة
في
القسم: المحاسبة
٢٠٢١/٠١/١٤
في تاريخ
قرار رقم ٣/٢٠٢١
من الساعة ١٢ إلى الساعة ٢

التوقيع

أعضاء اللجنة:

مشرفا ومقررا

عضوا

عضوا

عضو خارجي

د. زياد عوده ابيه العمايده

د. رياض مصلح ضيف الله الشقاحين

د. محمد صالح سالم الطراونه

د. محمود احمد السحيمات

عميد كلية الدراسات العليا

أ.د. عمر المعاينة

Adul Gallon



الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: (ما أنعم الله على عبد نعمة فقال الحمد لله، إلا كان الذي أعطاه أفضل مما أخذ).

الحمد لله حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه

أهدي هذا النجاح والتميز

إلى روح جدتي الطاهرة " كاملة " ...

إلى من ساندتني في صلاتها ودعائها إلى من سهرت الليالي تنير دربي إلى من تشاركني أفراحي وأسأتي إلى أجمل ابتسامة في الحياة أُمي الغالية حفظها الله .

إلى من بذل جهد السنين من أجل أن اعتلي سلم النجاح إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة إلى من سعى لأجل راحتي ونجاحي إلى أعظم واعز رجل في الكون أبي الغالي حفظه الله .

إلى سندي الذين اعتر بوجودهم أخوتي .

إلى جميع الأحبة والأصدقاء وإلى كل من قدم لي الدعم والعون والمساعدة في إنجاز هذه الرسالة

وأخيراً إلى الصرح العلمي الذي تبنى هذا الانجاز جامعتي "جامعة مؤتة" السيف والقلم إليكم أهدي هذا الجهد والعمل المتواضع، وأسأل الله العظيم أن ينفع به....

روان جميل الطراونة

الشكر والتقدير

الحمد لله حمد الشاكرين، والصلاة والسلام على أفضل الانبياء والمرسلين وعلى آل بيته الطيبين الطاهرين، وإيماناً بقوله تعالى (وَمَنْ شَكَرَ فَإِنَّمَا يَشْكُرُ لِنَفْسِهِ ۖ وَمَنْ كَفَرَ فَإِنَّ رَبِّي غَنِيٌّ كَرِيمٌ) (سورة النمل: الآية 40) أشكر الله سبحانه وتعالى الذي وفقني وألهمني الصبر والطموح والثبات وسدد خطاي على اتمام هذه الرسالة.

كما اتقدم بالشكر والعرفان إلى الدكتور زياد العمرو والسادة اعضاء لجنة المناقشة الدكتور رياض الحمائدة والدكتور محمد الطراونة والدكتور محمود السحيمات لتفضلهم بقبول المناقشة وعلى ما بذلوه من جهد في قراءة الرسالة ونقدها البناء، وتفضلهم بالحضور لمناقشتها مما زادني فخراً وتشريفاً.

روان جميل الطراونة

قائمة المحتويات

أ	الإهداء
ب	الشكر والتقدير
ج	قائمة المحتويات
هـ	قائمة الجداول
و	قائمة الأشكال
ز	الملخص باللغة العربية
ح	الملخص باللغة الانجليزية
1	الفصل الاول: الاطار العام للدراسة
1	1.1 المقدمة
2	2.1 هدف الدراسة
2	3.1 مشكلة الدراسة
3	4.1 أهداف الدراسة
3	5.1 أهمية الدراسة
4	6.1 أنموذج الدراسة
5	7.1 فرضيات الدراسة
5	8.1 لمحة عن اندماج الشركات
6	9.1 منهجية الدراسة
7	10.1 أقسام الدراسة
8	الفصل الثاني : الاطار النظري والدراسات السابقة
8	2.2 الاطار النظري
25	2.2 الدراسات السابقة
39	الفصل الثالث: المنهجية والتصميم
39	1.3 منهجية الدراسة
40	2.3 مجتمع وعينة الدراسة

40	3.3 طرق جمع البيانات
41	4.3 الأساليب الاحصائية المستخدمة لمعالجة البيانات
41	5.3 حدود الدراسة
42	6.3 البيانات الديموغرافية
47	الفصل الرابع: عرض النتائج ومناقشتها والتوصيات
54	1.4 مناقشة النتائج
58	2.4 التوصيات
60	المراجع

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1.3	القطاعات التي تتضمنها الدراسة	42
2.3	عدد مرات الاندماج التي حصلت حسب القطاعات	43
3.3	اندماج الشركات مع شركات من نفس القطاع او من قطاع آخر	44
1.4	المتوسط الحسابي لقيمة الأسهم و حقوق المساهمين حسب نوع الاندماج من حيث التنوع	48
2.4	اختبار مقارنة حقوق المساهمين، قيمة الأسهم، و مقسميهما بناءا على التنوع	48
3.4	أثر الاندماج على قيمة الشركة	50
4.4	اثر حقوق المساهمين على قيمة الشركة	52
5.4	اثر الأرباح على قيمة الشركة	52
6.4	اثر التنوع على قيمة الشركة	53
7.4	اثر الاندماج على قيمة الشركة	54
8.4	نتائج الفرضيات الفرعية	54

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1.1	أنموذج الدراسة	4
1.3	عدد الشركات من كل قطاع	42
2.3	عدد مرات الاندماج التي حصلت حسب القطاعات	43
3.3	اندماج الشركات مع شركات من نفس القطاع او من قطاع آخر	44
4.3	انموذج الدراسة	45
1.4	أرباح الشركات قبل و بعد الاندماج	47

الملخص

أثر الاندماج على القيمة السوقية للشركة (حالة الشركات المدرجة في بورصة عمان)
هدفت الدراسة إلى قياس مدى أثر اندماج الشركات على القيمة السوقية للشركة (الشركات المساهمة الأردنية العامة المدرجة في بورصة عمان) باستخدام نموذج Ohlson، حيث اشتملت الدراسة على الشركات المساهمة العامة من جميع القطاعات (الصناعي، المالي، الخدمي) المدرجة ضمن بورصة عمان والتي انطبقت عليها شروط الدراسة خلال فترة ستة سنوات و حيث تمثلت (ثلاث سنوات قبل سنة الاندماج و ثلاث سنوات بعد سنة الاندماج).

اعتمدت الباحثة في جمع البيانات والمعلومات الخاصة في استكمال موضوع الدراسة على المصادر الثانوية ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي حيث تم إدخال البيانات التي تم جمعها الى برنامج (SPSS 22) برنامج التحليل الإحصاء الوصفي والبيانات الديموغرافية.

واستخدمت أيضا برمجية (STATA15)، الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات الدراسة وتأثير كل من المتغيرات الدراسة على قيمة الشركة للإجابة على تساؤلات الدراسة واستخلاص نتائجها وتقديم بعض التوصيات بناءً على نتائج الدراسة.

ولقد توصلت الدراسة الى عدة نتائج وأهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير مجموع حقوق المساهمين على قيمة الشركة ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير الارباح على قيمة الشركة ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير التنوع على قيمة الشركة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير الاندماج على قيمة الشركة حيث كانت جميع العلاقات إيجابية باستثناء التنوع الذي أظهر أثر سلبي على قيمة الشركة .

كما قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات أهمها: ضرورة عمل دراسة علمية مركزة من قبل لجان اندماج مختصة قبل الانخراط في عمليات الاندماج مع الشركات الأخرى لتفادي الوقوع باندمجات فاشلة او اندماج مع شركات ضعيفة التي تؤدي الى ضعف الأداء المالي وربما قد تصل الى مرحلة الإفلاس والتصفية، ايضا ضرورة القيام بدراسة شاملة لأوضاع الشركات الراغبة في الاندماج من كافة الجوانب المالية والإدارية وذلك قبل تحديد القيم العادلة للأصول والخصوم لكل شركة.

Abstract
The Impact of Business Merge on the Market Value of the Company
(The Case of Jordanian Listed Companies)

Rawan Jameel Al-Tarawneh
Mutah University, 2020

This study aimed to measure the impact of the companies' merger on the firm value (measured by market values of common shares) by using the Ohlson model for companies listed on the Amman Stock Exchange.

The data represented the study sample for public shareholding companies across all sectors (industrial, financial, service) listed on the Amman Stock Exchange, for a period of six years that included (three years before the year of merger and three years after the year of merger).

In collecting data and information on the subject, the researcher relied on secondary sources to complete the study topic. In order to achieve the objectives of the study, a descriptive and analytical approach were used. The collected data was entered into the (spss22) program for the purpose of analyzing descriptive statistics and demographic data.

The program (stata 15), simple linear regression, was also used to test the hypotheses of the study by examining the effect of each of study variables on the firm value, which ultimately assists in answering the questions of this study, drawing its results and making relevant recommendations based on the findings.

This study reached to numerous results, the most important of which, is the existence of a statistically significant relationship to the effect of the merger on firm value. It was also found that there is a statistically significant impact of the book value of equity on the firm value.

الفصل الاول

الاطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

نتيجةً للتطوُّر المستمر في الحياة الاقتصادية وظهور الشركات التجارية المختلفة، أصبح تخصيص الاقتصاد سمة من السمات المعاصرة، وأصبح الاندماج بين الشركات مطلباً ملجأً من جانب المُنظِّمين المتعاملين في الأسواق؛ لمواجهة المنافسة الشديدة في السوق للحصول على تعظيم الأرباح، ولعلَّ من أبرز دوافع الاندماج هو التوسُّع أو النمو السريع عن طريق الاندماج الأفقي، أو التوسُّع بغرض التكامل عن طريق الاندماج الرأسي، والتوسُّع بغرض توزيع المخاطر عن طريق الاندماج المختلط (مهلهل وهادي، 2020).

وتُعَدُّ عملية الاندماج عملية قانونية تتَّوَحَّد من خلالها شركتان أو أكثر لتكوين شركة واحدة، ويكونُ بطريق الضَّم، ويترتب عليه زوال الشخصية المعنوية للشركة أو للشركات المندمجة، وتنتقل أصولها وخصومها الى الشركة الدامجة. (Ross, 2007).

وساعدت عملية الاندماج على إعطاء بعض الحلول للتحديات التي تواجهها بعض الشركات، ومنها الاستفادة من المزايا الضريبية الخاصة بعمليات الاندماج، ويمكن تحقيق ذلك عن طريق اندماج شركة لديها خسائر في الوقت الحاضر ولكن فرصها المستقبلية جيدة مع شركة لديها أرباح، فخسائر الشركات المندمجة تغطِّي جزءاً من أرباح الشركة الدامجة بدلاً من دفعها للدولة كضرائب، وإذا كان للشركة المندمجة إعفاءات ضريبية فيمكن الاستفادة من هذه الإعفاءات إذا سمحت القوانين بذلك، ويتبين من ذلك أنَّ الشركات التي تُحقِّق أرباحاً عاليةً تحاول الاندماج مع الشركات ذات خسائر متراكمة من أجل حماية جزءٍ من أرباحها (Roll, 1986).

ويمكن تبرير اندماج الشركات على أنَّه وسيلةٌ لتوفير وفورات الحجم، وهذا يعني أنَّ تكلفة الإنتاج للشركتين في حال اندماجهما ستكون أقل من مجموع تكاليف الإنتاج للشركتين قبل اندماجهما، وهذا لا يعني أنَّ وفورات الحجم فقط في تكاليف الإنتاج وإنَّما أيضاً في الإدارة، والبحث والتطوير والتمويل والمحاسبة، وكذلك فإنَّ الاندماج يساعد في تحسين القدرة

الشرائية للشركة الجديدة لشراء المعدات واللوازم المكتبية، إذ يصبح لدى الشركة الجديدة قدرة أكبر للتفاوض على السعر مع موردها (Seth,1990)

ومن الحلول التي تقدّمها عملية الاندماج إعادة هيكلة الشركات المُعسّرة فالشركات المُعسّرة إعساراً مالياً أو تشغيلياً يُمكن أن تسعى للاندماج مع شركات أخرى قادرة على حل إعسارها بدلاً من الإفلاس (Capron, 1995).

وقد تلجأ بعض الدول أحياناً إلى إصدار قرارات مركزية بدمج عدد من المنشآت القائمة لتحقيق أهداف عامة؛ اقتصادية واجتماعية، وقد تقوم الدول بإصدار قوانين وتشريعات لتسهيل عمليات الاندماج (العامري، 2010).

وتلجأ أيضاً الشركات إلى الاندماج بهدف المنافسة أو البقاء والقدرة على الوقوف في مواجهة الشركات المسيطرة أو الأكبر حجماً (Brigham,2006)

وتأتي عملية الاندماج لمواجهة المتغيرات الاقتصادية في ظل العولمة، دفع الشركات الى اقامة التكتلات فيما بينها، لمواجهة أي تطوّر أو تغيّر تشهده الساحة الاقتصادية في ظلّ العولمة (Sudarsanam,2010).

2.1 هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى قياس مدى أثر اندماج الشركات على قيمة الشركة من خلال استخدام نموذج Ohlson للشركات المساهمة الأردنية العامة المدرجة في بورصة عمان المالي من خلال دراسة تحليل للشركات الأردنية والتي تفرض ثلاث سنوات قبل عملية الاندماج و ثلاث سنوات بعد عملية الاندماج .

3.1 مشكلة الدراسة

نظراً للأزمات المالية وعدم الاستقرار الواضح في بيئة الأعمال وتسارع وتيرة العولمة أصبحت ظاهرة الاندماج بين الشركات مثيرة للانتباه إلى الحدّ الذي يصفها المحللون الماليون بأنها ظاهرة العصر، وأصبح الاندماج بين الشركات مطلباً ملجأً من جانب المنظمين المتعاملين في الأسواق، ولمواجهة المنافسة الشديدة في السوق لجأت بعض الشركات إلى الاندماج لزيادة حصّتها السوقية أو تصحيح وضعها المالي، وبالرغم من ذلك

لا توجد مؤشرات واضحة خاصة في الدول النامية عن مدى تأثير الاندماج على قيمة الشركة بشكل عام والذي سيوفر بدوره دليل استرشادي يشجّع الشركات على الاندماج في ظروف معينة أو إلغاء فكرة الاندماج.

ولغاية اللحظة هذه يمكننا القول بأنّه لا يوجد وضوح بخصوص تأثير عملية الاندماج على القيمة السوقية للشركة.

ويمكن تحديد مشكلة الدراسة بالسؤال الآتي:

هل يؤثر اندماج الشركات وطبيعته على القيمة السوقية للشركة؟

4.1 أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في دراسة مدى وجود أثر لاندماج الشركات على قيمة الشركة، ويتحقق هذا الهدف من خلال العديد من الأهداف الفرعية التالية:

1. دراسة مدى وجود أثر لمجموع حقوق المساهمين على قيمة الشركة.

2. دراسة مدى وجود أثر للأرباح على قيمة الشركة.

3. دراسة مدى وجود أثر لاندماج الشركات على قيمة الشركة.

4. دراسة مدى وجود أثر للتنوع على قيمة الشركة.

حيث سيتم جمع المعلومات من التقارير المالية السنوية لجميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وسيتم أخذ البيانات لمدة ثلاث سنوات قبل سنة الاندماج وثلاث سنوات بعد سنة الاندماج، وعمل مقارنة بالبيانات المالية قبل سنة الاندماج وبعد سنة الاندماج.

5.1 أهمية الدراسة

لا شك أنّ الحياة في تطور دائم ومستمر في جميع نواحي الحياة خاصة في مجال الصناعة والاختراع، ويشهد العالم نموًا سريعًا في وسائل النقل والانتقال والاتصال، وبالتالي أصبحت القدرات الفردية والإمكانيات المتواضعة ورؤوس الأموال المبعثرة غير قادرة على تحقيق الأهداف الكبيرة للأفراد.

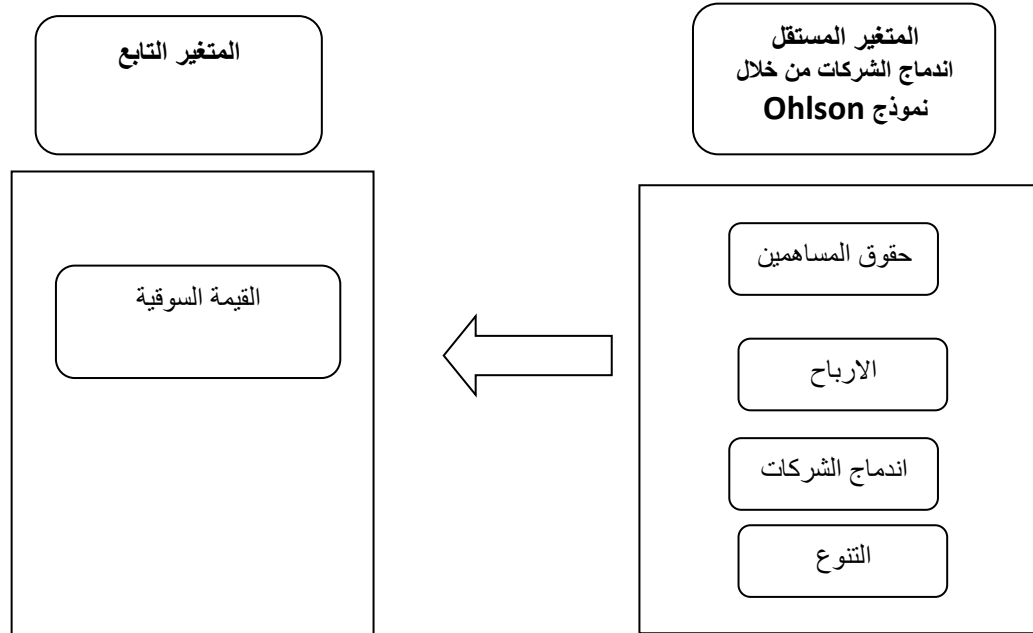
وتكمن أهمية هذه الدراسة من خلال تحديد مدى تأثير اندماج الشركات على قيمة الشركة، للشركات المساهمة الأردنية العامة المدرجة في بورصة عمان المالي، حيث تعتبر عملية الاندماج وسيلة توسع وأداة لزيادة حصتها في الأسواق المحلية والخارجية، ولتتمكن من تخفيض التكاليف التشغيلية وارتفاع أدائها وكفاءتها لتعزيز الربحية، وأيضاً لتتمكن من زيادة سعر الأسهم في السوق.

ويكون الاندماج بين شركتين أو أكثر تعمل في المجال نفسه أو في مجال مختلف؛ بهدف التعاون، وزيادة الحصة السوقية، واستغلال وفور الحجم والتوزيع، وتقديم الخدمات المختلفة .

ويُعَدُّ الاندماج شكلاً من أشكال انضمام الشركات مع بعضها؛ للاستفادة من موارد تكاملية متوافرة لديها، أو لتعزيز مكانتها والحفاظ عليها في السوق، حيث أصبح أمراً مستحيلاً في البيئة العالمية للشركات من التنافس مع الآخرين دون النمو والتوسع من خلال صفقات الاندماج.

6.1 أنموذج الدراسة

يعرض الشكل (1.1) أنموذج الدراسة والذي يبين أن



الشكل (1.1) أنموذج الدراسة

(إعداد الباحثة اعتماداً على نموذج Ohlson)

7.1 فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) لمجموعة المتغيرات باستخدام نموذج Ohlson (مجموع حقوق المساهمين، الربحية الاندماج، التنوع) على قيمة الشركة.

ويتم قياسها من خلال الفرضيات الفرعية الآتية:

أ. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.10$) دلالة لمجموع حقوق المساهمين على قيمة الشركة.

ب. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.10$) دلالة للارباح على قيمة الشركة.

ج. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.10$) دلالة لاندماج الشركات على قيمة الشركة.

د. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.10$) دلالة للتنوع على قيمة الشركة.

8.1 لمحة عن اندماج الشركات

يعد الاندماج من أهم الإجراءات الاقتصادية لما يحققه من التعاون والتكامل ومحاولة السيطرة على الأسواق وزيادة الربحية التي يحصل عليها المساهمون عن طريق تخفيض التكاليف، وزيادة الإنتاجية، وتوحيد أدوات الإنتاج، وتحقيق المزايا التي يسعى إليها المساهمون والمدراء بصورة عامة. لذا فإن معظم الدراسات المعاصرة تدعو إلى تشجيع الاندماج بين الشركات، إذ إن الاتجاه نحو الاندماج وعقد التحالفات أصبح خياراً استراتيجياً مهماً في مواجهة التحديات والمتغيرات الدولية في عصر العولمة، وظهور التكتلات الاقتصادية العملاقة. (مشجل و بلاسم، 2016).

وتحدث عملية الاندماج عندما تسيطر شركة واحدة على جميع صافي أصول شركة واحدة أو أكثر من خلال إصدار أسهم وبشكل نقدي أو غيرها من أدوات الدين، وينتج عن الاندماج زوال الشركة المندمجة وانتقال نشاطها وأصولها والتزاماتها للشركة الدامجة، حيث

إنّ عملية الاندماج شائعة في مجال الصناعات التي تتميز بعدد الشركات القليل؛ لأنّ المنافسة تكون عالية وتزداد فرصة الحصول على حصة سوقية بشكل أكبر. (Jeter,2012) وتلجأ الشركات لعملية الاندماج لعدة اسباب من أهمها الاستفادة من وفورات الحجم، أي أنّ تكاليف الإنتاج للشركتين في حال اندماجهما ستكون أقل من مجموع تكاليف الإنتاج للشركتين قبل اندماجهما (Seth,1990)، حيث ينظر إلى اندماج الشركات على أنها عملية تنويع الاستثمارات والتي لا بدّ أن تنعكس على تخفيض التقلّبات الشديدة في العائد واستقراره، وبالتالي تخفيض المخاطرة المشتركة للشركة الدامجة، (Geppert & Kamerschen, 2008)، والاستفادة من المزايا الضريبية، ويكون تحقيق ذلك عن طريق اندماج شركة لديها خسائر في الوقت الحاضر ولكن فرصها المستقبلية جيدة مع شركة لديها أرباح (Roll, 1986)، شراء أصول بأقل من قيمتها يتيح الاندماج ميزة للشركة الدامجة وقد حدثت في كثير من الاحيان شراء مجموعة من أصول شركة اخرى وبسعر اقل من قيم الأصول الاساسية (Jensen, 1986)، تحسين الادارة تحاول بعض الشركات الاندماج مع شركات اخرى من اجل تحسين ادارة الشركات المندمجة (Brealey & Myers, 2006)، فشل الشركات فالشركات المعسرة إعساراً مالياً او تشغيلياً يمكن ان تسعى لكي تندمج مع شركات اخرى قادرة على حل اعسارها بدلا من الإفلاس (Capron, 1995) واتفقت هذه الدراسة مع عدة دراسات ومنها دراسة (مشجل وبلاس، 2016) ودراسة (الحايك، 2015)، (Salina,2010).

9.1 منهجية الدراسة

اتّبعَت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي الذي اعتمد فيه على البيانات الفعلية الرقمية المستخرجة من واقع التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

وتم إدخال البيانات التي تم استخراجها الى برنامج (SPSS 22) برنامج لتحليل الإحصاء الوصفي والبيانات الديموغرافية.

وتم استخدام برمجية (stata 15)، الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات الدراسة وقياس مدى تأثير كل من متغيرات الدراسة على قيمة الشركة و الاجابة على تساؤلاتها واستخلاص نتائجها، وتقديم بعض التوصيات بناءً على نتائج الدراسة. حيث مثلت البيانات عينة الدراسة لشركات المساهمة العامة من جميع القطاعات (الصناعي، المالي، الخدمي) المُدرّجة ضمن بورصة عمان، خلال فترة ستة سنوات وشملت (ثلاث سنوات قبل سنة الاندماج وثلاث سنوات بعد سنة الاندماج) عدا عن سنة الاندماج.

10.1 أقسام الدراسة

سيتم تقسيم هذه الدراسة الى أربع فصول تتمحور حول:

الفصل الأول ويشمل المقدمة ومن خلالها سيتم طرح مقدمة بسيطة عن الاندماج، وهدف الدراسة، ومشكلة الدراسة، وأهداف الدراسة، وأنموذج الدراسة، وفرضيات الدراسة، وأسئلة الدراسة، ومنهجية الدراسة، ولمحة عن اندماج الشركات.

ويشتمل الفصل الثاني على الإطار النظري الذي يتطرق إلى مفهوم الاندماج، وأنواعه، وأسبابه ودوافعه، وفوائده، والمخاطر المرتبطة بعمليات الاندماج، والمعالجة المحاسبية للاندماج، ونظريات للاندماج) إضافةً إلى (مفهوم القيمة السوقية، العوامل المؤثرة في القيمة السوقية، نماذج قياس القيمة السوقية، العلاقات الرئيسية للمتغيرات التي تتأثر بها القيمة السوقية، الاندماج وتعظيم القيمة السوقية و الدراسات السابقة).

وأما الفصل الثالث فيشتمل المنهجية والتصميم، إذ سيتطرق إلى (منهجية الدراسة، مجتمع وعينة الدراسة، طرق جمع البيانات، الأساليب الإحصائية المستخدمة لمعالجة البيانات، نموذج الدراسة، المتغيرات)

واشتمل الفصل الرابع على (عرض النتائج ومناقشتها والتوصيات).

الفصل الثاني

الاطار النظري والدراسات السابقة

1.2 الاطار النظري

أولاً: تعريف الاندماج

يُعدُّ مفهوم الاندماج من المفاهيم الشائعة في مختلف المجالات، وسنتعرف مفهوم الاندماج من وجهات نظر وآراء تخصُّ كلاً من المؤلفين والباحثين.

الاندماج لغةً: مصدر مشتق من الفعل الثلاثي المجرد (دمج) وله معانٍ عدة، ولكن المعنى الأدق لموضوع هذا البحث هي صيغة دَمَجَ دُمُوجاً، دخل الشيء في الشيء واستحكم فيه (المعجم الوسيط، 1985).

لم يُعرّف قانون الشركات الأردني المعدل رقم (22) لسنة 1998م الاندماج، رغم تنظيم موضوع الاندماج في فصل خاص، وعموماً فإنّ النصوص المنظّمة للاندماج في هذه القوانين وغيرها وإن لم تتضمن تعريفاً مباشراً للاندماج، فإنها تضمّنت عناصر تُعين على رسم حدوده (أبو زينة، 2012)، وبحسب حكم محكمة التمييز الأردنية في رقم 4.5/1988 فإنّها قضت أنّ "ما ينتج عن اندماج الشركات هو انقضاء الشخصية الاعتبارية للشركات المندمجة، ونشوء شركة جديدة محلّ الشركات المندمجة، وتعتبر خَلْفاً لها في جميع الحقوق والالتزامات...." (منشور في مجلة نقابة المحامين الأردنيين لسنة 1988).

وقد عرّف المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم (3) اندماج الأعمال بأنّه جَمْع شركات منفصلة في شركة واحدة، نتيجةً لقيام إحدى الشركات بالاتحاد مع شركة أخرى، أو السيطرة على شركة أخرى وعملياتها (الاتحاد الدولي للمحاسبين، 2012).

ومن الناحية المالية يُعرّف الاندماج على أنّه عملية دمج موجودات شركتين، وتكوين شركة واحدة مسيطرة يتم امتلاكها من قبل مساهمي الشركتين الأصليتين، وبمعنى أدق فإنّه يتم تجميع ووضع موجودات ومطلوبات الشركتين، وإعطاء المساهمين في كلتا الشركتين أسهمهم في الشركة الجديدة مقابل أسهمهم في الشركتين الأصليتين (جانكير بيك، 2005).

وفي مجال العلوم الإدارية فإنّ مفهوم الاندماج قد لاقى اهتماماً كبيراً من الباحثين، فقد عرف الربيعي (2005) الاندماج على أنّه عملية ذوبان أنشطة الشركة في شركة أخرى

مماثلة لها أو مُكمّلة لأنشطتها؛ حتى تكون وسيلة توسّع، وكذلك أداة لزيادة حصتها في الأسواق المحليّة والخارجيّة، ولتتمكن من تخفيض التكاليف التشغيلية وارتفاع أدائها وكفاءته؛ لتعزيز الربحيّة، لتتمكن من زيادة سعر الأسهم في السوق.

وعُرفَ كذلك بأنّه عملية ضمّ شركة ما من قبل شركة أخرى، وتعملُ الشركة الدامجة على المحافظة على هويتها، وتكتسب جميع أصول والتزامات الشركة المدمجة، وبعد عملية الاتحاد تُذاب الشركة المدمجة من الوجود ككيان تجاري مستقل (Ross et al, 2012).

وقد ذكر الدباس (2012، ص 512-544) أنّ "الاندماج هو عملية قانونية تتوحد بمقتضاها شركات لتكوين شركة واحدة، وهذا الاندماج يتم بإحدى طريقتين، أولاهما: دمج الواحدة في الأخرى وتسمى طريقة الضم، وثانيتهما: توحيدهما معاً في شركة واحدة جديدة تحل محلّهما، وتنتقل حقوق الشركات المندمجة والتزاماتها كافة إلى الشركة الدامجة أو الجديدة".

ويمكن تعريف الاندماج من خلال استقراء التعريفات المختلفة له بأنّه "عقد بين شركتين قائمتين أو أكثر يؤدي إلى انقضاء الشركة أو الشركات المندمجة، وانتقال ذمتها المالية بجميع عناصرها إيجابية أو سلبية كوحدة واحدة إلى الشركة الدامجة مع استمرار المشروع الاقتصادي للشركة المندمجة" (أبو زينة، 2012، 26).

ثانياً: أنواع الاندماج

للاندماج عدة تصنيفات، بحسب الزاوية التي يُنظر منها للاندماج، وبحسب (Haried et al, 1994) فإنّه تم تصنيف الاندماج استناداً لعدة معايير وهي كالآتي:

1. الاندماج حسب طبيعة الاندماج:

أ. **الاندماج الودّي:** الاندماج الذي يتم فيه حوار مجلس الإدارة للشركات المندمجة المحتملة فيما بينهم على شروط اتفاق مقبولة للاندماج المقترح، وبدايةً فإنّ ذلك يُعرض فقط على أصحاب الأسهم للشركات من أجل التحوّل للاندماج، وبشكل عام اختلاف النسب اثنين من ثلاثة أو ثلاثة من أربعة تم تصويتهم بالإيجابية وهو أمر مطلوب للاندماج من أجل المساهمين (Haried et al, 1994).

وحسب Findlay & Chen (2003) فإنّ الاندماج يكون اندماجاً ودياً إذا كان هناك إجماع بين الشركة المستهدفة، وإدارة الشركة صاحبة العطاء فيما يتعلق بسعر العرض.

وأكدّ العامري، (2010) على أنّه يتم تحقيق الاندماج الودي من خلال التفاهم المشترك بين إدارة المنشآت المشاركة في الاندماج، وتشابه الإرادة حيث يكون الهدف مشترك لتحقيق المصلحة.

ومما يجدر ذكره أنّ هذا الشكل من أشكال الاندماج يتضمن شكلين فرعيين هما (Issawi, 2005):

1. الاندماج بالضم: إذ يتم هذا الشكل بين شركتين أو أكثر قد تتمتع كل منهما بجنسيات مختلفة، تكون إحدى الشركات دامجة في حين تكون الأخريات مندمجة، وبموجب هذا الدمج تختفي الشخصية المعنوية للوحدة الاقتصادية المندمجة، وتتحول كل من موجوداتها ومطلوباتها إلى الشركة الناتجة بعد عملية الاندماج، وقد يكون هذا الشكل من أشكال الاندماج أحد وسائل التوسّع والنمو.

2. الاندماج بالمزج: الاندماج بشكل المزج يتم نتيجة اتفاق بين وحدتين اقتصاديتين أو أكثر على نقل موجودات والتزامات كل منها إلى الوحدة الاقتصادية الجديدة التي تنشأ نتيجة الاندماج على أنقاض الوحدات الاقتصادية المندمجة التي تنقضي وتزول شخصيتها المعنوية بنشوء الوحدة الاقتصادية الجديدة.

ب. الاندماج العدائي: وهو الاندماج الذي يخالف إدارة المنشأة المستهدفة لانخفاض قيمة السعر المعروض أو للمحافظة على استقلالية المنشأة (العامري، 2010).

كما أنّه عُرِفَ على أنّ هذا النوع من الاندماج الذي يتحقق على الرغم من عدم رغبة إدارة الشركة المستهدفة، وذلك عندما ترغب إدارة شركة قوية بالسيطرة على شركة أضعف، وهذا النوع من الاندماج غير مرغوب فيه؛ لأنّه يكون أحياناً بدافع الكبرياء، وحب السيطرة، وضد رغبة إدارة الشركة المستهدفة، مما يخلق الكثير من معوقات النجاح بعد الاندماج أو الاستحواذ (قنوع وآخرون، 2009).

ج. الاندماج الإلزامي: وهي ظاهرة منتشرة في مختلف دول العالم، حيث تلجأ بعض الدول أحياناً إلى إصدار قرارات مركزية بدمج عدد من المنشآت القائمة؛ لتحقيق أهداف عامة

اقتصادية واجتماعية، وقد تقوم الدول بإصدار قوانين وتشريعات لتسهيل عمليات الاندماج، بهدف حلّ موضوع المصارف التي تعاني من مشكلات مالية، وقرب إعلان إفلاسها من خلال تشجيع المصارف القوية مالياً بدمج المصارف الفاشلة مقابل إعفاءات ضريبية (العامري، 2010).

2. الاندماج حسب هيكل الاندماج:

أ. **الاندماج الأفقي:** يُعتبر هذا النوع من الاندماج شائع في مجال الصناعات التي تتميز بعدد الشركات القليل، لأنّ المنافسة تكون عالية، وتزداد فرصة الحصول على حصة سوقية بشكل كبير (Moborto, 2013) حيث إنّ الاندماج الأفقي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة ووفورات الحجم (Wilson & Lipczynski, 2004) وقد تم تعريفه على أنّه اندماج بين شركتين أو أكثر تعمل في المجال نفسه، بهدف التعاون، وزيادة الحصة السوقية، واستغلال وفور الحجم والتنويع، وتقديم الخدمات المختلفة، ويتأثر مستوى المنافسة في الصناعة بالاندماج الأفقي، لأنّه وفقاً للنظرية الاقتصادية تكون زيادة حدة المنافسة لصالح المستهلك (Alam et al, 2014).

ومن ناحية أخرى، قد ينتج عن الاندماج الأفقي القضاء على المنافسة، الأمر الذي يساعد في تنظيم السوق وسعر المنتج (Green, 1990).

ب. **الاندماج العمودي:** ويُستخدم عند دمج عدة شركات في مجالات مختلفة إلا أنّ طبيعة الأعمال تكون متكاملة، مثل شركة إنتاج العصائر مع شركة تصنيع العبوات الفارغة (أبو نصار، 2013)، ويوفّر هذا النوع من الدمج فوائد متعلقة بالتزويد الآمن للمواد الخام، وخفض تكاليف المخزون (Babu, 2005).

وتمّ تعريف الاندماج العمودي على أنّه اندماج بين شركات عاملة في مراحل مختلفة من الإنتاج، ينتج كل منها سلعة أو خدمة تكون متكاملة مع السلعة أو الخدمة التي تنتجها الشركة أو الشركات الأخرى (ححو، 2012).

ويحدّث عندما تتحد الأقسام المختلفة للوحدات الصناعية الكبيرة معاً تحت إدارة واحدة (Irshad, 2005).

ج. **الاندماج المتجانس:** اندماج منشأتين يتناسب نشاطهما ويتقارب من بعضه دون بلوغ مستوى التكامل الأفقي أو العمودي (الشماع، 1992).

د. الاندماج المتنوع (المختلط): اتحاد عدة شركات تعمل في أنشطة وأعمال مختلفة، مثل دمج بنك مع تاجر معدات، إذ تلجأ هذه الشركات لهذا النوع من الاندماج للحد من مخاطر التخصص في مجال واحد (أبو نصار، 2013)

وتم تعريفه أيضاً على أنه اندماج شركات مختلفة في مجال عملها أو استحواذها، دون أن يكون لها علاقة بالمنافسين، أو صلة بحيث يكون الدافع الرئيس للاندماج أو الاستحواذ هو التكامل لتخصيص الأموال بكفاءة، والسياسة لتتويع المخاطر، ودخول الأسواق الجديدة الناشئة (Alam et al, 2014).

3) الاندماج حسب طريقة الاندماج:

أ. الاندماج القانوني: حيث ينتج هذا النوع من الاندماج عندما تندمج شركة (أ) مع شركة (ب) فتذوب الشركة المستقلة (أ) وتنتهي شخصيتها، وتبقى الشركة (ب) بشخصيتها السابقة مقابل استبدال جميع أسهم الشركة المندمجة بأسهم الشركة الدامجة، وتصبح الشركة المندمجة بمنزلة أقسام من الشركة الدامجة (مطر وزواتي، 1994).

وبحسب (Jeter, 2012) فإنّ الاندماج القانوني يحدث عندما تسيطر شركة واحدة على جميع صافي أصول شركة واحدة أو أكثر من خلال إصدار أسهم وبشكل نقدي أو غيرها من أدوات الدين، وينتج عن الاندماج زوال الشركة المندمجة وانتقال نشاطها وأصولها والتزاماتها للشركة الدامجة.

كما تم تعريفه أيضاً بأنه قيام إحدى الشركات بالاندماج مع شركة أخرى، بحيث تنتهي بذلك الصفة الشخصية والمعنوية للشركة المندمجة في حين تستمر الشخصية المعنوية للشركة الدامجة، وفي هذه الحالة تنتقل أصول الشركة المندمجة والتزاماتها إلى الشركة الدامجة (Moctar & Xiaofang, 2014).

ب. الاتحاد القانوني: يحدث الاتحاد عند تأسيس شركة جديدة، حيث تنتقل إليها الأصول ونشاطات شركتين أو أكثر قائمتين، مما يؤدي إلى تصفية وإزالة الشركات الداخلة في عملية الاتحاد، فعلى سبيل المثال إذا كان لدينا شركة (أ) وشركة (ب) فعندما تتم عملية الاتحاد بينهما ينتج عنهما الشركة (ج) فيتم تصفية أعمال الشركتين وتنتقل أصولهما وأنشطتهما إلى الشركة الجديدة (ج) (أبو نصار، 2009).

ج. **الاكتساب (السيطرة):** تحدث السيطرة عند قيام شركة (أ) مثلاً بشراء أغلب أسهم الشركة (ب)، مما يتيح للشركة المُشترية السيطرة على إدارة وقرارات الشركة المسيطر عليها وإدارة أعمالها بما يتماشى مع مصالح الشركة المسيطرة. وتعرف أيضاً السيطرة على أنها امتصاص شركة بواسطة شركة أخرى وتبقى الشركة المسيطر عليها على اسمها وشخصيتها القانونية، وتحدث عملية السيطرة لوجود الرغبة المشتركة بينهما؛ مما يؤدي إلى التطور والتقدم مع إشاعة روح الصداقة بين أعضاء الشركة (Ross et al, 1998).

وقد تم تعريف السيطرة بأنها شراء أسهم أو أصول في شركة أخرى لتحقيق النفوذ الإداري، وليس بالضرورة أن تكون السيطرة ودية (Chunlaichen & Findlay, 2003)

ثالثاً: أسباب ودوافع الاندماج

يمكن توضيح أهم أسباب الاندماج ودوافعه بالنقاط الآتية (Lewis & Pendrill, 2004: 360-361):

1. الاستفادة من وفورات الحجم Economics of Scale

يمكن تبرير اندماج الشركات بأنها وسيلة لتوفير وفورات الحجم، وهذا يعني أنّ تكلفة الإنتاج للشركتين في حال اندماجهما ستكون أقلّ من مجموع تكاليف الإنتاج للشركتين قبل اندماجهما، وهذا لا يعني أنّ وفورات الحجم في تكاليف الإنتاج فقط وإنّما أيضاً في الإدارة، والبحث والتطوير والتمويل والمحاسبة، وكذلك فإنّ الاندماج يساعد في تحسين القدرة الشرائية للشركة الجديدة لشراء المعدات واللوازم المكتبية، حيث تصبح الشركة الجديدة لديها قدرة أكبر للتفاوض على السعر مع مُورّديها (Seth, 1990).

2. التنوع Diversification

غالبا ما يُنظر إلى اندماج الشركات على أنّها عملية تنويع الاستثمارات التي لا بدّ أن تنعكس على تخفيض التقلبات الشديدة في العائد واستقراره، وبالتالي تخفيض المخاطرة المشتركة للشركة الدامجة. إضافةً إلى أنّ مديري الشركات المندمجة غالبا ما يسعون إلى إتمام عملية الاندماج؛ لما يحققه من منافع ذاتية من وراء الاندماج نتيجة نمو الشركة التي يديرونها وضمان الحصول على عائد ثابت كنسبةٍ من الأرباح المرتفعة أو المستقرة للشركة الدامجة (Geppert & Kamerschen, 2008).

3. الاستفادة من المزايا الضريبية Tax Advantages

تستطيع الشركات الاستفادة من المزايا الضريبية الخاصة بعمليات الاندماج، وذلك عن طريق اندماج شركة لديها خسائر في الوقت الحاضر، ولكن فرصها المستقبلية جيدة مع شركة لديها أرباح، فخسائر الشركات المندمجة تغطي جزءاً من أرباح الشركة الدامجة بدلاً من دفعها للدولة كضرائب، أو إذا كانت الشركة المندمجة لديها إعفاءات ضريبية، فيمكن الاستفادة من هذه الإعفاءات إذا سمحت القوانين بذلك. ويتبين من ذلك أنّ الشركات التي تحقق أرباحاً عالية تحاول الاندماج مع الشركات ذات الخسائر المتراكمة من أجل حماية جزءٍ من أرباحها (Roll, 1986).

4. شراء أصول بأقل من قيمتها Purchase of Undervalued Assets

من الممكن أن يتيح الاندماج ميزة للشركة الدامجة، وقد حدث في كثير من الأحيان شراء مجموعة من أصول شركة أخرى وبسعر أقل من قيم الأصول الأساسية، على الرغم من أنّ الشركة الدامجة تشتري أسهماً بسعر أعلى من سعر السوق الحالي، إلا أنّها قادرة في الحصول على الأصول الأساسية التي لها قيمة أعلى بكثير من الثمن المدفوع (Jensen, 1986).

5. تحسين الإدارة

تحاول بعض الشركات الاندماج مع شركات أخرى من أجل تحسين إدارة الشركات المندمجة، فيُحتمل أن تصبح الشركة هدفاً عندما يكون أداؤها أقل من أداء الصناعة بشكل مستمر ومنتظم (Brealey & Myers, 2006).

6. فشل الشركات

يعد الاندماج أحد أساليب إعادة هيكلة الشركات المعسرة، فالشركات المعسرة إعساراً مالياً أو تشغيلياً يمكن أن تسعى لكي تتدمج مع شركات أخرى قادرة على حل إعسارها بدلاً من الإفلاس (Capron, 1995:7).

1. فوائد الاندماج:

توجد مجموعة من الفوائد التي تكمن وراء عملية الاندماج والتي قد تكون سبباً للاندماج، وقد قسّمها إلى فوائد خارجية وفوائد داخلية حيث تم تفصيله كما يلي:

: (Shah & Baniya,2016)

أ. دافع داخلية: وتتفرع منها الدوافع الآتية:

زيادة القدرة على البحث والتطوير، وزيادة عدد الزبائن، وابتكار المعدات والخدمات، وتعزيز الموقف في السوق (الموقف التنافسي)، والحصول على فوائد من وفورات الحجم، والحصول على أفضل الموارد، وزيادة الكفاءة)

ب. دوافع خارجية: وتتفرع منها الدوافع الآتية:

الاقتصادية: تقديم استجابة لتغير السوق أو الظروف الاقتصادية في بيئة الشركات.

القانونية والسياسية: للحصول على الدعم من الحكومة، التكنولوجية: للحصول على تكنولوجيا متفوقة ومعرفة جديدة، التنافسية: لتحقيق المزايا الاستراتيجية من خلال التداؤنية، ولتحسين المنتج (سواء السلعة والخدمة) من حيث النوعية والكمية.

المخاطر المرتبطة بعمليات الاندماج:

ينظر إلى مصطلح المخاطر على أنه تعرّض الشركة لعدم اليقين بشكل عام، وتتضمن حالة عدم اليقين العديد من أنواع المخاطر، فكل وحدة اقتصادية تواجه مجموعة مختلفة من المخاطر، بناءً على طبيعة عملها والعوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ذات الصلة بها وخصائص الصناعة التي تعمل مثل درجة المنافسة، ونقاط القوة والضعف لدى منافسيها، وتوافر المواد الخام (المواد الأولية)، والعوامل الداخلية الخاصة بالوحدة الاقتصادية مثل كفاءة وتوقعات الإدارة وحالة العلاقات الصناعية، والاعتماد على الأسواق الخارجية للمدخلات والمبيعات أو الموارد المالية وقدرات موظفيها، وعوامل أخرى لا حصرَ لها، وفيما يلي قائمة بأهم أنواع المخاطر المرتبطة بعمليات الاندماج :

(Christodoulou & Drogalas, 2012)

(مخاطر السيولة، المخاطر المحاسبية، مخاطر الائتمان، المخاطر السيادية، مخاطر الاعمال، مخاطر السوق، المخاطر التشغيلية، مخاطر البلد، المخاطر السياسية، مخاطر الصناعة، المخاطر النظامية، مخاطر السمعة).

المعالجة المحاسبية للاندماج:

والمعقّدة بغض النظر عن شكل دمج الأعمال سواء أكان اندماجاً أو اتحاداً أم سيطرةً (أبو نصار، 2013) (القاضي وآخرون، 2007):

1. طريقة الشراء: وهذه الطريقة تقوم على افتراض أنّ الشركة الأم تمتلك الشركة التابعة بموجب عملية أو صفقة سوقية، حيث يتم تقييم القيمة السوقية المشتراة على أساس قيمتها السوقية العادلة، وبالنسبة للفرق بين تكلفة الشراء وصافي الأصول المشتراة بالقيمة العادلة فيعالج محاسبياً باعتباره شهرة الاندماج، وقد تكون موجبة إذا كانت تكلفة الشراء تزيد عن القيمة العادلة لصافي الأصول وإذا كانت سالبة تكون العكس (مطر و الزواتي، 1994).

2. طريقة دمج حقوق المساهمين: وتتمثل هذه الطريقة بحالة اندماج لا ينتج عنها سيطرة الشركة على كافة الشركات المندمجة، ويبقون محتفظين بنسبة ما يمتلكون من حقوق ملكية عائدة لهم. لذا ينظرون لعملية الاندماج بأنها عملية ضمّ الأصول وخصوم الشركتين المندمجتين بالقيم الدفترية، وليس باعتبارها عملية شراء لصافي أصول الشركة المندمجة بقيمتها السوقية العادلة كما لو كان الحال في طريقة الشراء، ولقد عرفت طريقة دمج حقوق المساهمين بأنها اتحاد بين شركتين أو أكثر لدمج المصالح المشتركة والسير قُدماً كوحدة اقتصادية. (مطر والزواتي، 1994).

نظريات الاندماج:

1. نظرية الكفاية التفاضلية:

تعتبر نظرية الكفاية التفاضلية من أكثر النظريات التي يمكن استخدامها لتفسير الاندماج، فإنّ إدارة الشركة الدامجة وفقاً لهذه النظرية تسعى إلى إتمام النقص لدى الشركة المندمجة، لذلك من المحتمل أن تكون هذه النظرية أساساً للاندماج الأفقي، أي أنّه إذا كانت إدارة الشركة الدامجة أكثر كفاية من الشركة المندمجة فإذا اندمجت الشركتان وكان بإمكان الشركة الدامجة أن ترفع مستوى كفاية الشركة المندمجة إلى مستوى كفاية إدارتها، وبالتالي فإنّ الكفاية ترتفع من خلال الاندماج (العامري، 2010) وتبين النظرية أنّ هناك إدارة شركات تعمل بصورة غير جيدة وبمستوى كفاءة أقلّ من المتوسط، لذلك يجب على الشركات الدامجة أن يكون لديها خبرة لتحديد الأداء

المنخفض، وكذلك أنّ تتوفر لديها الخبرة الإدارية لكي تحسن من أداء الشركات المندمجة، اما عن طريق التآزر المالي الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال او التآزر التشغيلي الذي يمكن ان ينتج عن اندماج الأعمال انخفاض تكلفة وحدات الإنتاج، وتمكين الشركة من تقديم منتجات ذات جودة أعلى والتآزر الإداري Montgomery (et,al,1984)

2. نظرية التداؤب:

هذه النظرية تتحقق عندما تكون قيمة الشركة الجديدة التي تنتج من الاندماج أكبر من مجموع قيم الشركات قبل عملية الاندماج، فقد يتحقق التداؤب أو لا يتحقق من عملية الاندماج، فإن كانت قيمة الشركة الجديدة أكبر من حاصل جمع قيمة الشركتين منفصلتين أو إذا كانت قيمة الشركة الجديدة تساوي مجموع قيم الشركتين قبل عملية الاندماج وفي هذه الحالة فإنّ التداؤب لا يتحقق، وإنّ هذا التداؤب يأتي من تخفيض كلف التشغيل (أي إن يتم التشغيل عند مستوى عالٍ من الطاقة) أو تخفيض كلف التمويل (أي الاقتراض بفائدة أقلّ وبشروط أفضل) أو الاستفادة من الخبرات الإدارية والفنية، حيث تصبح الدامجة قادرة على التشغيل والإنتاج بكفاءة إدارية أفضل، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل متوسط كلفة الخدمة أو الوحدة المنتجة Broderick et,al (1998)

3. نظرية التأثيرات المالية:

تُثبت نظرية التأثيرات المالية بأنّ عملية الاندماج يمكن لها أن تحقق مكاسب مالية تحصل عليها من مميزات اقتصاديات الحجم، وتؤدي إلى تحقيق وفورات ناتجة من استعمال أحسن الطاقات التي يوفرها الاندماج. وإنّ هذه النظرية تركز على استعمال نسب المضاعف P/E . Ratio. حيث ركزت نظرية التأثيرات المالية على موضوع الطاقة الافتراضية غير المستغلة Unused Debt Capacity حيث تستطيع الشركة الدامجة الاستفادة من الطاقة الافتراضية غير المستغلة للشركة المندمجة من أجل الحصول على قروض بأقلّ كلفة لتمويل استثماراتها الرأسمالية الجديدة (Carpenter et ,al,2009)

4. نظرية الاحتكار:

في كثير من الأحيان تتم عمليات الاندماج بهدف تحقيق قوة احتكارية، ولكن الشركات الدامجة تدّعي أنّ الهدف من الاندماج هو تحقيق التآزر، ويمكن أن تحدث الاحتكارات نتيجة عمليات الاندماج الأفقي، مما يؤدي إلى زيادة القوة السوقية والحصول على حصة أكبر من السوق، حيث إن الاندماج يؤدي إلى زيادة المبيعات، وتركّز هذه النظرية على زيادة القوة الاحتكارية للشركات الدامجة، مما يمكنها من زيادة سعر المنتج، وبالتالي زيادة الأرباح، حتى وإن كانت الشركة الدامجة لا تسيطر على كل السوق فإنّها تستطيع أن تتفق مع الشركات الأخرى على رفع الأسعار، وإن بعض الشركات تنتج منتجات محددة وبمواصفات ذات جودة عالية فعندما تريد زيادة حصتها السوقية من خلال تكنولوجيا الإنتاج الواسع Mass Production Technique حيث يمكنها الاندماج من الحصول على الخبرات لبيع منتجاتها وخدماتها وخلق قوة احتكارية في السوق (Rene, 2012).

وقد أعطى (Jensen, 1984) بعض الأدلة غير المباشرة على عواقب الاحتكار ويقول: إنّ المساهمين والشركة الدامجة لا يمكن أن تستفيد من القوة الاحتكارية التي يحققها الاندماج، وإنّ مكاسب الاندماج لا تأتي من قوة الاحتكار ولكن من الاقتصاديات الإنتاجية والتآزر، ويقول Jensen أنّه إذا جاءت مكاسب من القوى الاحتكارية التي تم انشاؤها، فإنّ المنافسين في الصناعة سيستفيدون من ارتفاع الأسعار ومن ثم زيادة الأرباح وأسعار الأسهم.

ونلاحظ أنّ نظرية الاحتكار لديها مقبولة منخفضة انطلاقاً من النتائج التي قدمها Jensen مقارنة بنظرية الكفاءة.

رابعاً: القيمة السوقية:

ويُقصد بالقيمة السوقية قيمة السهم الذي يباع في السوق المالية، وهذه القيمة تكون أحيانا أعلى من القيمة الاسمية أو الدفترية أو أقلّ، فكلما كان الأداء كفوّاً وجيّدًا والشركة قادرة على تحقيق أرباح عالية فإنّ السعر السوقي للسهم يكون أعلى من القيمة الاسمية أو الدفترية، والعكس في حالة انخفاض الأداء فسيكون سعر السهم ربما أقلّ من القيمة الاسمية والدفترية (يونس، 2011).

وقد عرّف العامري القيمة السوقية بأنها القيمة التي تتداول بها الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية، وتتمثل بالسعر الذي يحدده البائعون والمشترون عند المتاجرة بالأسهم، وتحسب القيمة السوقية لسهم الشركة عن طريق ضرب السعر السوقي للسهم العادي في عدد الأسهم المصدرة (العامري، 2010).

وتعد القيمة السوقية من المؤشرات المهمة في قياس قيمة الشركة وكفاءة السوق، وتعرف أيضاً بأنها مجموع الأسهم المدرجة للشركات في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة الزمنية (Ross, 1995).

يُمكن تعظيم القيمة السوقية من خلال تعظيم قيمة السهم الواحد، أي تعظيم ربحية السهم العادي في السوق المالية، ويعد ذلك هدفاً لتعظيم أرباح حملة الأسهم أو المالكين (النعيمي، 2018).

وقد وضع الفقهاء التقليديون أول تعريف للثمن في البورصة بأنه السعر الناتج للورقة المالية والمعلن أثناء انعقاد جلسة البورصة، وتم تسجيله في الجدول بعد الجلسة (سميرة، 2010).

ويرى (Smith et, al, 1989) بأن القيمة السوقية تتأثر بعوامل عديدة منها الأرباح المتوقعة للشركة ومعدلات الفائدة المستقبلية والأموال العامة للشركة والمدفوعات المتوقعة والتغيرات في معدلات الضريبة وغيرها من العوامل التي تؤثر على قرار المستثمر بخصوص أهمية حصّة الأسهم في سوق الأوراق المالية.

العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم:

إنّ العوامل التي تحدد القيمة السوقية للسهم تتغير ولا تتسم بالثبات، فهي تتقلب من وقت إلى آخر وإنّ التنبؤات حول القيمة السوقية تختلف، فهي غالباً ما تقاس بعدد الأسهم العادية مع سعر السهم في السوق المالية (شومان، 2017).

وتتأثر قيمة الشركة بثلاثة أنواع من القرارات المالية (Das, 2013):

1. قرارات الاستثمار: تتمثل بالقرارات المتعلقة باستثمار الأموال في الموجودات الثابتة والمتداولة، ويكون الاستثمار في الموجودات الثابتة لمدة طويلة بما يضمن بقاء الأموال لمُدَد طويلة، وإنّ العائد الحالي يمكن توقعه من الاستثمار في الموجودات

المتداولة، ويتطلب تخصيص الموارد النادرة في أعمال الشركة حساب الاستثمار في المشروع، وتأتي الموازنة الرأسمالية وإدارة رأس المال العامل ضمن قرارات الاستثمار. 2. قرارات التمويل: تهتم بتمويل أنشطة العمال، وتساعد هذه القرارات في تخطيط توازن هيكل التمويل من رأس مال ممتلك ومقترض.

3. قرارات التوزيع: تهتم بكيفية التصرف بالأرباح، وتركز اهتماماتها على التوزيعات، من خلال دفع جزءٍ من الأرباح إلى حملة الأسهم .

كما صنّفَ (النعيمة، 2018) العوامل المؤثرة على القيمة السوقية كما يلي:

أ. عوامل داخلية: وهي العوامل التي تستطيع الشركات إدارتها والتحكّم بها بمجموعة من القرارات، ومن هذه العوامل:

1. سياسات تقسيم الأرباح.
2. نسبة استخدام التمويل المقترض.
3. الربحية المتوقعة للسهم.
4. طبيعة نشاط الشركة.
5. درجة المخاطرة في عوائد السهم.
6. توقيت التدفّقات النقدية للسهم.
7. مستوى التكنولوجيا المستخدمة.

وأشار زياد المعيني، (2016) إلى أنّ من أهم العوامل المؤثرة في قيمة الشركات هي السيولة النقدية لدى الشركات وسياسة استثمارها.

ب. عوامل خارجية: هي العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية للشركات والتي تكون خارج سيطرتها والتي تستطيع التحكم بها، ومن أهمها:

1. الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية.
2. التشريعات الخاصة بالشركات.
3. التشريعات الخاصة بحماية البيئة.
4. التشريعات الخاصة بقانون العمل.
5. السياسة النقدية.
6. السياسات المالية للدولة.

7. مستوى النشاط الاقتصادي للبلد.

وكذلك هي قيمة السهم في السوق الذي يباع ويشترى به الأصل المالي في السوق أو السعر الجاري للورقة، وتتغير هذه القيمة من فترة إلى أخرى حسب عوامل العرض والطلب وتتأثر القيمة السوقية بالعديد من العوامل (خضير، 2015) وقد ذكر النصار (2002) بعضاً منها:

1. توقعات المستثمرين لربح الشركة في المستقبل وبالتالي التنبؤ بربحية السهم.
 2. التنبؤ بمقدار الأرباح المتوقع توزيعها.
 3. الظروف الاقتصادية والسياسية المتوقعة.
- وعادة ما يداخل هذه العوامل عنصر الإشاعات، وعدم الاعتماد على التحليل السليم، فضلاً عن عوامل أخرى إضافة للظروف العامة السائدة في السوق.
- وتؤثر بشكل مباشر على حجم تداول السهم في السوق، فيكون في بعض الأحيان كلما ارتفعت نسبة الأسهم الحرة في السوق المالي كان تأثير عمليات الطلب والعرض أكبر على قيمة السهم، وعكس ذلك صحيحاً، حيث يأخذ أغلب المستثمرين خاصة المضاربين في السوق نسبة الأسهم الحرة للسهم وحجم التداول بالحسبان، ليتحقق هامش ربح قليل في فترة قصيرة (المحفظة الوطنية للأوراق المالية، 2010).

كما أن قيمة أسهم الشركات تتأثر بمجموعة من العوامل والمؤشرات، لكنها تتأثر بشكل مباشر بالأرباح، وتسعى الشركات إلى المحافظة على المستثمرين من خلال استقرار أرباحها وعدم تقلبها، كما أن المستثمر يبحث دائماً عن الشركات ذات الأرباح المستقرة وغير المتقلبة، كما أنه يعزز لدى المستثمر الثقة في الإقبال على شراء الأسهم ذات القيمة العالية، إذ إن العلاقة بين الأرباح وقيمة الأسهم علاقة طردية (حماد طارق، 2005).

وضع الفقهاء التقليديون أول تعريف للثمن في البورصة بأنه السعر الناتج للورقة المالية والمعلن أثناء انعقاد جلسة البورصة، وتم تسجيله في الجدول بعد الجلسة (سميرة، 2010).

واعتبرها آل شبيب (2009) على أنها قيمة السهم في السوق المالية، حيث إنَّها تتأثر بشكل أساسي بعمليتي العرض والطلب في السوق المالية، حيث إنَّ العلاقة طردية بين

الطلب وقيمة السهم، وتمثل القيمة السوقية للسهم قيمة توازنية بين العرض والطلب، وإجماع السوق على قيمة السهم .

العلاقات الرئيسية للمتغيرات التي تتأثر بها القيمة السوقية لأسهم الشركات (الشريفي، 2009)

1. العلاقة بين ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم

إنّ القيمة السوقية للسهم تتأثر بصافي الربح بعد الضريبة، وتكون العلاقة طردية بين زيادة صافي الأرباح وزيادة القيمة السوقية، فعندما يتوقع المستثمرون بأنّ صافي ربح الشركة سوف يزداد فإنهم سوف يقومون بشراء أسهم الشركة مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية.

2. العلاقة بين جني الأرباح والقيمة السوقية للسهم

إنّ العلاقة بين زمن تحقيق الأرباح والقيمة السوقية هي علاقة عكسية، فعندما يكون هناك توزيع فوري للأرباح تكون القيمة السوقية للسهم أكبر مقارنة فيما لو كان توزيع الأرباح بعد سنة، حيث تكون القيمة السوقية أقلّ كلما زادت فترة توزيع الأرباح.

3. العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية

إنّ للسيولة أهمية كبرى بالنسبة للقيمة السوقية للسهم، فالسيولة هي عملية تحويل الأصول المتداولة إلى نقدية، ويعتمد ذلك على طبيعة الأصل، فمنها ما يتم تحويله بسرعة، ومنها ما يصعب تحويله، وتكون العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية علاقة طردية إلى حد معين، فكلما كانت درجة السيولة للشركة متوفرة بشكل كافي أدى ذلك إلى وجود فرص استثمار جديدة، وبالتالي تؤدي إلى زيادة الربح، ونتيجة لذلك سوف تزداد القيمة السوقية للسهم بسبب زيادة الطلب على أسهم الشركة.

4. العلاقة بين القدرة على الوفاء بالالتزامات والقيمة السوقية

تتمثل العلاقة بين قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها والقيمة السوقية للسهم من خلال الاستفادة من المعلومات المحاسبية التي توجد في القوائم المالية مثل نسب إجمالي الأصول إلى المديونية والنسب المالية، حيث إنّ كلما كان معدل إجمالي الأصول مرتفع بالنسبة للمديونية زادت القيمة السوقية للسهم.

نماذج قياس القيمة السوقية:

استخدم Saedi المعادلة التالية لقياس القيمة السوقية:

$$\text{Market value of the firm} = f(\text{Net profit, Dividends, retained earnings})$$

وتمثلت القيمة السوقية للشركة في المعادلة السابقة على أساس تحليل الأرباح المحاسبية، إذ تعد القيمة السوقية دالة لصافي الربح المتحقق من الاستثمار الحالي وأن ارتفاع صافي الربح سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، كما تعتمد القيمة السوقية على التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم، وأن سياسة توزيع الأرباح والأرباح المحتجزة تمثل سياسة الاستثمار التي ستسهم في الربح المستقبلي. (Al saedi,2010)

أما Nekhili& Cherif فقد استخدم نسبة Tobin's Q لقياس القيمة السوقية للشركة (Nekhili&Cherif,2011)

وتحسب نسبة Tobin's Q من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{Tobin's Q} = (\text{Market value of equity} + \text{book value of debt}) / \text{book value of assets}$$

وعندما تكون القيمة أكبر من واحد فإن هذا يشير إلى النمو، أما إذا كانت أقل من واحد فإنه يشير إلى أن فرص النمو غير متوفرة (Rehman&Shah,2013)

وتحتسب القيمة السوقية للسهم وفقاً إلى الغصين بالصيغة الآتية: (الغصين، 2004)

$$\text{القيمة السوقية} = \text{عدد الأسهم المتداولة} \times \text{سعر الإقفال}$$

وعرّفها Elexander بأنها سعر السهم في نهاية السنة المالية مضروباً في عدد الأسهم بحوزة المساهمين (Elexander et al,2012)

وأهم مقاييس قيمة الشركة هو النموذج الذي طوره Ohlson (1995) العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للشركة (سعر السهم) .

وإن القيمة السوقية للسهم تمثل السعر الذي تباع أو تشتري به الأسهم في سوق الأوراق المالية، وتوجد عوامل عدة تؤثر فيها، تتمثل بالتوقعات المستقبلية للربحية والتوزيعات ونمو الشركة فضلاً عن العوامل الاقتصادية الأخرى، وتكون القيمة السوقية متوفرة بشكل يومي عن طريق الصحف وشبكة الانترنت لتسهيل المتاجرة بها، ومن الجدير بالذكر أن القيمة السوقية للأسهم المصدرة مسبقاً (مثلاً سعر السهم في المبادلة بين المستثمرين) ليس

لها تأثير في حصة حملة الأسهم من حقوق ملكية الشركة (Wild,2005)، وللشهم أكثر من قيمة منها (نصر، 2015):

1. قيمة اسمية : وهي القيمة التي يتم إصدار الشهم بها.
2. قيمة سوقية: هي القيمة التي تمثل سعر الشهم في الأسواق المالية.
3. قيمة دفترية: وهي قيمة الشهم المحاسبية والتي يتم احتسابها بطرح جميع المطلوبات، والأسهم الممتازة من الموجودات وقسمتها على عدد الأسهم العادية المتداولة.
4. قيمة التصفية: وهي القيمة الفعلية للشهم العادي والمتوقع استلامها في حال بيع جميع موجودات الشركة بقيمتها السوقية وتسديد المطلوبات وبما فيها الأسهم الممتازة، وما يتبقى يتم قسمته على الأسهم العادية.

تعظيم القيمة السوقية:

تُعد عملية تعظيم القيمة السبب الرئيسي من وراء عملية الاندماج، إذ إنّ هناك العديد من العوامل والأسباب التي تجعل الشركات تتشارك في عمليات الاندماج، ففي بعض الحالات قد تحصل الشركات على صفقة رابحة مع مكاسب مستقبلية محتملة، وفي حالات أخرى يحدث الاندماج نتيجة وقوع الشركات في مشكلة مالية، ويكون الاندماج الطريق الملائم لحالتها، فإنّ ما يدفع الشركات للاندماج هو مواجهة التمهيد التنافسي الذي يعزز بشكل فعلي وكبير قيمة الشركة (Sharma,2010).

تُعد العلاوة الضخمة Large Premium التي تدفعها الشركة الدامجة إلى حاملي أسهم الشركة المندمجة قيمةً مضافةً لها. فالحقيقة الراسخة تقول إنّ هدف حاملي الأسهم هو الربح من وراء الاندماج، ومع ذلك فإنّ علاوة أسعار الاسهم ضرورية لإغراء حاملي أسهم الشركة المندمجة للتخلي عن أسهمهم (Jensen,1988) .

وضح (Manne, 1965) في نظريته لسلطة الشركة أن سبب الاندماج هو أنّ مديري الشركة المندمجة يخفضون قيمة أسهم شركاتهم لجعلها مربحة ومغرية للخارجيين للحصول على ربح الاندماج، ولأنّ المديرين الجدد سوف يديرون الشركة بشكل أكثر كفاءة، وبالتالي ترتفع رفاهية حاملي اسهم الشركة المندمجة (المكتسبة). (Manne,1965)

وهناك نقطة جوهرية أخرى في الاندماج تتعلق في كفاءة أو عدم كفاءة السوق فيفترض في أغلب الاحيان أن تلك الاسواق كفوة معلوماتياً، بمعنى أنّ أسعار الأسهم تعكس

كل المعلومات المتوفرة ، حول الشركات وأسهمها، ويعتمد مفهوم كفاءة السوق بشكل اساسي على نوع المعلومات المتداولة به، فيتوقع ان تستجيب اسعار الاسهم لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين في السوق على وجه السرعة، وبما أنّ المعلومات ترد إلى السوق مستقلة عن بعضها البعض وفي اي وقت، فمن المتوقع ان تكون حركة اسعار الاسهم عشوائية إذ تتجه هبوطاً مع الانباء السلبية وصعوداً مع الانباء الايجابية (الزبيدي، 2005).

وتقترح نظرية هيكل رأس المال أنّه تحت الشروط المعقولة أنّ قيمة الأسهم تتأثر بالتغيرات في هيكل رأس المال، حتى إذا بقي كل شيء دون تغيير عند الاندماج ويرجع جزء من هذا الحدث إلى اختلاف المعالجات الضريبية لحق الملكية والدين، وجزء منها يرجع إلى الحوافز الإدارية تحت ترتيبات حق الملكية إلى الديون، ويضعُ المستثمرون العقلانيون قيمة إيجابية على الإعانات المالية Subsidy حيث إنّ الشركتين تتماثلان في كل شيء ما عدا هيكل رأس المال، فالشركة التي لديها حجم دين أكبر من حق الملكية سوف يكون لها قيمة سوقية اكبر، ولذلك إذا كان الاندماج يزيد نسبة الديون إلى حق الملكية للشركة سوف تزداد قيمها السوقية فوق ما كان عليه قبل الاندماج الممول بشكل خاص عن طريق بيع الأسهم (Jacobus، 1991)

2.2 الدراسات السابقة

أ. الدراسات باللغة العربية:

دراسة (حسين والعبودي، 2020) "أثر الاندماج المصرفي على عائد السهم دراسة حالة بنك أبو ظبي الأول"

تهدف الدراسة إلى بيان أهمية الاندماج المصرفي وأثره على عائد السهم لبنك أبو ظبي الأول من خلال التركيز على مجموعة من المؤشرات، وهي (ربحية السهم، معدل نمو ربحية السهم، القيمة السوقية للسهم) قبل وبعد الاندماج، وامتدّت فترة البحث من العام 2014 وحتى نهاية العام 2019، إذ تم تقسيم فترة البحث إلى ثلاث سنوات قبل الاندماج وثلاث سنوات بعد الاندماج، وتم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية لتحليل البيانات ومنها (المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، بالإضافة إلى استخدام اختبار (T) لقياس طبيعة العلاقة بين متغيرات البحث قبل وبعد الاندماج)، وقد توصل البحث إلى مجموعة من

الاستنتاجات أهمها الارتفاع التدريجي لمؤشرات أداء السهم لسنوات ما بعد الاندماج، وأوصى البحث بضرورة التوسع مستقبلاً من خلال زيادة عدد السنوات بعد الاندماج ولكافة المؤشرات لبيان مدى ايجابية الاندماج المصرفي على مؤشرات أداء سهم بنك أبو ظبي الأول

دراسة (ابن معتوق، 2020) بعنوان "أثر عمليات الاندماج على الأداء المالي للبنوك: دراسة حالة خلال الفترة (1997-2018) Bank of America "

تهدف هذه الرسالة إلى معرفة دور عمليات الاندماج في تحسين ورفع الأداء المالي في المصارف باستخدام التحليل المالي آخذين بذلك تجربة بنك في اميركا خلال الفترة (1997-2018) كعينة لاجراء هذه الدراسة باعتباره ثاني أكبر مصرف في الولايات المتحدة الامريكية.

وتوصلت الدراسة إلى أنّ بنك في اميركا قد استطاع تحسين أدائه المالي بعد عمليات الاندماج التي قام بها، خاصة عند اندماجه مع Nation bank عام 1998، حيث تحسنت لدية كل من مؤشرات الربحية والسيولة والملاءة المالية.

دراسة (خلف، 2019) " دور الاندماج في إحداث فروقات في ربحية الشركة (بحث تحليلي بين عينة من الشركات التابعة إلى وزارة الصناعة والمعادن العراقية)"

تهدف الدراسة إلى التعرف على أثر اندماج الشركات التابعة لوزارة الصناعة والمعادن على شؤونها المالية والربحية. حيث كانت تعاني الشركات قبل الاندماج من ارتفاع الخسائر، وبلغ العجز مستويات عالية جداً أثرت على أداء الشركة العام ومع تزايد الخسائر أثر على معنويات العمال، وتتبع المشكلة من معرفة تأثير الاندماج على نسب الربحية للشركات.

وكان مجال البحث هو الشركات التابعة لوزارة الصناعة والمعادن البالغ عددها (21) شركة، ووصلت عينة البحث إلى (6) شركات بعد الاندماج و(14) شركة قبل الاندماج.

تم الاعتماد على البيانات المالية الممتدة من (2011 إلى 2015) قبل الاندماج و (2016 و 2017) بعد الاندماج، بالإضافة إلى طريقة الملاحظة الشخصية والمقابلة.

واعتمد الباحث على المنهج التحليلي واستناداً إلى بعض الأدوات الإحصائية مثل اختبار Wilcoxon للمعنوية (0.05) بالإضافة إلى المتوسطات الحسابية

وعليه فقد أوصى الباحث بضرورة البحث عن السبل التي تؤدي إلى زيادة صافي الأرباح وتقليل المصروفات التشغيلية وحسن استغلال الموجودات التابعة للشركة، مع ضرورة الموازنة بين السيولة والربحية، والعمل على إيجاد سبل تؤدي إلى زيادة الحصة السوقية، وكذلك ينبغي على الجهات المختصة القيام بتعديل رأس مال الشركة لكي يكون على قدر يتلاءم مع القيمة المعنوية لتلك الشركات.

دراسة (النعمي، 2018) " طبيعة النشاط والقيمة السوقية للمنشأة دراسة مقارنة في سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية "

تهدف الدراسة الى طبيعة العلاقة بين نشاط المنشأة وقيمتها السوقية، أي سعر السهم العادي في سوق الأوراق المالية، وعليه فإنّ الهدف الأساسي للبحث هو قياس مدى انعكاس طبيعة نشاط المنشأة (نوع المنتجات والخدمات التي تنتجها) على القيمة السوقية لها (سعر السهم العادي في سوق الأوراق المالية). وقد جرى اختيار الأسواق المالية العربية مجتمعة للبحث، وتم اختيار سوقين من تلك الأسواق كعينة للبحث لتكون ميدانًا لاختبار فرضية البحث التي تشير إلى "أنّ طبيعة نشاط المنشأة نوع المنتجات والخدمات التي تنتجها"، أي القطاع الذي تنتمي له، على افتراض ثبات العوامل الأخرى، يمتلك تأثير في القيمة السوقية للمنشأة (سعر السهم العادي في سوق الأوراق المالية)". وقد استخدمت الدراسة أحد مقاييس النزعة المركزية (الوسط الحسابي) وأحد مقاييس التشتت (الانحراف المعياري)، والانحدار الخطي البسيط كأساليب احصائية لاختبار الفرضية المذكورة، وذلك باستخدام برنامج، (SPSS). وقد اثبتت نتائج الاختبار صحة الفرضية البحثية. ومن أبرز الاستنتاجات التي تم التوصل اليها هي أنّ عدد الشركات المدرجة في سوق العراق تبلغ (70) شركة فقط مقارنة بسوق عمان والبالغة (223) شركة. ومن التوصيات التي خرج بها البحث هو حتّ الباحثين على التصدي لدراسة أثر طبيعة نشاط المنشأة على مستوى الشركات وفي أسواق أخرى لتعميم الفائدة.

دراسة (مشجل وبلاسم، 2016) بعنوان: " دور اندماج الأعمال في تعظيم القيمة السوقية لشركات المساهمة الخاصة (دراسة تطبيقية في شركة أثير وعراقنا للاتصالات)"

يُعَدُّ الاندماج من أهم الإجراءات الاقتصادية لما يحققه من التعاون والتكامل ومحاولة السيطرة على الأسواق وزيادة الربحية التي يحصل عليها المساهمون عن طريق تخفيض

التكاليف، وزيادة الانتاجية، وتوحيد أدوات الإنتاج، وتحقيق المزايا التي يسعى إليها المساهمون والمدراء بصورة عامة، لذا فإنّ معظم الدراسات المعاصرة تدعو إلى تشجيع الاندماج بين الشركات، إذ إنّ الاتجاه نحو الاندماج وعقد التحالفات أصبح خياراً استراتيجياً مهماً في مواجهة التحديات والمتغيرات الدوليّة في عصر العولمة وظهور التكتّلات الاقتصادية العملاقة.

وتتجسد مشكلة البحث بعدم تبني الشركات لأساليب النمو الخارجي المتمثلة بالاندماج؛ لما له من دورٍ قد يكون إيجابياً في تعظيم القيمة السوقية للشركات. أما الهدف الرئيس للبحث هو دراسة قضية مهمة ومعاصرة تتمثل في تقييم أثر الاندماج على الأرباح والقيمة السوقية للشركات، لذا فقد انطلق البحث من فرضية مفادها أنّ اندماج الأعمال يُعظّم القيمة السوقية للشركات.

وقد خرج البحث بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات كان من أبرزها أنّ الاندماج يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة بعد الاندماج بشكل يفوق مجموع قيم الشركتين المندمجتين قبل الاندماج، أما التوصيات فكان من أهمها التوصية إلى الشركات التي تعاني صعوبات ومشاكل وتوجيه أنظارها إلى الاندماج؛ لما يحققه من مزايا مالية تساعد في زيادة كفاءة وفاعلية الشركات كما هو الحال في تحقيق التداوب وتخفيض التكاليف وتعظيم الأرباح وتعظيم القيمة السوقية.

دراسة (عيد، 2016) بعنوان "الاندماج المصرفي للبنوك الاسلامية"

هدفت هذه الدراسة إلى القاء الضوء على أهم المتطلبات اللازمة لتحقيق الاندماج المصرفي بين البنوك الفلسطينية، ودراسة أهم المحددات الداخلية الناتجة عن الوضع الداخلي لهذه البنوك، والمحددات الخارجية المحيطة بالبنوك الفلسطينية، والتي تقف عائقاً أمام تحقيق الاندماج المصرفي، وكذلك توضيح مدى التوافق في الرأي بين كل من متخذي القرار في البنوك الفلسطينية والمسؤولين في سلطة النقد الفلسطينية حول الضرورات والمحددات لاندماج البنوك الفلسطينية، وتحديد الآليات التي تساهم في التغلب على المشكلات والصعوبات التي تعيق عمليات الاندماج. وتم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي للوقوف على طبيعة المشكلة، وضرورات عملية الاندماج ووصفها، على اعتبار أنّ البحث يصف حالة البنوك الفلسطينية، ويصف المحددات الداخلية والخارجية التي تحول دون

تحقيق عملية الاندماج، وقد تم تصميم استبانة وتوزيعها على (150) فرد، يمثلون متخذي القرار في البنوك الفلسطينية ومسؤولين في سلطة النقد الفلسطينية. وتوصلت الدراسة إلى أنّ البنوك الفلسطينية بحاجة ماسة للاندماج فيما بينها، أو مع البنوك الوافدة لتكوين كيانات مصرفية قوية، وأنّ رؤوس الأموال المدفوعة للبنوك الفلسطينية بحاجة إلى تدعيم، وذلك من خلال اندماج عدد من هذه البنوك مع بعضها البعض؛ للخروج ببنوك فلسطينية قادرة على تلبية متطلبات وتطلعات سلطة النقد الفلسطينية.

وتوصلت الدراسة إلى عدة توصيات أهمها أنه على سلطة النقد الفلسطينية خلق الإطار القانوني، وتهيئة البيئة التشريعية المناسبة؛ لتنظيم عمليات الاندماج بين البنوك العاملة في فلسطين، لخلق كيانات مصرفية قادرة على خدمة الاقتصاد الفلسطيني، مع إلزام جميع هذه البنوك بالالتزام بالتعليمات الصادرة بخصوص استكمال رؤوس أموالها، وإصدار قوانين أخرى تشجع الاندماج، بحيث يتضح منها المزايا التي ستجنيها البنوك الناتجة عن الاندماج، وخاصة المستكملة لرؤوس أموالها، تمهيداً لتحول سلطة النقد إلى بنك مركزي.

(السنيدي، 2015) "أثر الاندماج على الأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية"

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الاندماج على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية، حيث اشتملت الدراسة على عينة مكونة من 13 حالة اندماج جرت خلال الفترة مابين (2000-2010) والتي انطبقت عليها شروط الدراسة، واعتمدت الدراسة على أسلوب المقارنة بين متوسطات مؤشرات الأداء المالي لفترة أربع سنوات قبل مرحلة الاندماج، وأربع سنوات بعد مرحلة الاندماج، مع استبعاد السنة التي حصل فيها الاندماج واعتبارها سنة محايدة، وغطت الدراسة النسب المالية التي يعتقد الباحث بأهميتها والتي من خلالها يمكن التعرف على الأداء المالي للشركة وهي (نسبة التداول، نسبة العائد على الأصول، معدل دوران الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية).

كما استخدمت الدراسة اختباراً للعينات الزوجية لاختبار فرضيات الدراسة من خلال كشف الفروق ذات الدلالة الاحصائية بين متوسط كل نسبة قبل الاندماج وبعده، كما

استخدم الباحث اختبار تحليل التباين الأحادي للكشف عن الفروق ذات الدلالة الإحصائية لتأثير الاندماج في مؤشرات الأداء المالي والتي تُعزى إلى تغيّر نوع القطاع. دراسة (الحايك، 2015) " أثر عمليات الاندماج بين الشركات المساهمة العامة الأردنية في أسهمها دراسة تطبيقية"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر عمليات الاندماج بين الشركات المساهمة العامة الأردنية في أسهمها، وتحديدًا أثر الاندماج القانوني، والاتحاد، والقطاع، وأثر إعلان الاندماج على المدينين القصير والطويل.

ولتوفير بيانات عن المؤشرات المذكورة أخذت عينة مكونة من خمس حالات اندماج قانوني، وحالتي اتحاد، وحالتي إعلان اندماج على المدينين القصير والطويل من حالات الاندماج الحادثة خلال الفترة التي غطتها الدراسة اي بين عامي (2003 - 2013) وبالبالغة اثنتي عشرة حالة.

وقد غطت بيانات الدراسة ثلاث سنوات قبل تاريخ الاندماج وثلاثاً بعده، وثلاثة أيام قبل إعلان الاندماج على المدى القصير وثلاثة أيام بعده، كما غطت عشرين يوماً قبل إعلان الاندماج في المدى الطويل وعشرين يوماً بعده.

كما تم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية Statistical (SPSS) Package for Social Sciences في تحليل البيانات المالية، لتحديد أثر عمليات الاندماج على مستوى الشركة، والقطاع، وحالة الاندماج، وأثر إعلان الاندماج على المدينين القصير والطويل.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها الآتي:

1. يوجد أثر للاندماج القانوني في متغيرات: القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية للسهم وربحية السهم والأرباح الموزعة للسهم وريع السهم، كما يوجد أثر للاتحاد في متغيرات: حجم تداول الأسهم، والقيمة السوقية للسهم، والقيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم، والأرباح الموزعة للسهم، وأيضاً يوجد أثر للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة في متغير القيمة السوقية للسهم في قطاع الخدمات.

2. يوجد تباين في أثر القطاع في متغيري القيمة الدفترية والتوزيعات النقدية للسهم، وهناك أيضاً أثر للاندماج على متغيرات القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية للسهم

وربحية السهم، وهذا الأثر يعزى لاختلاف شكل اندماج الشركة لصالح الاتحاد، وفي متغير ريع السهم يعزى لاختلاف شكل اندماج الشركة لصالح فئة الاندماج القانوني، ولا يوجد أثر لإعلان الاندماج في متغيرات الدراسة، يعزى لاختلاف فترة دراسة الحدث؛ (قصير الأجل، طويل الأجل).

دراسة (صيام، 2014) بعنوان "أثر الاندماج المصرفي على ربحية البنوك الاردنية"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الاندماج المصرفي على ربحية البنوك من خلال التركيز على إعادة هيكلة رأس المال ونسبة الربحية ونسبة السيولة، وقد استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي من خلال الاستبانة التي تم توزيعها على عينة من العاملين في البنوك الاردنية فبلغت (150) موظفا وموظفه.

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة احصائية للاندماج المصرفي على الأداء المالي ونسبة الربحية ونسبة السيولة في البنوك الأردنية، وأوصت الدراسة بضرورة توجّه البنوك الصغيرة إلى الاندماج لتشكيل وحدات مصرفية كبيرة قادرة على المنافسة إقليمياً وعالمياً، كما أوصت الدراسة البنك المركزي بوضع الإجراءات التي تشجع البنوك الصغيرة على الاندماج، كتهيئة المناخ المناسب ومنح البنوك بعض المحفزات للاندماج.

دراسة (القعايدة، 2012) " أثر الاندماج على الربحية دراسة حالة "البنك الأهلي"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الاندماج على ربحية البنك الاهلي وذلك من خلال دراسة النسب المالية ذات العلاقة بالربحية والمتمثلة بمعدل العائد على المبيعات، ومعدل دوران الأصول ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على مجموع حقوق الملكية، ومعدل العائد على الاستثمار.

ولتحقيق أهداف الدراسة تم دراسة القوائم المالية للبنك الأهلي على مدار 8 سنوات من عام 2001 إلى عام 2008 لفترة أربع سنوات قبل عملية الاندماج وهي الفترة من عام 2001 إلى عام 2004 وأربع سنوات بعدها للفترة من عام 2005 إلى عام 2008، ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام اختبار لعينتين مستقلتين.

وبينت نتائج الدراسة وجود تأثير للاندماج على ربحية البنك الأهلي، إذا ارتفعت جميع نسب قياس الربحية للبنك المذكور بعد القيام بعملية الاندماج، فبلغت نسبة التغير في متوسط معدل العائد على المبيعات للفترة بعد الاندماج ونسبة التغير في متوسط معدل دوران

الأصول للفترة بعد الاندماج، ونسبة التغير في متوسط معدل العائد على الأصول للفترة بعد الاندماج و، ونسبة التغير في متوسط معدل العائد على الاستثمار وبالترتيب كما يلي (21.06، 36.41، 25.25، 17.45، 25.25) على التوالي .

كما تقدمت الدراسة بمجموعة من التوصيات، أبرزها ضرورة إخضاع عمليات الاندماج لبرامج أكثر رقابة لزيادة ثقة الأشخاص المستثمرين الراغبين بالاندماج وإصدار نشرات توعوية في السوق الأردني لبيان أهمية الاندماج ومدى قدرته على تنمية الاقتصاد، وضرورة العمل على توفير الكوادر والطاقات البشرية المدربة لتبني وإنجاح عمليات الاندماج التي تحدث في السوق الأردني، والعمل على تشجيع عمليات الاندماج في قطاع المصارف لما لهذه العمليات من انعكاسات ايجابية في مجال الربحية.

دراسة (الدباس، 2012) بعنوان: "أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها"

قام الباحث بدراسة تأثير اندماج الشركات المساهمة العامة في قطاع الصناعة على أدائها المالي وأرباحها، وكانت عينة الدراسة هي أكبر وأحدث عملية اندماج حدثت في العقد الأخير في الشركات الصناعية وهي اندماج مجمع الضليل الصناعي مع مجمع الشرق الأوسط للصناعة والتجارة والتي تمت عام، 2007 حيث قام الباحث بدراسة تأثير هذه العملية على أداء الشركة المتوازن بواسطة نموذج $q - TOBINS$ من ناحية وعلى أرباحها من خلال مؤشرات الربحية والسيولة بواسطة نسب مالية عديدة، وقام الباحث بعمل تحليل مقارنة قبل سنتين وبعد سنة من عملية الاندماج وذلك لاختبار أية تأثيرات قياسية لهذا الحدث، وتم اختبار نتائج التحليل باستخدام برنامج التحليل الإحصائي spss وقد توصل الباحث إلى جملة من النتائج أهمها: عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عملية اندماج الشركات وبين ما تم تحقيقه من أرباح، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عملية اندماج الشركات وبين أدائها، ويعزي الباحث ذلك إلى المراكز المالية الضعيفة لهذه الشركات قبل عملية الاندماج وبالتالي، فإنّ عملية الاندماج يجب أن يسبقها حلول مالية أخرى كإعادة الهيكلة المالية وبحث العوامل المسببة للتعثر المالي الذي استدعى الاندماج.

ب. الدراسات باللغة الانجليزية:

دراسة (Fernández, S. Triguero, Á. & Alfaro-Cortés, E, 2018) بعنوان:

"M&A effects on innovation and profitability in large European "

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف آثار عمليات الاندماج والاستحواذ على الابتكار والربحية في الشركات الأوروبية الكبيرة.

حيث كانت المنهجية استخدام المعلومات من قاعدة بيانات فريدة طويلة دقيقة، وتم إجراء تقديرات لوحة ديناميكية مع تأثيرات ثابتة على مستوى الشركة.

علاوة على ذلك، تقدم الورقة (أ) دراسة حالة نوعية للاندماج في صناعة المعدات الإلكترونية والكهربائية الأوروبية.

حيث كانت النتائج - تظهر تحليل عينة من 562 عملية اندماجية وأذن بها من قبل هيئة مراقبة الاندماج EC.

إن الاندماجات تؤثر بشكل إيجابي على كثافة البحث وربحية أكبر الشركات في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2004-2012.

وتُظهر الأدلة التجريبية أن توقيت وحجم هذه الأدلة تختلف الآثار، إذ إنه تم العثور على التأثير الإيجابي لعمليات الاندماج على كثافة البحث والتطوير على المدى القصير والكبير، حيث أنها تؤثر على الربحية فقط على المدى الطويل.

ولعل ما يميز هذه الدراسة أنها تُقدّم عدة مساهمات على عكس الدراسات الأخرى حول هذا الموضوع، أولها أنها تفحص آثار عمليات الاندماج والشراء باستخدام بيانات الفريق على مستوى الشركة على أكبر 1000 شركة أوروبية للبحث والتطوير بدلاً من فحص دراسة حالة فقط، وثانيها أنه تم استخدام مجموعة بيانات فريدة تجمع المعلومات عن الشركات الأوروبية الكبيرة من لوحة نتائج الاستثمار في البحث والتطوير الصناعي الأوروبية ومكافحة الاحتكار لدى المفوضية.

وثالثها أن الورقة تُشير إلى الارتباط العرضي بين جهد الابتكار والربحية عندما تقيم الأثر المحتمل لعمليات الاندماج والشراء على كثافة البحث وربحيته للشركات الأوروبية الكبرى.

دراسة (Ahmed and Ahmed, 2014) بعنوان:

"Merger and Acquisition: Effect on Financial performance of Manufacturing Companies of Pakistan"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار الأداء المالي والتشغيلي بعد الاندماج للشركات الدامجة التي خضعت لعملية الاندماج في القطاع الصناعي في باكستان، وتكوّنت عينة الدراسة من 12 شركةً صناعيةً خضعت لعملية الاندماج خلال السنوات ما بين 2000-2009، وتم اختبار الفرضيات على أساس ثلاث سنوات قبل عملية الاندماج وثلاث سنوات بعد عملية الاندماج وبمساعدة البرنامج الإحصائي SPSS وباستخدام اختبار T على النسب المحاسبية.

وتوصّلت الدراسة إلى أنّ الأداء المالي العام للشركات الصناعية شهد تحسُّناً ذا دلالة معنوية بعد عمليات الاندماج، حيث شهدت السيولة والربحية وموقع رأس المال تحسُّناً ذا دلالة معنوية، في حين شهدت الكفاءة تدهوراً ذا دلالة معنوية بعد عملية الاندماج. وقد أوصت الدراسة المنظمات باستخدام الاندماج كاستراتيجية للتوسُّع، كما يجب على الشركات استخدام استراتيجيات أخرى، مثل استراتيجية تخفيض النفقات وإعادة التنظيم.

دراسة (Tiwari, 2014) بعنوان:

"Acase study of merger of benaras state bank LTD. (BSB)with bank of boroda (BOB)"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر الاندماج من خلال دراسة حالة اندماج بنك (BSB) مع بنك (BOB) الهندي، إذ إنّ المنافسة أجبرت البنوك على البحث عن طرق جديدة لتعزيز عائداتها، ومن أهمها الاندماج أو الاستحواذ لزيادة الإيرادات وخفض النفقات، وقد أجريت الدراسة بمقارنة الأداء قبل عملية الاندماج وبعدها، وذلك بتحليل النسب المالية لمدة أربع سنوات قبل الاندماج وبعده في الفترة من (1998-2006).

وخلُصت الدراسة إلى وجود تحسُّن بنسبة إجمالي الدخل إلى إجمالي رأس المال، ونسبة صافي الربح إلى إجمالي رأس المال، ونسبة الودائع والسلف إلى إجمالي الأصول، ووجود تأثير سلبي في نسب الودائع إلى الاستثمارات، والأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، وإجمالي الدخل إلى الأصول، وصافي الدخل إلى الأصول.

دراسة (Dilshad , 2013) بعنوان:

Profitability Analysis of mergers and Acquisition: an event study

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر عمليات الاندماج والاستحواذ في القيمة السوقية للسهم في أوروبا باستخدام منهج دراسة الحدث عن طريقة التحليل الإحصائي للقيمة السوقية للسهم، لمدة (30) يومًا قبل اعلان الاندماج أو الاستحواذ وبعده، لعينة مكونة من ثماني عشرة صفقة اندماج أو استحواذ تمت في بنوك أوروبا خلال الفترة من (2001 -2010م). وتوصلت الدراسة إلى أنّ البنوك الدامجة أو المستحوذة تحسّلت على عوائد غير طبيعية بارتفاع اسعار أسهمها في المدى القصير، أما البنوك المستهدفة فقد تحسّلت على عوائد غير طبيعية يوم إعلان الاندماج، ولم يطرأ عليها أيّ تحسّن بعد ذلك.

دراسة (Mboroto ,2013) بعنوان:

"The effect of mergers and acquistios on financial performance of petroleum firmsin kenya"

هدفت الدراسة إلى تحديد آثار الاندماج والاستحواذ على الأداء المالي للشركات النفطية في كينيا، حيث ركّزت الدراسة على الشركات النفطية التي خضعت لعملية الاندماج خلال الفترة ما بين عام 2002 -2012، وتم جمع البيانات من سوق الأوراق المالية في كينيا، وقامت الدراسة على أساس المقارنة بين المتوسطات للنسب المالية لثلاث سنوات قبل عملية الاندماج والمتوسطات لذات النسب المالية لثلاث سنوات بعد عملية الاندماج، مع استبعاد سنة الاندماج من الحساب.

وباستخدام النسب المالية واختبار T لاختبار الفرضيات، كشفت النتائج أنّ أداء الشركات النفطية كان أفضل في مرحلة ما بعد الاندماج مقارنة بمرحلة قبل الاندماج حيث أثبتت النتائج أنّ الاندماج له أثر ذو دلالة معنوية على معدل العائد على الأصول الذي يمثل المعيار العام للأداء المالي، وكذلك تبين وجود أثر ذي دلالة معنوية على نسبة إجمالي الأصول، ومن ناحية أخرى تبين أنّ هنالك أثرًا إيجابيًا يسيرًا على السيولة والملاءة، وأوصت الدراسة بأنّه على الشركات الأخذ بسياسة الاندماج من أجل دعم موقفها المالي والتنافسي وليس بغرض المحافظة على فشلها.

دراسة (Marin, 2012) بعنوان:

“Merger and acquisitions in latin America”

هدفت هذه الدراسة إلى مقارنة عمليات الاندماج والاستحواذ الناجحة مع حالات أخرى لم تنجح في أمريكا اللاتينية وذلك عن طريق دراسة ثلاث حالات اندماج واستحواذ في كولومبيا من خلال دراسة متغيرات العائد على الأصول، وهامش الربح، والخبرة، والثقافة التنظيمية، والتنوع باتباع المنهج التحليلي للبيانات المالية التي تم الحصول عليها من التقارير السنوية، والبيانات المقدمة من قبل هيئة الرقابة المالية في كولومبيا، للفترة المالية من (2001 - 2009) لثلاث سنوات قبل الاندماج أو الاستحواذ وبعده، إضافة إلى دراسة بعض الميزات الأخرى المهمة في كل صفقة مثل الدوافع والهيكل التنظيمي، والاستراتيجيات.

وأبانت الدراسة وجود أثر في العائد على الأصول وهامش الربح، بالإضافة إلى وجود أثر للخبرة السابقة والثقافة التنظيمية في نتائج عمليات الاندماج والاستحواذ.

دراسة (Amegah , 2012) بعنوان:

"Merger and acquisition: Vodafone GT case"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الاندماج أو الاستحواذ على الأداء المالي، بدراسة حالة استحواذ شركة (Vodafone) من غانا إلى شركة (GT)، وذلك بالاعتماد على التقارير والنشرات المتعلقة بالشركة لمدة أربع سنوات قبل الاستحواذ وبعده خلال الفترة من عام (2001-2011)، واستخدام المنهج التحليلي إضافة إلى استقراء آراء العملاء. وانتهت الدراسة إلى أن الأداء المالي أصابه تحسُّن في بعض الجوانب مثل زيادة نمو المبيعات وارتفاع السيولة، وانخفاض مصاريف التشغيل، كما توصَّلت الدراسة من خلال فحص آراء العملاء إلى وجود تحسُّن في أسعار المنتجات والخدمات التي رُخِّصت وأصبحت متاحة للجميع .

دراسة (Salina,2010) بعنوان:

“Mergers and Acquisitions: Trinidad and Tobago case study”

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم فعالية عمليات الاندماج أو الاستحواذ في ترينيداد وتوباغو خلال الفترة (2000-2009)، وذلك باستخدام منهج دراسة الحدث لتحليل بيانات الدراسة، والاعتماد على بيانات سوق الأسهم في بورصة جمهورية ترينيداد وتوباغو؛ لمعرفة

مدى تأثير القيمة السوقية للسهم بإعلان الاندماج أو الاستحواذ في المدى القصير، (خمسة ايام) قبل إعلان الاندماج أو الاستحواذ وبعده، وقد توصلت الدراسة إلى أنّ هناك مكاسب للاندماج أو الاستحواذ في القيمة السوقية للسهم.

دراسة (AL-Ruwaili,2009) بعنوان :

“The Impact Of Merger Policy On The Financial Performance Of The Jordanian Companies :Afield Study”

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر سياسة الاندماج على الأداء المالي في الشركات الأردنية، وهدفت إلى تحديد عوائد الاندماج على الأداء المالي لتلك الشركات، وقد تكوّنت عينة الدراسة من (500) موظفٍ من أصل (5000) موظفٍ يعملون في الشركات الأردنية البالغ عددها (49) شركةً ناتجةً عن اندماج (103) شركات، وتم توزيع الاستبانة على الموظفين المكونة من 41 فقرةً بعد أن تمّ التأكد من صدقها وثباتها.

وتوصلت الدراسة إلى أنّ هنالك أثراً ذا دلالة احصائية لسياسة الاندماجات على الأداء المالي للشركات، من خلال أثر سياسة الاندماج ذات الدلالة الإحصائية على كل من (السيولة في الشركات الأردنية، وعوائد الشركات الأردنية، ومبيعاتها وعوائد الأسهم في الشركات الأردنية)، وتوصلت الدراسة الى مجموعة من التوصيات كان أبرزها التشجيع على اندماج الشركات، وتحفيز الشركات الضعيفة على الاندماج مع الشركات الكبيرة لتقوية موقفها المالي.

دراسة (Ismail and abdul Rahim,2009) بعنوان :

“Impact of Merger on efficiency and productivity in Malaysian commercial banks”

هدفت هذه الدراسة في تحديد أثر الاندماج على الكفاءة والإنتاجية للبنوك التجارية في ماليزيا المحليّة والأجنبيّة للفترة ما بين 1995-2005، وقد استخدمت الدراسة الطريقة اللامعلمية في تقييم الكفاءة لأغراض المقارنة قبل الاندماج وبعده، كما استخدمت مؤشر Malmquist لاحتساب الإنتاجية، ولقد غطّت عينة الدراسة 32 شركةً منها 21 شركةً محليةً و11 شركةً أجنبيةً تم إجراء اختبارات المقارنة عليها.

وقد اظهرت النتائج ارتفاع مؤشر الكفاءة بعد عملية الاندماج، وأنّ البنوك الأجنبية هي أكثر كفاءةً من البنوك المحلية، وبالنسبة للإنتاجية فقد شهدت تحسّناً في كلتا الفترتين

(قبل عملية الاندماج وبعدها)، مع ذلك فقد تحسّنت البنوك المحلية بصورة أكبر بعد عملية الاندماج، والمصدر الرئيس لتحسّن الانتاجية هو التغيّر التكنولوجي والإبداع. وأن النتائج التي تم التوصل إليها تدعم السياسة القائمة على امتلاك أكبر البنوك المحلية حجمًا.

دراسة (Said et al, 2008) بعنوان:

“The efficiency effects of mergers and acquisitions in Malaysian banking institutions”

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد كفاءة الأداء المالي لعمليات الاندماج بالقطاع المصرفي المحلي في ماليزيا للفترة من (1998-2004)، التي بدأها بنك نيجارا نتيجة الأزمة المالية في عام 1997م، إذ تم جمع البيانات المالية لعشرة مصارف، عن ثلاث سنوات قبل الاندماج وبعده، وتم التحليل الإحصائي للبيانات، باستخدام مؤشرات النسب المالية الآتية: احتياطات خسائر القروض إلى رأس المال، والدخل إلى إجمالي الدخل كمؤشر لأرباح البنوك، وإجمالي القروض إلى إجمالي الودائع، وإجمالي النفقات إلى إجمالي الإيرادات، والعائد على حقوق المساهمين.

وتوصلت الدراسة إلى أنّ الاندماج لم يعزّز الأداء المالي، إلا أنّ البنوك أصبحت أكثر تركيزًا على أنشطة الوساطة لتوليد الارتفاع بصافي إيرادات الفوائد، إضافةً إلى المحافظة على بقاء سياسات القروض أقلّ من الاحتياطات بعد عملية الاندماج.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

أتت هذه الدراسة استكمالاً لما تم عرضه من النتائج في الدراسات السابقة فيما يتعلق بأثر الاندماج على مؤشرات الربحية وحجم التداول وقيمة الاسهم الاسمية او السوقية .

وقد تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في قياس اثر الاندماج على قيمة الشركة والتي يتم قياسها بالقيمة السوقية للاسهم العادية باستخدام نموذج Ohlson والذي اختص بقياس أثر المتغيرات على القيمة السوقية بعد اضافتها لمتغير الارباح والقيمة الدفترية لحقوق الملكية وتعتبر هذه الدراسة من الدراسات المحدودة التي قاست اثر الاندماج على قيمة الشركة والمقاسة بالقيمة السوقية للاسهم العادية في الاقتصاديات النامية وخاصة في البيئة الاردني.

الفصل الثالث

المنهجية والتصميم

يتناول الفصل الثالث من الدراسة وصف منهج الدراسة، حيث يحدد مجتمع الدراسة والعينة و يستعرض الوسائل التي تم الاعتماد عليها في جمع البيانات وطرق اعدادها، كما تضمن ايضا الاختبارات الاحصائية التي تم استخدامها لتحليل البيانات الكمية التي تم جمعها.

1.3 منهجية الدراسة

من أجل تحقيق اهداف الدراسة اتبعت الباحثة المنهجي الوصفي التحليلي الذي اعتمد فيه على البيانات الفعلية الرقمية المستخرجة من واقع التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية .

تم ادخال البيانات التي تم جمعها الى برنامج (SPSS 22) برنامج لتحليل الاحصاء الوصفي والبيانات الديموغرافية .

وتم استخدام ايضا برمجية (STATA 15)، الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات الدراسة وتأثير كل من المتغيرات الدراسة على قيمة الشركة للاستجابة على تساؤلات الدراسة واستخلاص نتائجها وتقديم بعض التوصيات بناءً على نتائج الدراسة.

تم استخدام برمجية (STATA 15) لتجنب حدوث اي مشاكل احصائية قد تنتج نتيجة وجود قيم سالبة حيث يتم التعامل معها وفق برمجية (SPSS 22) على انها قيم صفرية ومن هنا قررت الباحثة استخدام برمجية (STATA 15) لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة .

حيث مثلت البيانات للشركات المساهمة العامة من جميع القطاعات (الصناعي، المالي، الخدمي) المدرجة ضمن بورصة عمان، خلال فترة ستة سنوات و شملت (ثلاث سنوات قبل سنة الاندماج و ثلاث سنوات بعد سنة الاندماج)، وفيما يلي عرض تفصيلي لمنهجية الدراسة .

2.3 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في بورصة عمان التي حصلت فيها عمليات الاندماج والمتمثلة ب 40 حالة اندماج من قبل شركات مساهمة عامة وشركات ذات مسؤولية محدودة، كما وردت من دائرة مراقبة الشركات و بورصة عمان، في حين تتمثل عينة الدراسة بالشركات المساهمة العامة الدامجة التي حصلت فيها اندماجات الى ثلاث سنوات قبل الاندماج وثلاث سنوات بعد الاندماج والتي تتوفر فيها الشروط التالية:

1. ان تكون الشركة الدامجة والشركة المندمجة شركة مساهمة عامة قبل الاندماج وبعده.

2. أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة الدامجة كحد ادنى ثلاث سنوات قبل عملية الاندماج .

3. استمرار الشركة الناتجة عن الاندماج في نشاطها لفترة لا تقل عن ثلاث سنوات بعد عملية الاندماج .

4. الشركة مدرجة في السوق الاول في بورصة عمان للأوراق المالية. وعليه فإن اغلب الشركات كانت ذات مسؤولية محدودة 26 شركة ولعدم تمكنا من الحصول على المعلومات لخصوصيتها فقد كانت العينة تتكون من شركات ذات مساهمة عامة وعددها 14 شركة ولكن لعدم توفر بعض البيانات في بعض السنوات كانت الشركات التي تنطبق عليها الشروط أعلاه ضمت 10 حالات اندماج .

3.3 طرق جمع البيانات

اعتمدت الباحثة في جمع البيانات والمعلومات الخاصة في استكمال موضوع الدراسة على المصادر الثانوية وهي:

1. البيانات المالية المنشورة في بورصة عمان والخاصة في عينة الدراسة التي تشمل البيانات المالية لسنوات ما قبل الاندماج، والبيانات المالية لسنوات ما بعد الاندماج، من خلال موقع البورصة الرسمي (ASE,2020)

2. دائرة مراقبة الشركات بالتوافق مع بورصة عمان للحصول على المعلومات عن حالات الاندماج التي جرت في الاردن، وايضا من خلال الموقع الرسمي لدائرة مراقبة الشركات (CCD,2020)
3. مركز ايداع الاوراق المالية للحصول على المعلومات غير المتوفرة في كل من بورصة عمان ودائرة مراقبة الشركات من خلال الموقع الرسمي (SDC,2020)

4.3 الأساليب الاحصائية المستخدمة لمعالجة البيانات

1. الاحصاء الوصفي الديموغرافي : حيث تم استخدامه لوصف المؤشرات المالية للشركات من خلال برمجية (SPSS.22)
2. الانحدار الخطي البسيط : تم استخدام لاختبار فرضيات الدراسة ولمعرفة اثر كل من المتغيرات (الاندماج، التنوع، صافي الربح، حقوق الملكية) على قيمة الشركة ثم باستخدام برمجية (Stata.15) .
3. Multicollinearity: بما أن الانحدار الخطي المتعدد يفترض أن القيمة المتبقية موزعة بشكل طبيعي أي أنه لا توجد علاقة خطية متعددة بما معناه أن المتغيرات المستقلة لا ترتبط ارتباطاً وثيقاً ببعضها البعض ومن هنا تتوافق معادلة الانحدار الخطي المستخدمة مع افتراض العلاقة الخطية المتداخلة التي تضمن عدم وجود علاقة خطية دقيقة بين المتغيرات المستقل.

5.3 حدود الدراسة

1. الحدود المكانية : اقتصرت هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.
2. الحدود الزمنية : اجريت هذه الدراسة على مدار ثلاث سنوات من قبل تاريخ الاندماج وثلاث سنوات من بعد تاريخ الاندماج لكل شركة .

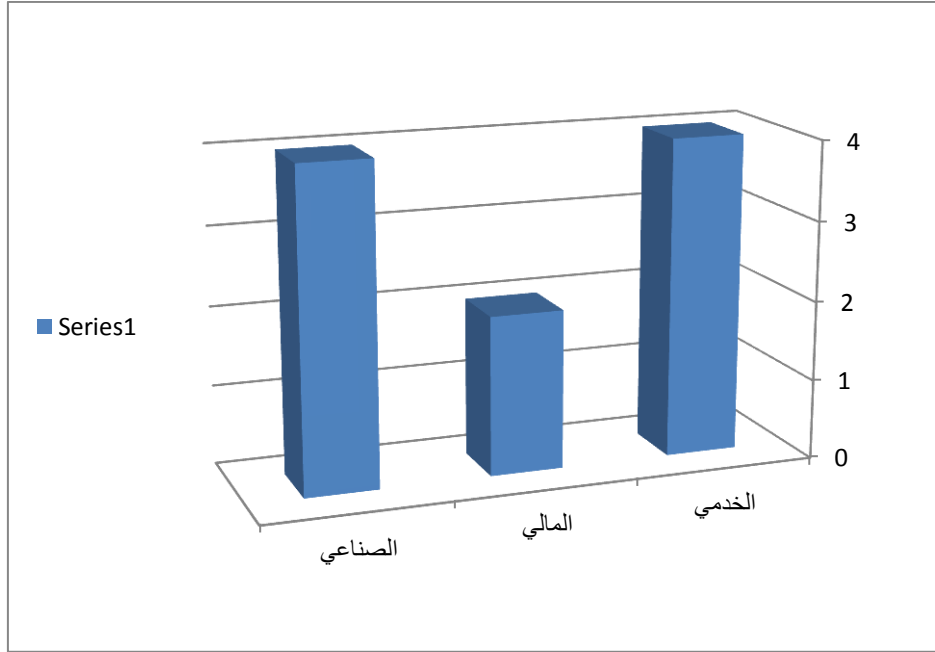
6.3 البيانات الديموغرافية

يوضح الجدول أدناه أهم القطاعات التي تضمنتها الدراسة الحالية بالإضافة إلى عدد الشركات التي تم تضمينها من كل قطاع

جدول (1.3)

القطاعات التي تتضمنها الدراسة

القطاعات	القطاع الخدمي	القطاع الصناعي	القطاع المالي
عدد الشركات المجتمع	4	4	2



الشكل (1.3)

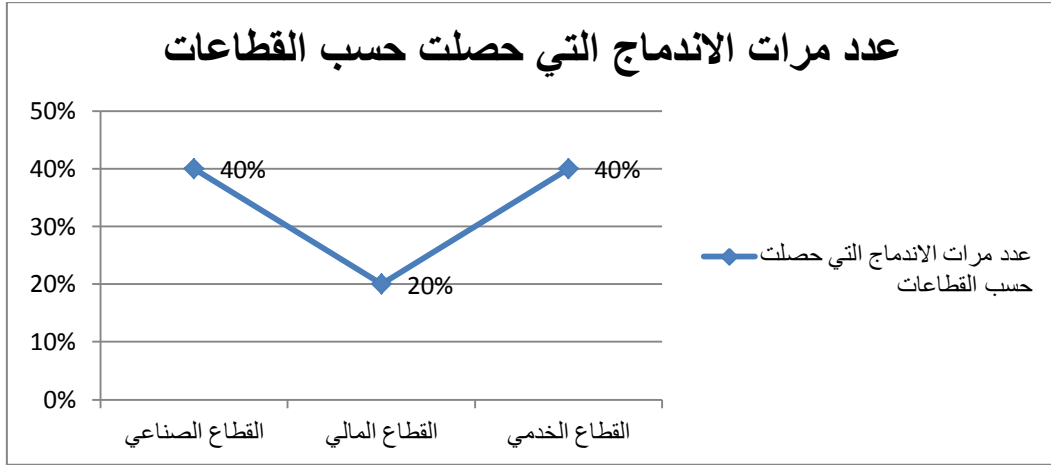
عدد الشركات من كل قطاع

احتوت عينة الدراسة الحالية على أربع شركات من القطاع الصناعي وأربع شركات من القطاع الخدمي وشركتين من القطاع المالي ويُعزى سبب صِغَر حجم العينة الى محدودية عمليات الاندماج بين الشركات المدرجة في بورصة عمان.

جدول (2.3)

عدد مرات الاندماج التي حصلت حسب القطاعات

القطاع	عدد مرات الاندماج	النسبة الى اجمالي الاندماجات
الصناعي	4	40%
المالي	2	20%
الخدمي	4	40%
الاجمالي	10	100



الشكل (2.3)

عدد مرات الاندماج التي حصلت حسب القطاعات

يتبين من خلال الجدول والشكل (2.3) أن عدد مرات الاندماج كان أربع مرات في كل من قطاعي الصناعة و الخدمي ومرتين في شركات القطاع المالي ويمكن تبرير ذلك من خلال التوجه لعمليات السيطرة من خلال الاسهم والتي تقلل فرص حدوث اندماج بين الشركات ويمكن تبرير ذلك منطقياً بأن بعض الشركات تعتبر أن بيئة الأعمال الأردنية غير ملائمة لحدوث اندماج بين الشركات خاصة ان السيطرة عن طريق الاسهم توفر مزايا أفضل من تلك التي يمكن الحصول عليها عن طريق الاندماج، من ناحية أخرى يُعتبر تسجيل الشركات الصناعية والعقارية نسب أعلى من عمليات الاندماج مقارنة بالقطاع المالي الى سهولة اجراءات عمليات الاندماج حيث أن القطاع المالي في الأردن يخضع لتعليمات وقوانين ولوائح البنك المركزي .

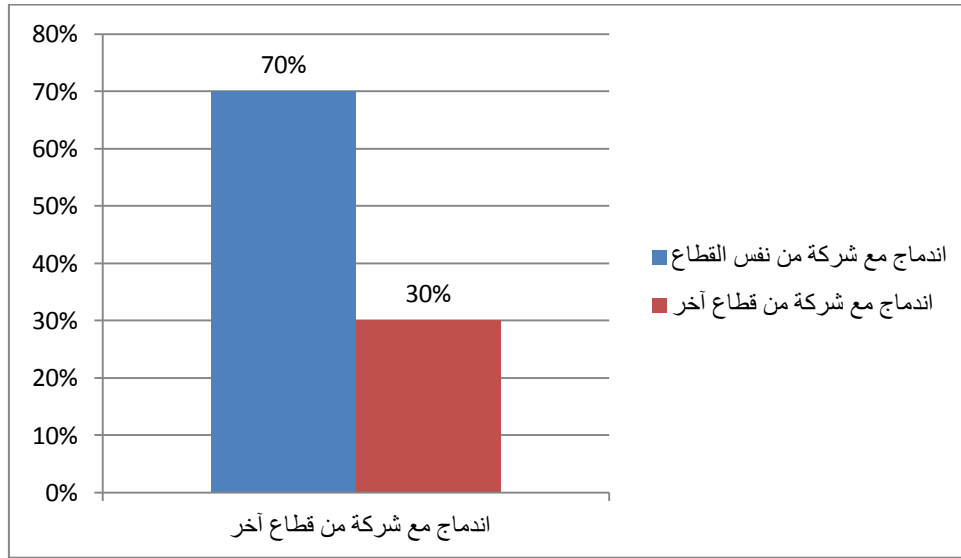
الجدول التالي يوضح اندماج الشركات مع شركات من نفس القطاع او من قطاع

آخر:

جدول (3.3)

اندماج الشركات مع شركات من نفس القطاع او من قطاع آخر

النسبة الى اجمالي الاندماجات	عدد الشركات	التنوع في الاندماج
70%	7	اندماج مع شركة من نفس القطاع
30%	3	اندماج مع شركة من قطاع آخر
100%	10	المجموع

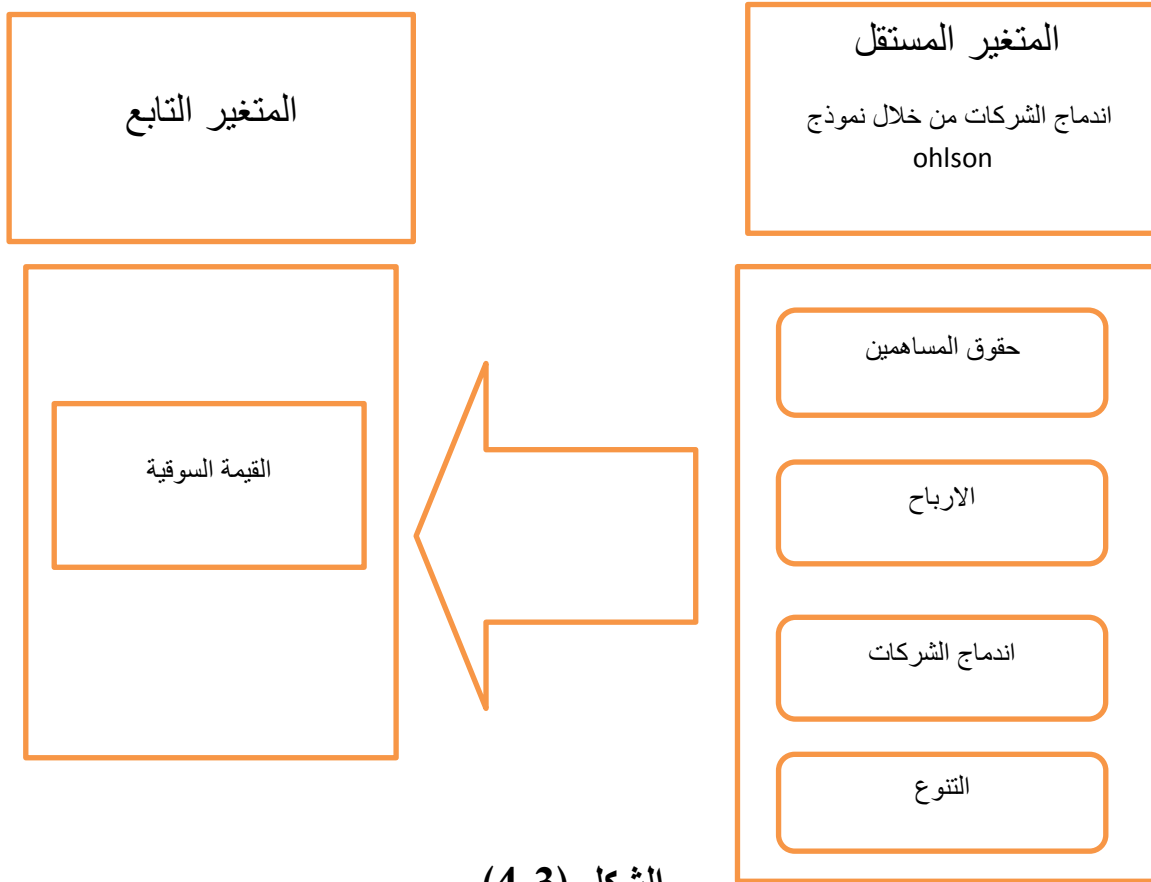


الشكل (3.3)

اندماج الشركات مع شركات من نفس القطاع او من قطاع آخر

يتبين من الجدول والشكل (3.3) أن 70% من الشركات اندمجت مع شركات من نفس قطاعها وأظهرت انعداما للتنوع في الاندماج وذلك لسهولة اجراءات الاندماج مع شركات مماثلة من نفس القطاع ونظرا لتماثل العمليات الا ان 30% من الشركات اندمجت مع شركات من قطاعات أخرى لتقليل كُلف الانتاج واكمال سلاسل الانتاج من دون الحاجة لموردين ولتقليل كُلف الاقتراض والاقتراض بالنسبة لحالة الشركات المالية

انموذج الدراسة:



الشكل (4.3)

انموذج الدراسة

المتغير المستقل

سيتم قياس اثر المتغير المستقل على المتغير التابع من خلال الفرضيات العدمية

التالية

H0₁ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.10$) دلالة لمجموعة المتغيرات باستخدام نموذج Ohlson (مجموع حقوق المساهمين، الربحية الاندماج، التنوع) على قيمة الشركة.

ويتم قياسها من خلال الفرضيات التالية :

H0_{1.1} لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية لمجموع حقوق المساهمين على قيمة الشركة .

H0_{1.2} لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية الى للأرباح على قيمة الشركة.

H0_{1.3} لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية لاندماج الشركات على قيمة الشركة.

H0_{1.4} لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية للتنوع على قيمة الشركة .

حيث تم قياس كل من المتغيرات المستقلة كالآتي :

1. صافي الربح: قامت الباحثة بالحصول على رقم صافي الربح او الخسارة من خلال القوائم المالية الموحدة المنشورة في بورصة عمان، حيث ان جميع الشركات تقوم بعرضها في حساب الارباح والخسائر ولم تحتاج الباحثة الى أي عملية لاحتسابها .
2. حقوق المساهمين: قامت الباحثة بالحصول على القيمة الدفترية لحقوق المساهمين من خلال القوائم المالية الموحدة المنشورة في بورصة عمان، حيث ان جميع الشركات تقوم بعرضها ضمن قائمة المركز المالي ولم تحتاج الباحثة الى أي عملية لاحتسابها.

3. التنوع: قامت الباحثة بتحديد ما اذا كانت عملية الاندماج قد حصلت ضمن نفس القطاع او ضمن قطاع اخر ومن ثم تعبئة البيانات من خلال متغير وهمي بحيث يتم اعطاء الرقم 0 عمليات الاندماج التي حصلت في نفس القطاع والرقم 1 يدل على حالات الاندماج التي حدثت بين قطاعين مختلفين .

4. الدمج: قامت الباحثة بتحديد ما اذا كانت سنة الاندماج قد حصلت قبل عملية الاندماج او بعد عملية الاندماج ومن ثم تعبئة البيانات من خلال متغير وهمي بحيث يتم اعطاء الرقم 0 للسنوات قبل عملية الاندماج والرقم 1 يدل على السنوات بعد عملية الاندماج .

المتغير التابع :

تم قياس المتغير التابع عن طريق قياس ملائمة القيمة من خلال اولسون 1995 يفترض النموذج الذي طوره (Ohlson 1995) العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للشركة (سعر السهم) .

في الدراسة الحالية، تم قياس ملائمة القيمة بناءً على القيمة العادلة للأسهم العادية، حيث تم اختبار تأثير كل من الاندماج والتنوع والقيمة الدفترية لحقوق المالكين والارباح ضمن نموذج Ohlson 1995 بمعنى آخر، تم اختبار تأثير كل من الاندماج والتنوع والقيمة الدفترية لحقوق المالكين والارباح على ملائمة القيمة في نفس النموذج حيث مثلت ملائمة القيمة، القيمة العادلة للأسهم.

الفصل الرابع

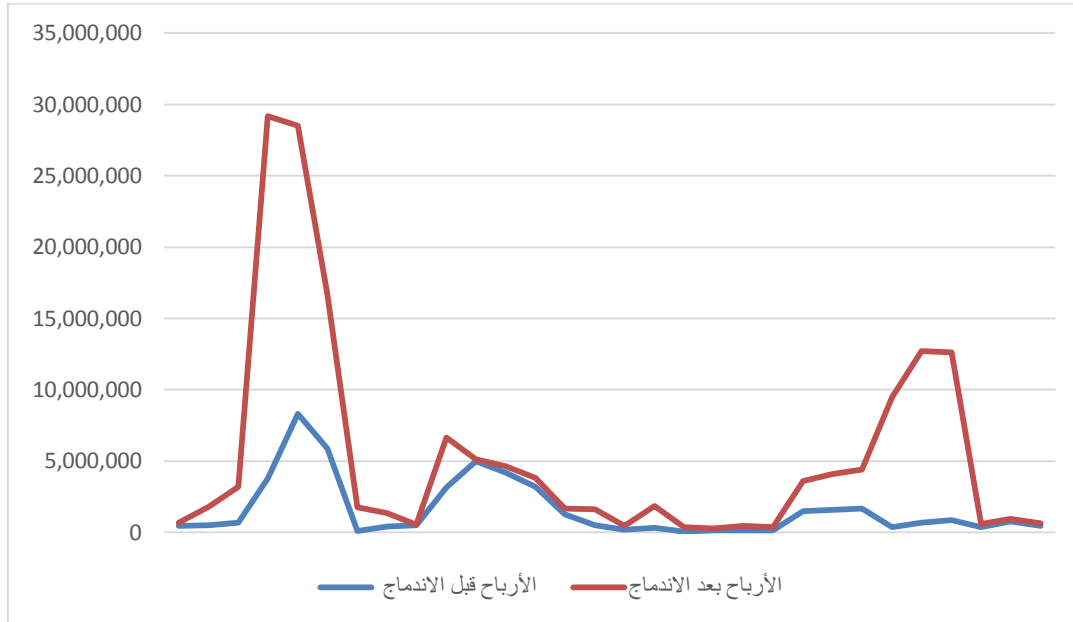
عرض النتائج ومناقشتها والتوصيات

يهدف هذا الفصل الى عرض أهم النتائج التي تم التوصل إليها عن طريق البيانات التي تم جمعها باستخدام بعض الأساليب الإحصائية والتي تظهر نتائج الدراسة لمحورين أساسيين هي الإحصاء الوصفي والتحليلي .

1. الإحصاء الوصفي:

عرضت الدراسة وصفاً لبعض متغيرات الدراسة المهمة.

و يوضح الشكل (1.4) أرباح الشركات قبل و بعد الاندماج :



الشكل (1.4)

أرباح الشركات قبل و بعد الاندماج

يتبين من خلال البيانات المُدرجة في الشكل (1.4) أن أرباح معظم الشركات بعد الاندماج أكبر من أرباحها قبل الاندماج و كان هناك فروقات كبيرة في أرباح بعض الشركات مما يُفسر بأنّ هنالك تحسن ملحوظ في مؤشر الربحية في العديد من هذه الشركات بعد الاندماج مقارنة في ربحيتها قبل الاندماج، حيث تبين من الشكل بأنه لا يوجد شركات كانت أرباحها قبل الاندماج أعلى منها بعد الاندماج.

جدول (1.4)

المتوسط الحسابي لقيمة الأسهم و حقوق المساهمين حسب نوع الاندماج من حيث التنوع

Mean	N	التنوع	
81033967.6364	11	من نفس القطاع	حقوق المساهمين
28536290.7143	28	من قطاع مختلف	
45648800.4545	11	من نفس القطاع	قيمة الأسهم
17094295.6071	28	من قطاع مختلف	
0.563329204	11	من نفس القطاع	قيمة الأسهم / حقوق المساهمين
0.599037057	28	من قطاع مختلف	

كما يتضح من الجدول رقم (1.4) ان المتوسط الحسابي لقيمة الأسهم و حقوق المساهمين للشركات المندمجة (بعد عملية الاندماج) من نفس القطاع تزيد عن المتوسط الحسابي لقيمة الأسهم و حقوق المساهمين للشركات المندمجة من قطاعات مختلفة. و لتجنب تأثير الحجم تم قسمة متوسط قيمة الأسهم للشركات المندمجة من نفس القطاع على حقوق المساهمين للشركات المندمجة من نفس القطاع، و بنفس الآلية للشركات المندمجة من قطاعات مختلفة. حيث يشير للوهلة الأولى إلى وجود فروقات بسيطة بين المجموعتين (من نفس القطاع، قطاعات مختلفة). و من اجل تحديد مدى جوهرية هذه الفروقات تم اختبار هذه المتغيرات باستخدام اختبار t .

جدول (2.4)

اختبار مقارنة حقوق المساهمين، قيمة الأسهم، و مقسميهما بناء على التنوع

Sig. (2-tailed)	df	T		
.006	37	2.931	Equal variances assumed	حقوق المساهمين
.090	10.281	1.870	Equal variances not assumed	
.004	37	3.058	Equal variances assumed	قيمة الاسهم
.069	10.567	2.021	Equal variances not assumed	
.003	26	-3.215	Equal variances assumed	قيمة الاسهم / حقوق المساهمين
.003	23.294	-3.336	Equal variances not assumed	

كما يتضح من الجدول رقم (2.4) تبين ان هنالك فروقات ذات دلالة إحصائية بين قيمة الأسهم للشركات المندمجة من نفس القطاع و الشركات المندمجة من قطاعات مختلفة، و فيما يتعلق في حقوق المساهمين و مقسوم الأسهم على حقوق المساهمين يتضح أيضا ان هنالك فروقات ذات دلالة إحصائية بين الشركات المندمجة من نفس القطاع و الشركات المندمجة من قطاعات مختلفة حيث كانت قيمة (sig) p value اقل من 0.10. لجميع المتغيرات بحسب التنوع مما يشير الى وجود اختلافات جوهرية، حيث كانت الاختلافات لصالح الشركات المندمجة من نفس القطاع كما هو مبين في الجدول رقم (1.4) باستخدام المتوسط الحسابي.

2. الأحصاء التحليلي

حيث يتضمن هذا المحور عرضاً لنتائج اختبار الفرضيات كما يلي :

الفرضية الرئيسية H_{01} :

H_{01} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) لمجموعة المتغيرات باستخدام نموذج Ohlson (مجموع حقوق المساهمين، الربحية الاندماج، التنوع) على قيمة الشركة.

يمكن صياغة النموذج المعياري المستخدم في هذا التحليل كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{Fair value of common equity}_{it} \\ = \beta_0 + \beta_1 \text{Earnings}_{it} + \beta_2 \text{BV of OE}_{it} + \beta_3 \text{Merge}_{it} \\ + \beta_4 \text{Diversification}_{it} + \mu_{it} \end{aligned}$$

القيمة العادلة للأسهم (Fair value of common equity) : القيمة العادلة للأسهم العادية.

الأرباح (Earnings): صافي الربح او الخسارة الذي يتم استخراجة من قائمة الارباح او الخسائر .

القيمة الدفترية ل حقوق الملكية (BV of OE): القيمة الدفترية لحقوق المساهمين او صافي الاصول والتي يتم استخراجها من قائمة المركز المالي .

الاندماج (Merge): والذي يمثل ما قبل الاندماج 0 وبعد الاندماج 1 (Dummy)

التنوع (Diversification): يمثل اندماج الشركات من نفس القطاع 0 و اندماج الشركات من قطاعات مختلفة 1 (Dummy)

يوضح الجدول (4.3) اختبار الانحدار الخطي باستخدام نموذجاً (Ohlson) لقياس تأثير الاندماج على قيمة الشركة من خلال النموذج المعياري المستخدم في المعادلة التالية:
 Number of observations = 70 R-squared = 0.2695
 F(3, 66) = 8.12 Adjusted R-squared = 0.2363
 Probability > F = 0.0001

جدول (3.4)

أثر الاندماج على قيمة الشركة

Fair value of common equity	Coefficient	Standard Error	T	P> t	[95% Confidence Interval]
Earnings	.1147177	.5471896	0.21	0.835	-.9777816 1.207217
BV of OE	.1588878	.0608841	2.61	0.011	.0373287 .2804469
Merge	1524060	703609.3	2.17	0.034	2928861 119258.8
Diversification	-2793343	1655896	-1.69	0.096	-6100396 513709.8
Constant	1.68e+07	2894046	5.82	0.000	1.11e+07 2.26e+07

في الجدول (3.4) واعتماداً على قيمة P فيما يتعلق باثر الارباح على قيمة الأسهم تبين عدم وجود أثر لها على قيمة الشركة. في حين تبين وجود أثر لكل من المتغيرات (القيمة الدفترية لحقوق المساهمين والاندماج والتنوع) على قيمة الشركة حيث كانت P كما يلي (0.011,0.034,0.096) على التوالي .

مع الإشارة أنّ هذا الأثر كان ايجابياً لمتغير القيمة الدفترية لحقوق المساهمين و الاندماج في حين أثر التنوع في الاندماج بحسب القطاع بشكل سلبياً على قيمة الشركة . ومن الواضح أنّ هذا النموذج يفسر ما قيمته 26,9 % . حيث يوضح هذا النموذج أثر كل عامل من العوامل المدرجة (الأرباح، القيمة الدفترية لحقوق المساهمين، الاندماج، التنوع) على قيمة الشركة باستخدام نموذج Ohlson، وبذلك أنّ عدم وجود علاقة للأرباح على قيمة الشركة هي نتيجة وجود هذا المتغير الى جانب المتغيرات الاخرى في قياس العلاقة .

بمعنى اخر من المحتمل ان يكون لمتغير الارباح تأثيراً على قيمة الشركة اذا تم فحصه بشكل مستقل لان نموذج Ohlson يقوم بفحص أثر هذا المتغير على قيمة الشركة بالمقارنة مع باقي المتغيرات في نفس النموذج .

بناءً على ذلك يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على ان " لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) للأرباح على قيمة الشركة " حيث تم رفض الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على ان " لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) لمجموع حقوق المساهمين على قيمة الشركة " وايضا رفض الفرضية الفرعية الثالثة والتي تنص على ان " لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) لتنوع على قيمة الشركة " و اخيراً تم رفض الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص " لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) لاندماج الشركات على قيمة الشركة "

ولأخذ أثر هذه المتغيرات بشكل مستقل (دون تضمينها مع متغيرات أخرى في نموذج Ohlson). وبغيتاً للتأكيد على النتائج التي ظهرت في نموذج Ohlson تم اختبار أثر كل متغير بشكل مستقل على قيمة الشركة .
ومن هنا سيتم اعادة فحص المتغيرات كما يلي :
الفرضية الفرعية H0.1 :

لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) لمجموع حقوق المساهمين على قيمة الشركة .

يمكن صياغة النموذج المعياري المستخدم في هذا التحليل كما يلي:

$$\text{Fair value of common equity}_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV \text{ of } OE_{it} + \mu_{it}$$

Number of observations = 70 R-squared = 0.2174
F(1,68) = 18.89 Adjusted R-squared = 0.2059
Probability > F = 0.0000

الجدول (4.4)

اثر حقوق المساهمين على قيمة الشركة

Fair value of common equity	Coefficient	Standard Error	T	P> t	[95% Confidence Interval]
BV of OE	.1523082	.0350389	4.35	0.000	.0823892 .2222273
Constant	1.23e+07	1989974	6.16	0.000	8281372 1.62e+07

نلاحظ من الجدول (4.4) واعتماداً على قيمة P والتي تساوي 0.000 فإنه سوف يتم رفض الفرضية العدمية و قبول الفرضية البديلة التي نصت على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير مجموع حقوق المساهمين على قيمة الشركة وكما نلاحظ أن التأثير ايجابي حيث أن معامل التحديد يفسر النموذج ونسبة 21.7% وهذا يتوافق مع نتائج الواردة في نموذج Ohlson ايضاً .

الفرضية الفرعية $H_{01.2}$:

لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) للأرباح على قيمة الشركة.

يمكن صياغة النموذج المعياري المستخدم في هذا التحليل كما يلي:

$$\text{Fair value of common equity}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Earnings}_{it} + \mu_{it}$$

Number of observations = 70 R-squared = 0.1523
F(1,68) = 12.21 Adjusted R-squared = 0.1398
Probability > F = .00008

جدول (5.4)

اثر الأرباح على قيمة الشركة

Fair value of common equity	Coefficient	Standard Error	T	P> t	[95% Confidence Interval]
Earnings	1.148472	.3286131	3.49	0.001	.4927344 1.804209
Constant	1.48e+07	1814233	8.16	0.000	1.12e+07 1.84e+07

بناءً على الجدول (5.4) واعتماداً على قيمة P والتي تساوي 0.001 فإنه سوف يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير الأرباح على قيمة الشركة وكما نلاحظ أن التأثير ايجابي حيث أن معامل التحديد يفسر النموذج ونسبة 15.2% مع الإشارة الى أن هذه النتيجة لم تتوافق مع النتيجة

التي تم عرضها بحسب نموذج Ohlson لهذا المتغير بناءً على حقيقة أنّ العوامل الأخرى (الاندماج، التنوع، القيمة الدفترية لحقوق المالكين) كان لها أثر على قيمة الشركة بشكل أكبر أو بشكل أساسي مقارنة مع متغير الأرباح.

الفرضية الفرعية H0_{1.3}:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) للتنوع على قيمة الشركة

يمكن صياغة النموذج المعياري المستخدم في هذا التحليل كما يلي:

$$\text{Fair value of common equity}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Diversification}_{it} + \mu_{it}$$

Number of observations = 70 R-squared = 0.1187
 $F(1,68) = 9.16$ Adjusted R-squared = 0.1057
 Probability > F = 0.0035

جدول (6.4)

اثر التنوع على قيمة الشركة

Fair value of common equity	Coefficient	Standard Error	T	P> t	[95% Confidence Interval]
Diversification	-1.09e+07	3615584	-3.03	0.003	-1.82e+07 -3725957
Constant	3.18e+07	4983739	6.39	0.000	2.19e+07 4.18e+07

في الجدول (6.4) واعتماداً على قيمة P والتي تساوي 0.003 فإنه يشير الى رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة والتي نصت على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير التنوع على قيمة الشركة ومن الجدير ملاحظة التأثير السلبي حيث أن معامل التحديد يفسر النموذج ونسبة 11.8% وهذا يتوافق مع النتيجة التي تم الحصول عليها باستخدام نموذج Ohlson.

الفرضية الفرعية H0_{1.4}:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.10$) لاندماج الشركات على قيمة الشركة

يمكن صياغة النموذج المعياري المستخدم في هذا التحليل كما يلي:

$$\text{Fair value of common equity}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Merge}_{it} + \mu_{it}$$

Number of observations = 70 R-squared = 0.0137
 $F(1,68) = 0.95$ Adjusted R-squared = -0.0008
 Probability > F = 0.3338

الجدول (7.4)

اثر الاندماج على قيمة الشركة

Fair value of common equity	Coefficient	Standard Error	T	P> t	[95% Confidence Interval]
Merge	1.734520	703609.3	2.17	0.045	.5208450 .126179
Constant	2.02e+07	3153168	6.40	0.000	1.39e+07 2.65e+07

في الجدول (7.4) واعتماداً على قيمة P والتي تساوي 0.045 سيتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة و التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير الاندماج على قيمة الشركة وكما نلاحظ أن التأثير ايجابي حيث أن معامل التحديد يفسر النموذج ونسبة 1.3% وهذا يتوافق مع النتيجة التي تم الحصول عليها باستخدام نموذج . Ohlson

ويمكن تلخيص النتائج للفرضيات الفرعية بالجدول التالي (8.4):

جدول (8.4)

نتائج الفرضيات الفرعية

رقم الفرضية	الفرضية	القرار	طبيعي الاثر
H01.1	لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.10)$ لمجموع حقوق المساهمين على قيمة الشركة	رفض الفرضية العدمية وقبول البديلة	ايجابي
*H01.2	لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.10)$ للارباح على قيمة الشركة	رفض الفرضية العدمية وقبول البديلة	ايجابي
H01.3	لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.10)$ للتنوع على قيمة الشركة	رفض الفرضية العدمية وقبول البديلة	سلبي
H01.4	لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.10)$ لاندماج الشركات على قيمة الشركة	رفض الفرضية العدمية وقبول البديلة	ايجابي

* مع العلم أن الفرضية الفرعية الثانية تم قبولها باستخدام نموذج Ohlson وتم رفضها عند قياسها بشكل مستقل مما يجعل الباحثة تعتمد نسبياً على الاحصاء الوصفي في تفسير هذا المتغير عند مناقشة النتائج.

1.4 مناقشة النتائج

يتضمن هذا الجزء ملخصاً لأهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة حول أثر الاندماج على القيمة السوقية للشركة (حالة الشركات المدرجة في بورصة عمان)، بعد تحليل

هذه النتائج ومناقشتها وفقاً لأسئلة الدراسة واختبار الفرضيات و الدراسات السابقة حيث تمثلت نتائج الدراسة على النحو الآتي :

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الاولى فيما يتعلق بحقوق المساهمين :

فيما يتعلق في نتائج الفرضية الفرعية الاولى والتي أشارت الى وجود علاقة للقيمة الدفترية لحقوق المساهمين على قيمة الشركة توافقت مع نتائج العديد من الدراسات التي فحصت أثر متغير القيمة الدفترية على قيمة الشركة ضمن متغير Ohlson مثل دراسة (Turel, 2009) و دراسة (Othman& Chebaane, 2014) التي اشارت الى ارتفاع القيمة الدفترية لحقوق المساهمين بعد الاندماج حيث كان لها اثر على قيمة الشركة .

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية فيما يتعلق بالأرباح :

اعتمدت الباحثة بشكل رئيسي على الإحصاء الوصفي لتفسير تغير الاندماج كما هو مبين في الشكل (4.2) حيث تبين من هذا الشكل ان الأرباح تحسنت بشكل ملحوظ بعد عملية الاندماج مما يتوافق مع دراسة كل من :

دراسة (خلف، 2019) والتي أشارت بأنّ للاندماج أثر ايجابياً على أدائها المالي خصوصاً من خلال التحسن في صافي المبيعات عما كانت عليه قبل الاندماج، دراسة (الحايك، 2015) والتي أشارت لوجود اثر للاندماج في متغيرات ربحية السهم و الأرباح الموزعة للسهم، دراسة (ابن معتوق، 2020) حيث أشارت الى أنّ البنك استطاع تحسين أدائه المالي بعد عمليات الاندماج حيث تحسنت لديه كل من مؤشرات الربحية والسيولة والملاءة المالية، دراسة (AL-Ruwaili, 2009) حيث اشارت الى أنّ هنالك أثراً ذا دلالة احصائية لسياسة الاندماجات على الأداء المالي للشركات من خلال أثر سياسة الاندماج، دراسة (Tiwari, 2014) أشارت الى وجود تحسن بنسبة صافي الربح الى اجمالي رأس المال وبنسبة اجمالي الدخل الى اجمالي رأس المال، وتتفق جزئياً ايضاً مع (السنيدي، 2015) انه يوجد اثر فقط على مستوى الشركة الواحدة ولا يوجد أثر للاندماج على الشركات المساهمة العامة الاردنية. و كما خالفت دراسة كل من (الدباس، 2012) حيث أشارت الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين عملية اندماج الشركات وبين ما تم تحقيقه من أرباح وعزا الباحث ذلك الى المراكز المالية الضعيفة لهذه الشركات قبل عملية الاندماج وبالتالي فإنّ عملية الاندماج يجب ان يسبقها حلول مالية أخرى كإعادة الهيكلة

المالية وبحث العوامل المسببة للتعثر المالي الذي استدعى الاندماج ويمكن تبرير ذلك بسبب الاختلاف في مجتمع الدراسة حيث كان مجتمع الدراسة للقطاع الصناعي فقط، دراسة (Said et al, 2008) حيث اشارت الى ان الاندماج لم يعزز الاداء المالي ويمكن تبرير هذا الاختلاف على اساس اختلاف مجتمع الدراسة حيث كانت مجتمع الدراسة بنك مصرفي فقط وايضا اختلاف سياق الدراسة حيث كانت في ماليزيا.

نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة فيما يتعلق بالتنوع :

توصلت الدراسة الى وجود علاقة عكسية للتنوع على قيمة الشركة وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت اليه العديد من الدراسات السابقة وهي :

دراسة (Lipczynski&Wilson,2004) حيث اشارت الى ان الاندماج بين شركتين او أكثر تعمل في المجال نفسة يحقق انجاز افضل حيث يسعى الى تعزيز التعاون وزيادة الحصة السوقية واستغلال وفور الحجم والتنوع وتقيم الخدمات المختلفة حيث يتأثر مستوى المنافسة في الصناعة بالاندماج الافقي، دراسة (Moborto,2012) والتي فضلت الاندماج الافقي في مجال الصناعات التي تتميز بعدد الشركات القليل لان المنافسة تكون عالية والتي تزيد من فرصة حصولها على حصة سوقية بشكل كبير، و كما عارضت دراسة (Alam et al, 2014) التي اعطت افضلية لاندماج الشركات ضمن القطاعات المختلفة في مجال عملها دون ان يكون لها علاقة بالمنافسين بحيث اشارت الى ان هذا النوع من الاندماج سيحقق التكامل لتخصيص الاموال بكفاءة وتنويع المخاطر وزيادة الفرص لدخول اسواق جديدة ناشئة، وتعارضت ايضا مع دراسة (Geppert & Kamerschen,2008) التي أشارت الى ان التنوع له اثر في القيمة و الارباح.

و بالرجوع الى الاحصاء الوصفي كما هو مبين في الجدول (4.1) و(4.2) يبين ان التنوع كان له أثر سلبي على قيمة الشركة وعلى قيمة الاسهم مقسومة على القيمة الدفترية لحقوق المساهمين حيث تشير البيانات الوصفية الى ان التنوع في اندماج الشركات من القطاعات المختلفة كان له أثر على قيمة الشركة بعد الاندماج بشكل اقل من أثر الاندماج من نفس القطاع على قيمة الشركة من هنا يتضح أن البيانات الوصفية تؤكد النتائج التي توصلت اليها الباحثة باستخدام اختبارات التحليلية الانحدار البسيط.

وهذا يتوافق مع نظرية الكفاية التفاضلية حيث ترى هذه النظرية ان الاندماج يحقق زيادة في كفاءة إدارة الشركة المندمجة، وتعتبر نظرية الكفاية التفاضلية من أكثر النظريات التي يمكن استخدامها لتفسير الاندماج، إنّ إدارة الشركة الدامجة وفقاً لهذه النظرية تسعى إلى إتمام النقص لدى الشركة المندمجة لذلك من المحتمل أن تكون هذه النظرية أساساً للاندماج الأفقي، أي أنه إذا كانت إدارة الشركة الدامجة أكثر كفاية من الشركة المندمجة فإذا اندمجت الشركتان وكان بإمكان الشركة الدامجة أن ترفع من مستوى كفاية الشركة المندمجة إلى مستوى كفاية إدارتها، فإنّ الكفاية ترتفع من خلال الاندماج.

نتائج اختبار الفرضية الرابعة فيما يتعلق في الاندماج:

توصلت الدراسة الى وجود علاقة لاندماج الشركات على قيمة الشركة وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت اليه العديد من الدراسات السابقة:

دراسة (مشجل و بلاسم، 2016) التي أشارت الى أنّ الاندماج يؤدي الى ارتفاع قيمة الشركة بعد الاندماج بشكل يفوق مجموع قيم الشركتين المندمجتين قبل الاندماج، دراسة (الحايك، 2015) التي أشارت لوجود اثر للاندماج في متغيرات القيمة السوقية للسهم و القيمة الدفترية للسهم و ربحية السهم والأرباح الموزعة للسهم كما أشارت ايضاً لوجود أثر لإعلان الاندماج في المدى القصير و الطويل في متغير القيمة السوقية، وأشار (Salina,2010) الى أنّ هناك مكاسب للاندماج في القيمة السوقية للسهم، دراسة (حسين و العبودي، 2020) أشارت الى الارتفاع التدريجي لمؤشرات أداء السهم لسنوات ما بعد الاندماج واتفقت جزئياً مع دراسة (Dilshad, 2013) حيث توصلت الدراسة الى أنّ البنوك الدامجة حصلت على عوائد غير طبيعية بارتفاع اسعار أسهمها في المدى القصير أما البنوك المستهدفة فقد حصلت على عوائد غير طبيعية يوم اعلان الاندماج ولم يطرأ عليها أيّ تحسن بعد ذلك ويمكن تبرير الاختلاف بسياق الدراسة حيث كانت في بنوك أوروبا.

وهذا يتوافق مع نظرية التداؤب والتي تنص على ان " تتحقق هذه النظرية عندما تكون قيمة الشركة الجديدة التي تنتج من الاندماج أكبر من مجموع قيم الشركات قبل عملية الاندماج فقد يتحقق التداؤب أو لا يتحقق من عملية الاندماج، فإن كانت قيمة الشركة الجديدة أكبر من حاصل جمع قيمة الشركتين منفصلتين أو إذا كانت قيمة الشركة الجديدة

تساوي مجموع قيم الشركتين قبل عملية الاندماج يمكن الحكم في هذه الحالة فإنّ التداؤب لا يتحقق .

وايضاً تتوافق مع نظرية الكفاية التفاضلية حيث تعتبر نظرية الكفاية التفاضلية من أكثر النظريات التي يمكن استخدامها لتفسير الاندماج، فإنّ إدارة الشركة الدامجة وفقاً لهذه النظرية تسعى إلى إتمام النقص لدى الشركة المندمجة، أي أنّه إذا كانت إدارة الشركة الدامجة أكثر كفاية من الشركة المندمجة فإذا اندمجت الشركتان وكان بإمكان الشركة الدامجة أن ترفع مستوى كفاية الشركة المندمجة إلى مستوى كفاية إدارتها، وبالتالي فإنّ الكفاية ترتفع من خلال الاندماج .

2.4 التوصيات

1. ضرورة استحداث أساليب وأدوات رقابية جديدة لمواكبة التطورات المستمرة في النشاط المصرفي والأسواق المالية والنقدية الدولية، ومتابعة عمليات الاندماج فيما إذا حققت نجاحات أو إخفاقات ومحاولة إيجاد حلول للإخفاقات.
2. ضرورة القيام بدراسة شاملة لأوضاع الشركات الراغبة في الاندماج من كافة الجوانب المالية والإدارية وذلك قبل تحديد القيم العادلة للأصول والخصوم لكل شركة.
3. ضرورة مراجعة الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل والأصول الثابتة والتأكد من وجودها المادي وقيمتها العادلة في الشركات قيد الاندماج.
4. الشركات التي تعاني من صعوبات ومشاكل توجية أنظارها إلى الاندماج لما يحققه من مزايا مالية تساعد في زيادة كفاية وفاعلية الشركات كما هو الحال في تحقيق التداؤب وتخفيض التكاليف وتعظيم الأرباح وتعظيم القيمة السوقية.
5. وتحفيز الشركات الضعيفة على الاندماج مع الشركات الكبيرة لتقوية موقفها المالي.
6. دراسة ما إذا كان هنالك حاجة كإستراتيجية للتوسع، كما يجب على الشركات استخدام استراتيجيات أخرى، مثل استراتيجية تخفيض النفقات وإعادة التنظيم .
7. بضرورة التوسع مستقبلاً من خلال زيادة عدد السنوات بعد الاندماج ولكافة المؤشرات لبيان مدى ايجابية الاندماج على مؤشرات الاداء.

8. نوصي بالاندماج للشركات الضعيفة حيث يؤدي الاندماج الى تخفيض التقلبات الشديدة في العائد واستقراره وتخفيض المخاطر المشتركة للشركة الدامجة بالاضافة الى مديري الشركات المندمجة غالبا ما يسعون الى اتمام عملية اندماج لما يحققه من منافع ذاتية من وراء الاندماج نتيجة نمو الشركة التي يديرونها
9. دعم الاقتصاديات الانتاجية والتأزر وتعزيزها بدل من الاحتكار بحيث يوفر بيئة مناسبة للشركات المندمجة لتحقيق ارباح بناء على كفاءتها بدل من الاعتماد على القوى الاحتكارية التي ستؤدي ايضا الى زيادة قوى المنافسين في الصناعة التي تنتم في الاحتكار.
10. بناء على نتائج الدراسة تشجع الباحثة على الاندماج من نفس القطاع مما يساهم في الحصول على حصة سوقية اكبر.

المراجع

أ. المراجع باللغة العربية

أبو زينة، أحمد عبد الوهاب سعيد، 2012، الإطار القانوني لاندماج الشركات التجارية: دراسة مقارنة القانون الفلسطيني، الأردني، المصري)، كلية الحقوق، جامعة القاهرة.

أبو نصار، محمد (2013) المحاسبة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان الأردن.

الاتحاد الدولي للمحاسبين، المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، ترجمة جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، مجموعة طلال أبو غزالة، عمان، الأردن، 2012. اتحاد المصارف الكويتية، (2003) الاندماج في السوق المصرفية الحديثة" السنة الثالثة العدد7.

آل شبيب، دريد، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، عمان، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2009 م.

تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2012، صادرة بالاستناد لأحكام المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، المادة رقم (2). توفيق، حسن أحمد، (1982) م " التمويل والإدارة المالية في المشروعات التجارية "الدار الجامعة، الاسكندرية .

جانكير بيك، مها مصطفى (2005)، المصارف العراقية بين خيارى الرسملة والاندماج "دراسة على عينة من المصارف التجارية" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الموصل، العراق .

حماد، طارق عبد العال، التقارير المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005م. حماد، طارق عبد العال، اندماج وخصخصة البنوك، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 1999، ص5.

حوحو، سعاد، واقع الاندماج المصرفي في الدول العربية، مجلة ابحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكره، الجزائر، العدد الحادي عشر، 2012، ص 33-47.

خضير، عقبة، (2015) أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية/دراسة حالة سوق الدوحة-قطر-للأوراق المالية (2008-2013)، أطروحة منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

الدباس، معتصم محمد، أثر الاندماج على أداء الشركات وأرباحها، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرون، العدد الثاني، 2012م، ص 512-544.

الرازي، (1990)، مجمع اللغة العربية، بغداد.
الربيعي، جبار جاسم (2005)، أثر الاندماج على أداء الشركات المصرفية الخاصة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، عدد 10، ص 265-296.
الزبيدي، حمزة محمود، (2008) م "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الثانية، الورق للنشر والتوزيع، عمان.

سميرة، لطرش، (2010)، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم/دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية أطروحة منشورة، جامعة منتوري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.

الشريفي، ناظم، والعامري، سعود، (2009) م "المحاسبة المتقدمة في الشركات الأسس النظرية والعلمية لاحتساب قيمة الشركات"، دار زهران للنشر.
الشماع، خليل محمد حسن (1992)، الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، مطابع جامعة بغداد، العراق.

شومان، حسنين فيصل حسن، (2017)، أثر دورة التحول النقدي في القيمة السوقية للسهم/دراسة تطبيقية في شركة الكندي للقاحات والأدوية البيطرية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، جامعة بابل، المجلد 9، العدد 1.

العامري، محمد علي ابراهيم (2010) الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- غالي، بتول علي عبد، (2017)، دور التحليل المالي في تعزيز العالقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم في المصارف التجارية/دراسة تطبيقية، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 3.
- الغصين، هال بسام عبد الله (2004)، استخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثرات الشركات، رسالة ماجستير كلية التجارة، جامعة غزة، فلسطين
- القاضي، حسين، دحدوح، حسين، حمادة، رشا (2007)، المحاسبة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- قنوع نزار، شريقي طرفة، إسماعيل رولا غازي، الاندماج المصرفي وضروراته في العالم العربي، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (31)، العدد (1)، 2009م.
- الكيلاي، محمد هاني احمد (1999)، تقييم مكاسب عمليات الاندماج بين الشركات المساهمة العامة في الأردن، دراسة حالة القطاع المصرفي، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن.
- مجلة نقابة المحامين الأردنيين لسنة 1988، ص 104.
- مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، دار عمران، الطبعة الثالثة، القاهرة، 1985، ص 305.
- المحفظة الوطنية للأوراق المالية، الأسهم الجاذبة في بورصة عمان، 010م، www.mahfaza.com.jo
- مطر والزواتي، عبد الكريم (1994)، المحاسبة المتقدمة، حالات وتطبيقات عملية في المشاكل المحاسبية المعاصرة، دار حنين، عمان الأردن.
- المعيني، سعد سليمان عواد؛ زياد، هدى سلمان، 2016، تأثير جودة الأرباح على القيمة الحقيقية للأسهم وقيمة الشركة دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق لألوراق المالية، مجلة التقني، مجلد 29، العدد 1.

مهلهل و هادي، 2020 "اندماج الشركات العامة في ظل المعايير المحاسبية الدولية
"دراسة تطبيقية في عينة من الشركات العامة العراقية، مجلة كلية الكوت الجامعة/
العلوم الانسانية .

مشجل و بلاسم، 2016 "دور اندماج الأعمال في تعظيم القيمة السوقية لشركات المساهمة
الخاصة" دراسة تطبيقية في شركة أثير وعراقنا للاتصالات، مجلة كلية الكوت
الجامعة/كلية الادارة والاقتصاد

نصر، خالد جمال (2015) "أثر الاعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة
السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"،
رسالة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة العلوم
التطبيقية.

النعيمة، عدنان تايه ذياب، (2018)، طبيعة النشاط والقيمة السوقية للمنشأة/دراسة مقارنة
في سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية، مجلة كلية المأمون، العدد 31.
ياسين، سعد غالب (1999)، "الإدارة الدولية: مدخل استراتيجي"، ط1، دار اليازوري
العلمية للنشر والتوزيع.

يونس، خالد عبد الرحمن جمعة (2011)، إثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات
المالية على عوائد الأسهم/دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين
للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، كلية
التجارة.

ب. المراجع باللغة الأجنبية:

- Al Saedi, Alaa A. Salih (2010) "**The effect of dividend policy on market value UK empirical study**", Doctoral thesis, Durham Business school, Durham University, UK.
- Alam et al, 2014, **strategic management; managing mergers & acquisition**, op. cit , p6 .
- Babu, G. R. (2005). **Financial Services in India: Concept Publishing Company.**
- Baniya, Dinesh& Shah,Manjeela(2016), **A Study On The Factors Affecting Merger And Acquisition Decision In Nepalese Banking Sector**, Faculty of Business and Law Department of Economics and Business Administration,University of Agder, Nepalese.
- Brealey ,R.A., Myers,M.C.,(2006) ," **Principles of Corporate Finance**" , Mc Graw- Hill Companies Inc
- Brigham, Eugene & Michael C. Eltrhardt, Financial Management – Jensen M., & Meckling W., (2006),"Theory of the Firm Managerial Behavior "Agency Costs, and Owner Ship Structure, **Journal of financial Economic**, October
- Broderick ,A., Hooley ,G., and Moller ,K., (1998) ," Competitive Positioning and the Resource – Based View of the Firm " , **Journal of Strategic Marketing** , Vol.6, 6(2),97-116.
- Capron , L., (1995) ,"**Historical Analysis of Three Waves of Mergers and Acquisitions in the United States (1887-1904,1916-1929,1950-1970)**", Triggering Factors , Motivations and Performance.
- Carpenter ,M.A, Davison ,R.B, Devers C.E, Haleblan , J., and Mc Namara ,G., (2009) ," Taking Stock of What We Know about Merger and Acquisitions " , Areview and Research Agenda , **Journal of Management** ,Vol.35(3) , 469-502
- Chebaane, Sawcen and Hakim Ben Othman. 2014. “**The Impact of IFRS Adoption on Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: The Case of Emerging Markets in African and Asian Regions.**” *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 145:70–80.
- Chen, C., & Findlay, C. (2003). **A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC.** *Asian-Pacific Economic Literature*, 17(2), 14-38.
- Christodoulou,Petros & Drogalas George (2012), **Evaluating Post-Merger Performance and Risk at Conglomerate Mergers in Greece.** JEL Classification ,p p:1-16.
- ChunlaiChen , Z., and Findlay ,C., (2003) ," **A Review of Gross – Border Mergers and Acquisitions in APEC** " , *Astam – Pacific Economic Literature* , 17(2) , 14 – 38

- ChunlaiChen , Z., and Findlay ,C., (2003), "**A Review of Gross – Border Mergers and Acquisitions in APEC**" , Astam – Pacific Economic Literature , 17(2) , 14 – 38
- Das, Subhash Chandra (2013) "**Business accounting and financial management**", Rimjhim House, Delhi.
- Elexander, David R., Falta, Michael, and Willett, Roger J. (2012) **Using forecasting criteria to identify value relevance in the relationship between accounting numbers and market value**, "ABACUS", Vol. 48, No.3.
- Gaughan, P. A. (2010). **Mergers, acquisitions, and corporate restructurings**: Wiley
- Gaughan,P. ,(2007), "**Mergers Acquisition and Corporate Restructurings**" , Fourth Edition ,Hoboken, new jersey .
- Geppert , G., & Kamerschen , D., (2008) ," **The Effect of Mergers on Implied Volatility of Equity Options** " , International Review of Financial Analysis 17 , 330-344.
- Green, M. B. (1990). **Mergers and acquisitions: geographical and spatial perspectives**: Routledge London.
- Haried,A. A.,Imdieke , I. F., and Smith , R.E (1994) . **Advanced Accounting**, Sixth Edition , john Wiley & Sons, INC,new York, USA.
- Irshad, m. (2005). **Introduction to business**. 65 capitalization: Naveed 65 capitalization.
- Issawi, Abdul Karim Jaber (2005), **An analytical study of the phenomena of economic integration and ownership with a focus on the banking sector**, unpublished doctoral thesis submitted to the Council of the Faculty of Management and Economics, University of Mustansiriya.
- Jensen , M.C, &Ruback R.s, (1986) ," The Market for Corporal Control ", The Scientific Evidence , **Journal of Financial Economics** 5 – 50 .
- Jensen M.,& Meckling W., (1988) ," Theory of the Firm Managerial Behavior " , Agency Costs ,and Owner Ship Structure , **Journal of Financial Economic** , October
- Kapoor, Jack R,Dlabay, lesr & Hughes, Robert, (2009), "**Personal Finance**", 9th edition, Mc Graw-Hill,USA .
- Kumar, S., & Bansal, L. K. (2008). **The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India**. **Management Decision**, 46(10), 1531-1543.
- Lewis , Richard , Pendrill , David , (2004) ," **Advanced Financial Accounting** " , Seventh Edition , Prentice Hall , Englang
- Lipczynski, J., & Wilson, J. (2004). The economics of business strategy: Financial Times/Prentice Hall. and Acquisitions", **European Management Journal** , 19 (3) , 239.
- Lipczynski, J., & Wilson, J. (2004). **The economics of business strategy: Financial Times/Prentice Hall**.

- Marin, 2012, **merger and acquisitions in latin America**, op. cit, p6.
- MBOROTO,S,N.(2013). **The effect of merger and acquisitions on the financial performance of petroleum firms in Kenya**, university of Nairobi, Unpublished project , school of Business .
- Moctar & Xiaofang, 2014, **the impact of mergers and acquisition on the financial performance of west African banks**, op. cit, p2.
- Montgomery , Cynthia ,and Habirsingh , (1984) , " Diversification Strategy and Systematic Risk " , **Strategic Management Journal** , 5, pp 181 – 191.
- Nekhili, Mehdi, and Cherif, Moez (2011) **Related parties transactions and firm's market value: the French case**
- Rehman, Atiqa, and Ali Shah, Syed Zulfiqar (2013) Board Independence-Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Pakistan, **"Journal of Contemporary Research In Business"**, Vol.5, No. 3
- Rene , Timo , (2012), **"Performance Effects of Mergers with in the German Cooperative Banking Sector"**, Master of Science in Business Administration, Financial Management
- Roll , R., (1986) , " The Hypothesis of Corporate Takeovers " , **the Journal of Business** , Vol. 59 , No.2 , Part 7 ,197- 216 ..
- Ross , S.A. , Westerfield ,R.W.,and Jaffe,J.(2012) . **corporate Finance**, 9th Edition ,McGraw-Hill/Irwin , New York, USA.
- Ross , Stephen A., Wester , Field Randolph W., and Jordan , Bradford D (2001) **"Essentials of Corporate Finance"**, 3 Edition, Copyright By – McGraw – Hill Companies Inc., U.S.A
- Ross, Joel E, (1995), **Total Quality Management Text cases and Readings**, stilucie Press, U.S.A
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe & Bradford D. Jordan **"Corporate Finance"**, McGraw – hill Irwin, New York ,2007.
- Rupple,warrwen, 2010,"**government Accounting Made Easy**" 2ed, john wiley & sons,Inc, USA.
- Schuler , R., & Jackson , S., (2001) , " HR Issues and Activities in Mergers
- Seth , A., (1990), " **Sources of Value Creation in Acquisitions :An Empirical Investment** " , **Strategic Management Journal** ,431
- Sharma , Manu , (2010) , " Determining Value Creation Through Merger and Acquisitions in the Banking Industry Using Accounting Study and Event Study Methodology, **European Journal of Economics Finance and Administrative sciences** " , ISSN 1450 – 2275 , Issue 19 , **Euro Journals** , Inc.
- Sudarsanam, P. S. (2003). **Creating value from mergers and acquisitions: the challenges: an integrated and international perspective**: Prentice Hall.
- Sudarsanam, S. (2010), **Creating value from mergers & acquisitions: The challenges**, 2nd ed., Prentice Hall, U.K.

- Turel, Ahmet. 2009. “**The Value Relevance of IFRS: The Case of Turkey.**”
Øconomica 5(1):119–28.
- Van Horne , J.C &Wachowicz , J.M.(2008). **Fundamentals of financial management** . pearson Education .
- Wild,John J. (2005) "**Financial accounting information for decision**", Third edition, McGraw-Hill, USA .

الملحق

ملحق (أ)

الشركات المساهمة العامة التي اندمجت مع شركات أخرى

1	الشركات الدامجة	الشركات المندمجة	الشركات الناتجة عن الاندماج	سنة الاندماج
1	شركة رم للصناعات المعدنية	شركة صناعات علاء الدين	شركة رم علاء الدين للصناعات	2002
2	شركة الاتحاد لتطوير الأراضي	شركة فنادق الشرق الاوسط و الكومودور	شركة الاتحاد لتطوير الأراضي	2004
3	شركة البنك الاهلي الاردني	شركة فيلادلفيا للاستثمار	شركة البنك الاهلي الاردني	2005
4	الصناعية التجارية الزراعية/الانتاج	السلفوكيماويات الاردنية	الصناعية التجارية الزراعية/الانتاج	2013
5	مصانع الاتحاد لانتاج للتبغ والسجائر	شركة الاتحاد للصناعات المتطورة	مصانع الاتحاد لانتاج للتبغ والسجائر	2013
6	العربية الدولية للفنادق	الدولية للاستثمارات الصناعية والتجارية والسياحية	العربية الدولية للفنادق	2001
7	الإقبال للاستثمار	الإقبال للاستثمارات المالية	الإقبال للاستثمار	2001
8	الترافرتين	الاستثمارات التعدينية	الترافرتين	2005
9	الاردن الدولية للاستثمار	الاردن الدولية للصناعات	الاردن الدولية للاستثمار	2006
10	الاولى للتأمين	اليرموك للتأمين	الاولى للتأمين	2016

• المصدر : بورصة عمان

المعلومات الشخصية

الاسم : روان جميل الطراونة

الكلية : ادارة الاعمال

التخصص: المحاسبة

السنة : 2020