

بحث بعنوان
أثر الإعلان عن الاندماج على أسعار أسهم الشركات الدامجة
دراسة العوائد غير العادية
دليل من الأردن خلال فترة 2004.1999

د.علي عبدالله الزعبي
استاذ المحاسبة المساعد
قسم المحاسبة
جامعة اربد الأهلية

د. محمد فلاح سماره
الستاذ المحاسبة المساعد
قسم المحاسبة
جامعة جرش الأهلية

د. محمود علي الجبالي
استاذ المحاسبة المشارك
قسم المحاسبة
جامعة جرش الأهلية

الأردن
2008

اثر الإعلان عن الاندماج على أسعار أسهم الشركات الدامجة

دراسة العوائد غير العادية

د.محمود علي الجبالي

د. علي عبدالله الزعبي

د. محمد فلاح السماره

هدفت الدراسة بالتوسع بدور الاندماج في تأثيره على أسعار أسهم الشركات من خلال دراسة العوائد غير العادية، وكان المتوقع من متخذي القرارات وخاصة المستثمرين في الأسواق المالية أن ينصب اهتمامهم على المعلومة المالية قبل الإعلان عنها، ودعم الباحثون أن الإعلان عن المعلومة المالية (الاندماج) لا تحقق عوائد غير عادية.

قامت الدراسة على جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية التي قامت بالإعلان عن الاندماج ما بين فترة 1999 – 2004م ، وقد تم استخدام الانحدار البسيط لاحتساب العوائد غير العادية من خلال نموذج السوق، وأيضا تم استخدام اختبار (t) لعينتين ما قبل الإعلان عن الاندماج وما بعده على أسعار الأسهم.

وقد جاءت النتائج متسقة مع توقعات الباحثين بعدم وجود عوائد غير عادية من خلال الإعلان عن الاندماج.

The Effect of Announcement of Merger on incorporation a share Price

Dr. Mah'd Ali Alhamad Aloglah

Dr. Mohammad Falah Al-Samara

Dr. Ali Abdallah al Zoubi

Abstract

This study aims to extend research on the role of merger in a share price by examining abnormal return. It is expected that decision makers, special investors in financial markets. Also the study examined the effect of financial information before announcement its. The researcher supported that announcement of the financial information (merger) not earned abnormal return.

The study was based on all Jordanian corporation that merged over the period 1999-2004. To reach the objectives of the research, the researcher used the simple regression analysis to predict the abnormal return and used (t) test for two samples before and after announcement merger on a share price

Our empirical tests are consistent with our proposition that the announcement merger not earned abnormal return.

أثر الإعلان عن الاندماج على أسعار أسهم الشركات الدامجة

دراسة العوائد غير العادية

دليل من الأردن خلال فترة 1999-2004

مقدمة الدراسة

تعتبر المعلومة المالية المفيدة مورداً اقتصادياً هاماً من الموارد التي يعتمد عليها متخذو القرارات في ترشيد قراراتهم الاستثمارية والائتمانية المختلفة، وذلك بهدف استغلال جميع الفرص المتاحة لهم، والتي تمكنهم من تحقيق المنافع الاقتصادية المختلفة. ولعل من أهم الفئات التي تستفيد من المعلومة المالية هي فئة مستثمري الأدوات المالية، وخصوصاً المتعاملون منهم في الأسواق المالية، وذلك نتيجة ملاحظاتهم المباشرة لأثر المعلومات المالية على أسعار الأسهم. الأمر الذي يجعلهم يسعون للحصول على المعلومات المالية بصورة مسبقة من أجل تضخيم عوائدهم المادية وتقليل خسائرهم ما أمكن.

وقد اتجه الفكر المالي والاقتصادي نحو دراسة تأثير المعلومة على أسعار اسهم الشركات المدرجة في البورصات، وعلى إمكانية وكيفية استغلالها، وكان من نتائج الدراسات نظريات، ومنهجيات، ونماذج قرار كانت جميعها تصب في الغالب في خدمة مصلحة عموم المستثمرين. لكن ظروف الأسواق المالية والشركات المستثمرة كانت تُستغل أحياناً لتوجيه نتائج هذه الدراسات، لخدمة مجموعات من المستثمرين على حساب مجموعات أخرى، من خلال إتاحة فرص تحقيق عوائد غير عادية لهم. وهذا ما جعل من الهيئات المسؤولة عن تنظيم الأسواق المالية تهتم مباشرة بالمعلومات المالية، التي تقوم الشركات بالإفصاح عنها، بحيث تتسم عملية الإفصاح بالعدالة، من خلال إتاحة المعلومة المالية المفيدة لعموم المستثمرين، بالأدوات المالية في الوقت نفسه.

لذلك اعتمدت غالبية الدراسات المالية والمحاسبية للتمييز بين المعلومة المفيدة والمعلومة غير المفيدة على ردة فعل، واستجابة أسعار الأسهم للمعلومة. فالمعلومة التي لها تأثير في سعر السهم تعتبر معلومة مفيدة، ويجب المحافظة على سريتها، وإتاحتها لعموم المستثمرين والمستخدمين لها في نفس الوقت؛ لمنع استغلالها من قبل فئات على حساب فئات أخرى. وقد عرفت هذه الدراسات باسم "دراسة المضمون المعلوماتي" (Information Content)، والتي تقيس أثر المعلومة المالية في تحقيق العوائد غير العادية.

ومن أهم الدراسات التي تناولت موضوع المضمون المعلوماتي، والتي اعتبرت أساساً لها دراسة (Ball and Brown, 1968) التي اختبرت العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم. أما على المستوى المحلي الأردني فتعتبر دراسة (غزيبية، وجعفر، 1988) من أوائل الدراسات التي بحثت في مجال المضمون المعلوماتي، حيث درست أثر النسب المنشورة من قبل السوق المالية في أسعار الأسهم. ثم تلتها العديد من الدراسات المالية والمحاسبية، التي بحثت في تأثير المعلومات في أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة، المدرجة في بورصة عمان.

ومن المعلومات المالية التي سعت هذه الدراسة إلى اختبار مضمونها المعلوماتي على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، معلومة الإعلان عن الإندماج، وأثرها في أسعار أسهم الشركات الدامجة. وذلك بهدف الكشف عن صفة هذه المعلومة، فيما إذا كان من الممكن استخدامها من قبل مجموعة من المستثمرين؛ لتحقيق عوائد غير عادية، ولمعرفة مدى ضرورة المحافظة على سريتها، وضبط عملية الإفصاح عنها، وذلك بتحديد آلية وتوقيت إتاحة معلومة الإعلان عن الإندماج للمستثمرين.

هدف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة المضمون المعلوماتي للإعلان عن الإندماج، وأثره في أسعار أسهم الشركات الدامجة، من أجل الوصول إلى تحديد آلية، وتوقيت مناسب للإفصاح عن هذه المعلومة، بصورة غير متحيزة تتسق مع مصالح عموم المستثمرين. أي أن هدف الدراسة يتمثل في الإجابة عن التساؤل التالي: هل يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد غير عادية إذا ما اعتمدوا على معلومة إعلان الشركات عن اندماجها؟.

مشكلة الدراسة

يكثُر في عالم اليوم الاندماجات بين الشركات، وبالتالي فإن الغرض من هذه الدراسة هو فحص أثر الإعلان عن الاندماج بين الشركات، في أسهم الشركات المندمجة، في تحقيق عوائد غير عادية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، المدرجة في بورصة عمان.

أهمية الدراسة

تهتم هذه الدراسة بمعلومة الاندماج وعلاقتها بالعوائد غير العادية، التي يمكن للمستثمرين الحصول عليها. وهذا بدوره يفيد في تحسين قدرة متخذ القرار، من تحديد مدى فائدة هذه المعلومة، ومن إمكانية الاعتماد عليها في تحقيق عوائد إضافية، وتعظيم منافعه الذاتية، وهذا نتيجة لمتابعته للمعلومة من خلال الإفصاح عنها من قبل الشركات الدامجة، بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان. ومما يجعل هذه الدراسة مهمة أيضاً أنها الأولى. حسب علم الباحث. التي تدرس أثر معلومة الإندماج في أسعار أسهم الشركات الدامجة في بورصة عمان، وهذا ما يعتبره إضافة نوعية من الناحية الأكاديمية على الصعيدين العلمي، والعملية المحلي الأردني.

الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات الأجنبية.

1) دراسة (Olena, 2004) قد أجريت الدراسة على قطاع البنوك في بولندا للفترة الواقعة بين 1997 حتى 2001. حيث فحصت الدراسة ردة فعل سوق الأوراق المالي البولندي لحدث الإعلان عن الاندماج، وذلك باستخدام منهجية دراسة الحدث. وقد هدفت الدراسة إلى التعرف على إمكانية تحقيق عوائد غير عادية نتيجة إعلان الاندماج. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن البنوك المندمجة قد شهدت زيادة في أرباحها، وأن هناك عوائد غير عادية ناتجة عن حدث الإعلان عن الاندماج.

2) دراسة (Ramon & Michael, 2003) والتي أجريت في كندا على قطاع البنوك. وباستخدام منهجية دراسة الحدث، تمت دراسة المنافع التي يمكن الحصول عليها نتيجة عمليات الاندماج. وذلك من خلال أخذ ردود أفعال السوق المالي لثلاثة إعلانات، تضمنت محاولات فاشلة للاندماج في قطاع البنوك الكندي لعام 1998، ومن النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن السوق المالي لا يمكنه أن يقيس، وأن خير المنافع التي يمكن أن يحصل عليها حملة الأسهم، تتمثل بالضمانات التي يتم تقديمها من قبل الحكومة.

3) دراسة (Delong, 2003) ناقشت الدراسة أثر الإعلان عن الاندماج في أسعار الأسهم من خلال مقارنة العوائد غير العادية للشركات الأمريكية، والشركات غير الأمريكية، التي شهدت حدث إعلان عن اندماج. ومن أهم نتائج الدراسة هي أن قيمة العوائد غير العادية للشركات غير الأمريكية، كانت أكبر من قيمة العوائد غير العادية للشركات الأمريكية في الأسواق الأمريكية. وعلى مستوى الأسواق المتطورة في بعض البلدان، فإن العوائد غير العادية، تتقارب بين الشركات المعلنه عن الاندماج سواء أكانت شركات أمريكية أم غير أمريكية.

4) دراسة (Fayissa, Strickland, Kyle, 1992) اهتمت الدراسة بأثر إلغاء القيود في تنظيم قطاع الطيران عام 1978 الذي كانت نتيجته ثبات التغيير في قطاع الصناعة. وقد هدفت الدراسة إلى معرفة ردة فعل سوق الأوراق المالية، تجاه عملية هيكلة قطاع الطيران، باستخدام منهجية دراسة الحدث لأربعة وعشرين حدثاً بعد إعلان اندماج حدثت خلال الفترة ما بين 1978 حتى 1989. وقد أشارت النتائج إلى أن حملة الأسهم، قد حصلوا على عوائد غير عادية موجبة، وصلت إلى نسبة 14.5%، خلال فترة حدث ثلاثة أيام، حول تاريخ حدث الإعلان عن الاندماج. وقد استنتجت الدراسة، أن نظرة السوق لعملية إعادة الهيكلة كانت إيجابية.

5) دراسة (Barnes, 1984) وقد اختبرت فعالية الأسواق المالية، ومدى انعكاسها الفوري لخبر الاندماج على أسعار الأسهم، إضافة إلى المنافع التي يمكن للشركة أن تحققها نتيجة الاندماج. وقد أجريت الدراسة على الشركات المندمجة خلال الفترة من عام 1974 وحتى 1976، والمدرجة في بورصة لندن. وبالاعتماد على نموذج السوق، تم احتساب العوائد غير العادية. ومن النتائج التي توصلت إليها الدراسة، وجود تطابق مع نتائج الدراسات الأخرى، حول عدم وجود عوائد غير عادية، ناتجة عن حدث الاندماج أي يتم تجاهل العوائد خلال عملية الاندماج كونها غير معنوية. وقد وجدت الدراسة أيضاً وجود أثر لعملية الاندماج في السعر، على المدى البعيد فسعر السهم يحتاج إلى فترة ستة أشهر، حتى يتكيف مع الوضع الجديد. فخبير الاندماج هو خبر يفسر من وجهة نظر فعالية السوق، على أنه خبر جيد، لكن المعلومات التي تأتي لاحقاً تعكس التوقعات، وتؤدي إلى عكس اتجاه السهم بالانخفاض، ويبقى لستة أشهر حتى يتكيف مع الوضع الجديد.

ثانياً: الدراسات المحلية الأردنية.

من الدراسات المحلية التي بحثت موضوع المضمون المعلوماتي بصورة عامة ما يلي:

1) دراسة (حداد، 2001) وقد أجريت الدراسة على عينة تتكون من 44 شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة المحصورة ما بين 1989 حتى 1998. وقد فحصت الدراسة المحتوى المعلوماتي لعدد من عناصر الحسابات الختامية للشركات المساهمة العامة الصناعية، والخدمية المدرجة في بورصة عمان. ومن أهم نتائج الدراسة أن هناك محتوى معلوماتي لكل من الأرباح المحاسبية، وتوزيعات الأرباح، ومجمل الديون، والتغير في الأرباح المحاسبية، والمبيعات.

2) دراسة (الدبعي، وأبو نصار، 1999) أجريت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة المحصورة بين 1986.1996. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج السوق لاحتساب العوائد غير العادية. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي، إثبات وجود محتوى معلوماتي لنسبة "الأرباح المحاسبية إلى العوائد السوقية".

3) دراسة (غرابية، وجعفر، 1988) وهي من أوائل دراسات المضمون والمعلومات على المستوى المحلي الأردني، حيث فحصت أثر النسب المنشورة من قبل السوق المالية في أسعار الأسهم. ومن النتائج التي تم التوصل إليها، أن نسبة العائد على رأس المال، ونسبة العائد على حقوق الملكية، ونسبة توزيعات الأرباح، هي أكثر النسب ذات تأثير في أسعار الأسهم. وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان.

فرضيات الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة، سيتم اختبار الفرضيات العدمية التالية:

H01: لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية، ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث يوم واحد.

H02: لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية، ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث يومين.

H03: لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية، ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث ثلاثة أيام.

H04: لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية، ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث خمسة أيام.

H05: لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية، ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث عشرة أيام.

منهجية الدراسة:

ويمكن عرضها من خلال الفقرات التالية

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة.

اشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، التي قامت بالإعلان عن الاندماج خلال الفترة الواقعة بين عام 1999 حتى عام 2004، على أن تكون قد استوفت الشروط التالية:

1) أن لا تكون أي من هذه الشركات قد أعلنت عن أية أحداث أخرى غير حدث الاندماج خلال فترة 30 يوماً حول تاريخ حدث إعلانها عن الاندماج. وذلك لأن وجود أحداث أخرى من شأنه أن يؤثر في عكس تأثير الحدث المدروس.

2) توفر المعلومات المطلوبة عنها لحساب المتغيرات التي تتطلبها هذه الدراسة. وذلك لأن هناك قيوداً تتعلق باستخدام المعلومات الخاصة ببعض الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان.

وبناءً عليه، فقد تم تحديد الشركات التي انطبقت عليها شروط الدراسة، وعددها عشر شركات، قامت كل شركة منها بحدث اندماج واحد خلال فترة الدراسة.

وأما سنوات الدراسة فقد تميزت بنشاط الشركات والاتجاه نحو الاندماج، نتيجة نشاط الأردن للدخول فعلياً في منظمة التجارة العالمية؛ من أجل مواجهة منافسة الشركات عالمياً. ومن ناحية أخرى فقد صدر خلال هذه الفترة مجموعة من التشريعات الأردنية، التي أجبرت فيها الشركات على رفع رأسمالها، الأمر الذي دفع بالشركات نحو الإدماج، وخصوصاً في قطاع شركات التأمين، والشركات المالية الأردنية.

ثانياً: أساليب جمع بيانات الدراسة.

لأغراض إجراء الدراسة تم الاعتماد على المصادر التالية:

1) بناء الإطار النظري بالاعتماد على المراجع والدوريات، والنشرات، والتقارير، والدراسات ذات الصلة بموضوع الدراسة.

2) الرجوع إلى بورصة عمان للحصول على أسعار الأسهم اليومية، ومؤشرات أسعار البورصة اليومية.

3) الاعتماد على بيانات هيئة الأوراق المالية؛ للوصول إلى تواريخ إعلان الشركات عن الأحداث التي تمت دراستها، وتواريخ إيقاف التداول بالسهم وإعادةه.

وبهدف تنفيذ هذه الدراسة فقد تم تفحص أسعار الأسهم اليومية، للشركات المعلنة للاندماج، ضمن عينة الدراسة، خلال نافذة حدث طولها أسبوعين (10 أيام تداول) حول تاريخ حدث الإعلان عن الاندماج، حيث تم اعتماد اليوم (صفر) هو يوم الحدث، وتم أخذ عشرة أيام قبل تاريخ الحدث، وعشرة أيام بعد تاريخ حدث الإعلان، وبعد اخذ فترة توقيف تداول السهم خلال فترة الاندماج بعين الاعتبار، أي أن فترة توقيف التداول اعتبرت مع اليوم صفر، لأغراض ملاحظة حركة الأسعار. وعملية توقيف تداول السهم في البورصة، تتم بالاتفاق ما بين الشركات المندمجة مع البورصة، وهيئة الأوراق المالية، لحين الانتهاء من إجراءات الاندماج.

ثالثاً: قياس متغيرات الدراسة.

لأغراض تحقيق الغرض من الدراسة، وهو معرفة فيما إذا كان لحدث الإعلان عن الاندماج مضمون معلوماتي، وتأثير في أسعار أسهم الشركات الدامجة فإنه سيتم دراسة التغير في العوائد غير العادية (Abnormal Returns (AR)) خلال فترات قُسمت على شكل نوافذ ليوم (+ يوم، - يوم) ويومين وثلاثة أيام وخمسة أيام، كما تدرس نافذة تجميعية (Cumulative Abnormal Return (CAR)) للعوائد غير العادية على مدار عشرة أيام تداول.

وأما خطوات احتساب العوائد غير العادية فهي كما يلي:

1) احتساب عوائد الأسهم المقدرة بالاعتماد على نموذج السوق (Market Model)

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

α_i : ثابت المعادلة للشركة i وهو الجزء من العائد الذي يتحقق، بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم للشركة i

β_i : ميل العلاقة بين العائد على السهم R_{it} والعائد السوقي R_{mt}

R_{mt} : عائد السوق في اليوم t

ε_{it} : وهي الخطأ العشوائي أو المتبقي، حيث يمثل في المعادلة العائد غير العادي لسهم الشركة i في اليوم t

تقدير قيم كل من α و β لكل شركة ويكون بالرجوع إلى بيانات عوائد الأسهم، وعوائد السوق لفترة 365 يوم تقع قبل تاريخ نافذة حدث إعلان الاندماج مباشرة. وباستخدام الانحدار الخطي البسيط احتسبت القيم وهي كما تظهر في الجدول رقم (1).

جدول رقم (1) قيم α و β المقدرات للشركات الدامجة

التسلسل	اسم الشركة	قيمة α	قيمة β
1	العربية لصناعة الأدوية	-0.0008375	0.9969238 2
2	العقارية الاستثمارية/ عقاركو	- 0.002040270 8	0.0597557 74
3	العربية الدولية للفنادق	0.000902630 8	0.5841229 23
4	الدخان والسجائر الدولية	0.000002865 7	0.5123746 27
5	الشرق الأوسط للتأمين	0.000613488 1	- 0.0153883 65

0.0042271 38	0.002423557	الاتحاد لتطوير الأراضي	6
0.0029421 36	-0.006903552	الموارد للتنمية والاستثمار	7
- 0.0001939 14	0.001525079	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	8
0.0018593 74	0.000872618	الدولية للفنادق والأسواق التجارية	9
0.0633909 58	-0.00090922	مصانع الورق والكرتون	10

وبعد معرفة قيم α و β وإنشاء نموذج لكل شركة شبيه بالنموذج الشركة العربية لصناعة الأدوية التالي:

$$\hat{R}_{ij} = -0.0008375 + 0.99692382R_{mt}$$

يتم تعويض قيم عائد السوق R_{mt} على مدار الفترة المدروسة من أجل الوصول إلى قيمة عائد السهم المقدر.

(2) احتساب عوائد الأسهم الفعلية على مدار الفترة المدروسة من خلال الاعتماد على المعادلة التالية:

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

وحيث :

R_{it} : عائد سهم الشركة i في اليوم t

P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i في اليوم t

P_{it-1} : سعر إغلاق سهم الشركة i في اليوم السابق $t-1$

ومن الملاحظ أن المعادلة أعلاه لا تتضمن أية معلومات حول توزيعات الأرباح، فقد أشار (Arsad and Coutts, 1997) إلى أن عدم ضرورة تضمين توزيعات الأرباح في المعادلة؛ لأنه لن يكون له تأثير في المصدقية أو الدلالة الإحصائية المتعلقة بعوائد الأسهم.

(3) احتساب العوائد غير العادية، وذلك من خلال احتساب حاصل طرح عائد السهم المقدر من عائد

السهم الفعلي، لكل فترة مدروسة أي تطبيق المعادلة أدناه

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$$

حيث أن

AR_{it} : العائد غير العادي للشركة i في اليوم t

R_{it} : العائد الفعلي على السهم i في اليوم t

\hat{R}_{it} : العائد العادي المتوقع على السهم i في اليوم t

الإطار النظري للدراسة

نتيجة للتغيرات الراهنة في اقتصاديات العالم، اتجهت العديد من الشركات نحو الاندماج؛ بهدف تقوية مراكزها المالية، والبقاء في دائرة المنافسة. ولم تقتصر عملية الاندماج على الشركات المجانسة أو المحلية، بل اتسع ليشمل الشركات غير متجانسة الأنشطة، والمتعددة الجنسيات. وقد تحدث عملية الاندماج بين مؤسسات ذات قوة في استثماراتها، والقيمة قد تفوق ميزانيات بعض الدول (حماد، 2003، ص5) ويقصد بالاندماج أنه عملية ضم شركة لشركة أخرى أو أكثر، بحيث تختفي الشركة المندمجة، وتبقى الشركة الدامجة. ومن أهم أسباب الاندماج مايلي:

- 1) التعاون: تزيد عملية الاندماج من قيمة الشركات التي قامت بها، بحيث ينتج عنها وفورات تشغيلية تخفض التكاليف الإدارية من خلال تخفيض عدد المديرين، ودمج بعض الدوائر الإدارية مثل شؤون الموظفين والمشتريات والمحاسبة، والتمويل كما وتقدم عملية الاندماج فرصة قيمة للإبقاء على ترقية الموظفين، والمديرين، وأصحاب الكفاءة، أي أن عملية اندماج الشركات تؤدي إلى استغلال أمثل للطاقة المتاحة، لدى مختلف الشركات المندمجة (الميداني، 1989، ص695).
- 2) التنوع: ويعني القيام بتنوع الأنشطة نتيجة لرغبة بعض الشركات في القيام بتخفيض خطر التقلب في الأرباح، الناتج عن تغيرات الطلب والتكلفة، وهذا ما يسمى بخطر الأعمال. فالهدف من عملية الاندماج، توزيع مخاطر الأعمال، لإعطاء الشركات استقرار في أرباحها، وتخفيض من مخاطر أعمالها.
- 3- الاعتبارات الضريبية: يعطي الاندماج الشركات المندمجة فرصة لتخفيض الضرائب. وهذا يعتمد على مدى وجود فرص بديلة لتحقيق منافع ضريبية، حيث يكون هناك ميزة اكتساب حق لتحويل الخسائر الناتجة عن العمليات التشغيلية، إلى شركة رابحة أخرى من خلال الاندماج معها. أي تحويل الخسائر للشركة الدامجة، وبالتالي تخفيض الدخل الخاضع للضريبة للشركة الدامجة. وقد تتم عملية الحماية الضريبية الناشئة من خلال زيادة الرافعة المالية للشركة المندمجة. (حماد، 2003، ص41-42)
- 4) النمو: يمكن أن تحقق الشركات نمواً داخلياً من خلال الاستثمارات الرأسمالية الجديدة، وتنفيذ المشروعات الرأسمالية، ونمو خارجي عن طريق عملية الدمج. وتعتبر عملية الاندماج هي الأفضل، للشركات، كونها تحقق النمو بشكل أسرع وأسهل، وقل تكلفة.
- 5- السيطرة: وهي السبب الشخصي لعملية الدمج. وتعني السيطرة على صناعة ما، في بلد ما، إذا ما سمحت القوانين والأنظمة بذلك.

أنواع الاندماج

تصنف الاندماجات في أربع مجموعات:

- 1) الاندماج الأفقي: و تكون الشركات الدامجة والمدموجة فيه تعملان في مجال الصناعة نفسه.
- 2) الاندماج العمودي: ويتم بين الشركات المتكاملة في مراحل العمليات الإنتاجية أو التسويقية. ويقسم هذا النوع من الاندماج إلى ما يعرف بالتكامل الأمامي، ويكون الدمج فيه باتجاه المستهلك النهائي، والتكامل الخلفي ويكون باتجاه الموردين أي نحو المواد الأولية.
- 3) الاندماج المتجانس: ويكون عندما تتوافق الشركات المندمجة، ولكن دون أن تبلغ التكامل الأفقي، أو العمودي (شماع، 1992، ص642).
- 4) الاندماج المركب: وفيه تندمج عدة شركات معا دون اشتراط الترابط بينها (الشماع، 1992، ص642).

سلبيات الاندماج

- على الرغم من وجود مزايا لعملية الاندماج، إلا أنها تترافق أحيانا ببعض السلبيات، والتي قد تمتد إلى خارج حدود الشركات المندمجة، باتجاه الأسواق المالية. ومن هذه السلبيات: (حماد، 2003، ص 46 - 49)
- 1) دافع الاحتكار، واستغلال المستهلكين، دون الاهتمام بالمنافسة.
 - 2) تقليص عدد العاملين في الشركات المندمجة، وهذا ما يترتب عليه أحيانا إلغاء العديد من الوظائف المتشابهة. الأمر الذي قد يؤدي إلى زيادة البطالة.
 - 3) قد تكتشف الشركات بعد دمجها أن تشكيلة منتجاتها لا تتكامل بالقدر التي كانت تتصوره قبل الاندماج. أي التأثير على تركيبة خطوط الإنتاج بتقليصها، وبالتالي تخفيض العمالة.
 - 4) الاختلاف في مفاهيم الانضباط والفكر والثقافة، كأن تميل شركة ما إلى فكر وثقافة يعتمد على التفويض، بينما تميل الأخرى إلى فكر وثقافة السيطرة من قبل الإدارة. وهذا بدوره سينعكس سلبا على الأداء، وبالتالي انخفاض الأرباح المتوقعة، وهبوط أسعار الأسهم في الأسواق المالية، وتأثر القدرة الائتمانية سلبا.
 - 5) عدم التقييم الموضوعي للأصول، وخاصة الأصول غير الملموسة مثل الشهرة. وهذا ما يحدث غالبا في الدول النامية أكثر من الدول المتقدمة، نتيجة عدم وجود شركات متخصصة لتقييم الأصول.

الاندماج وأسواق الأوراق المالية

هناك علاقة قوية بين ظاهرة اندماج الشركات، والآثار الناتجة عن هذه الظاهرة في الأسواق المالية. فالاندماج يؤدي إلى تنشيط أسواق رأس المال، وهذا بدوره يؤدي إلى تراجع التمويل عن طريق القروض، بمعنى أن ظاهرة الاندماج تُحدث آثاراً مباشرة في أسواق المال، نتيجة تحول المديونيات إلى أسهم قابلة للتداول تنشط أسواق المال، وتؤدي إلى زيادة قدرة الأسواق المالية على جذب المدخرات.

والإعلان عن الاندماج قد يؤدي إلى إنعاش حركة التداول على أسهم الشركات، وزيادة الطلب عليها، وبالتالي ارتفاع الأسعار، مما يعكس توقعات المستثمرين لنتائج ايجابية لعملية الاندماج. وقد ينعكس أثر الاندماج

على نشاط التداول داخل القطاع على اجتذاب مستثمرين جدد، فوجود شركة اكبر يعني رأس المال اكبر وسيولة اكبر للسهم، وبمجرد الاندماج فإن رأس المال سيكبر، وبالتالي سيجذب فئة جديدة من المستثمرين الذين لم يكن لديهم اهتمام بالاستثمار في الشركات (حماد، 2003، ص 27-29).

نتائج الدراسة

لإغراض التحليل الإحصائي قام الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS وفيما يلي عرض النتائج:

أولاً: نتائج الإحصاء الوصفي للعائد غير العادي

يظهر الجدول رقم (2) نتائج الإحصاء الوصفي للعائد غير العادي للدراسة، والتي يمكن عرض

ملخصها على النحو التالي:

بلغت أعلى مشاهدة (0.1299) وهي للعائد غير العادي الناتج حدث إعلان الشركات الدامجة خلال

نافذة حدث عشرة أيام، وبمتوسط حسابي قدره (0.538) وبانحراف معياري قدره (0.10648)، أما أدنى مشاهدة

فقد بلغت (-0.0264)، وهي تخص العائد غير العادي الناتج عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال فترة

يوم واحد، وبمتوسط حسابي قدره (0.0051) وبانحراف معياري قدره (0.04397).

جدول رقم (2) المقاييس الإحصائية الوصفية

الفرضية	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى مشاهدة	أعلى مشاهدة
لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث يوم واحد.	0.0051	0.04397	-0.0264	0.0365
لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن	0.0053	0.04230	- 0.0250	0.0355

				إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث يومين.
0.0515	- 0.0199	0.04993	0.0158	لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث ثلاثة أيام.
0.0708	- 0.0139	0.05922	0.0284	لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث خمسة أيام.
0.1299	- 0.0224	0.10648	0.538	لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث عشرة أيام.

ثانيا: اختبار الفرضيات

لأغراض اختبار الفرضيات تم استخدام توزيع t للمقارنة بين الأوساط الحسابية لفرضيات الدراسة عند مستوى دلالة إحصائي ($\alpha = 0.05$) وبقاعدة قرار على النحو التالي بعد احتساب قيمة (t): "تقبل الفرضية العدمية إذا كانت قيمة ($\alpha \geq 0.05$) ، وترفض الفرضية العدمية وإذا كانت قيمة ($\alpha < 0.05$)".

جدول رقم (3) اختبار الفرضيات

مستوى المعنوية	قيمة t	الفرضية
0.723	0.366	لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث يوم واحد.

0.703	0.394	لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث يومين.
0.344	0.999	لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث ثلاثة أيام.
0.163	1.518	لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث خمسة أيام.
0.145	1.596	لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث عشرة أيام.

بالرجوع إلى الجدول رقم (3) . أعلاه . يمكن فرضيات الدراسة على النحو التالي :

(1) مناقشة الفرضية رقم (1) و نصها " لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث يوم واحد " حيث يظهر الجدول رقم (3) أن قيمة t المحسوبة (0.366) وبمستوى معنوية قدره (0.723)، وهذا يعني قبول الفرضية العدمية ورفض الفرضية البديلة، أي ليس هناك دلالة إحصائية على وجود فروقات ما بين العوائد غير العادية خلال نافذة يوم واحد حول تاريخ الإعلان عن الاندماج.

(2) مناقشة الفرضية رقم (2) والتي تنص على " لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث يومين" فقد بلغت قيمة t المحسوبة للفرضية

(0.394) وبمستوى معنوية قدره (0.703) وهذا يعني قبول الفرضية العدمية ورفض الفرضية البديلة. بمعنى ليس هناك دلالة إحصائية لفروقات العوائد غير العادية نتيجة حدث إعلان الشركات عن الاندماج حول نافذة حدث قدرها يومين.

(3) مناقشة الفرضية رقم (3) والتي تنص على " لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث ثلاثة أيام" فقد بلغت قيمة t المحسوبة للفرضية (0.999) وبمستوى معنوية (0.344) والتي هذا يعني قبول الفرضية العدمية بمعنى ليس هناك دلالة إحصائية لفروقات العوائد غير العادية نتيجة حدث إعلان الشركات عن الاندماج حول نافذة حدث قدرها ثلاثة أيام.

(4) مناقشة الفرضية رقم (4) والتي تنص على " لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث خمسة أيام" وقد بلغت قيمة t المحسوبة للفرضية (1.518)، وبمستوى معنوية قدره (0.164) وهذا يعني قبول الفرضية العدمية بمعنى ليس هناك دلالة إحصائية لفروقات العوائد غير العادية نتيجة حدث إعلان الشركات عن الاندماج حول نافذة حدث قدرها خمسة أيام.

(5) مناقشة الفرضية رقم (5) والتي تنص على " لا توجد عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية ناتجة عن إعلان الاندماج للشركات الدامجة خلال نافذة حدث عشرة أيام وقد بلغت قيمة t المحسوبة للفرضية (1.596) وبمستوى معنوية (0.145) وهذا يعني قبول الفرضية العدمية بمعنى ليس هناك دلالة إحصائية لفروقات العوائد غير العادية التجميعية نتيجة حدث إعلان الشركات عن الاندماج حول نافذة حدث قدرها عشرة أيام.

نلاحظ أيضاً أن قيمة t المحسوبة ومستوى المعنوية انه كلما ازدادت الفترة بعداً عن تاريخ الإعلان تزداد قيم t وتنخفض قيم مستوى المعنوية، وهذا يشير إلى الاقتراب من الدلالة الإحصائية للفروقات الجوهرية للعوائد غير العادية حول الإعلان عن الاندماج.

النتائج

بناءً على نتائج التحليل الإحصائي السابق يمكن عرض نتائج الدراسة على النحو التالي:

(1) لا يمكن الاستفادة من حدث الإعلان عن عملية الاندماج للشركات الدامجة، خلال فترات دراسة الحدث لتحقيق عوائد غير عادية من قبل المستثمرين.

(2) لا يعتبر الإفصاح عن معلومة الاندماج مفيداً لمتخذي القرارات الاستثمارية. نظراً لعدم إمكانية استغلالها من أجل تحقيق مكاسب إضافية.

التوصيات

يوصي الباحث بناءً على نتائج الدراسة بما يلي:

- 1) زيادة الدراسات المتعلقة بموضوع أثر الإعلان عن الاندماج في أسعار أسهم الشركات الدامجة بصورة عامة، وعوائدها غير العادية بصورة خاصة، خلال نوافذ حدث تمتد لفترات أطول تصل إلى عام كامل.
- 2) توصي الدراسة المستثمرين بالأسهم بعدم الاعتماد على معلومة الاندماج، لغرض تحقيق عوائد غير عادية على المدى القصير.

المراجع

المراجع العربية :

- الدبعي ، مأمون، ومحمد أبو نصار ، مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية ، دراسات - العلوم الإدارية ، المجلد 26 العدد 2 ، 1999.
- الشماع ، خليل ، الإدارة المالية ، مطبعة الخلود ، الطبعة الرابعة ، 1992 .
- الميداني ، محمد ، الإدارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن ، 1989 .
- حداد ، فايز ، المحتوى المعلوماتي للحسابات الختامية ، دراسات - العلوم الإدارية ، المجلد 28 العدد 1 ، 2001 ،
- حماد ، طارق ، موسوعة الاندماج ، القاهرة ، 2003 .
- غرايبة ، فوزي ، وداود جعفر ، مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة العامة الأردنية ، مجلة أبحاث اليرموك ، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية ، مجلد 4 ، عدد 2،1988،
- منشورات هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان

المراجع الأجنبية :

- Arsad , Z .and A. Coutts , 1997, The Trading Month Anomaly In The Financial Times Industrial Ordinary Shares Index : 1935-1994 , Applied Economics Letters ,3, 297-299.

- Ball, R., And P .Brown, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers , Journal of Accounting Researches, 159-177.
- Barnes, The Effect of a Merger on the Share Price of the Attacker, Revisited, 1984, (search .epnet .com)
- Delong , Gayle L.The Announcement Effects of U.S. versus non-U.S. Bank Mergers: Do They Differ ?, 2003 Vol .26 Issue 4.P487.
- Elton , J. And J.Gruber , Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 1995, John Wiley and Sons, Inc .
- Fayissa, Bichaka, Strickland, Thomas H, kyle, Reuben, Capital markets assessment of airline restructuring following deregulation ,1992 Vol. 24 Issue 10, p109.
- Fred , Weston and Eugene F., Essentials of Managerial Finances, tenth edition,1993, Harcourt Brace & Company.
- Olena, Havrylchyk, Consolidation of the Polish banking sector: consequences for the banking institution and the public, 2004, Vol. 28 Issue 2, p125.
- Ramon, Baltazar & Michael, Santos, The Benefits of Banking Mega-Mergers: Event Study Evidence from the 1998 Failed Mega-Merger Attempts in Canada, 2003, Vol. 20 Issue 3, P196.