

أثر الاندماج على أداء شركات التأمين الأردنية

منصور السعيدة

جامعة البحرين

ملخص

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على آثار عمليات الاندماج التي حدثت في سوق التأمين الأردني في النصف الثاني من عقد الثمانينات على أداء الشركات المندمجة من النواحي التشغيلية والربحية والاستثمارية والتمويلية وغيرها من معايير الأداء على ضوء ما تقترحه النظريات التي تحاول شرح وتبرير عمليات الاندماج . استخدمت الدراسة البيانات السنوية لـ ٢٤ شركة تأمين اندمجت في ١٢ شركة في الفترة ١٩٨٥-١٩٨٩ لاختبار الفرضيات التي صيغت حول احتمالات تحسن الاداء التشغيلي والمالي للشركات نتيجة للاندماج. باستخدام اختباري F و t (تحليل التباين الأحادي)، لم تبين النتائج حدوث تحسن إيجابي في أداء الشركات المندمجة سوى في أحد مجالات الإنتاجية مقاساً بنصيب المستخدم من صافي الربح (صافي الربح/عدد المستخدمين) عند مستوى معنوية معتدل (٠.٠٧٦ و ٠)، في حين بينت النتائج حدوث تراجع هام في بعض نسب النشاط (التشغيل) بعد الاندماج (خصوصاً فيما يتعلق بمعدل دوران الذم المدينة وطول فترة التحصيل منهم). أما نسب الربحية والمديونية والنسب الأخرى فقد تغيرت بشكل إيجابي في معظمها، ولكن هذه التغيرات لم تكن ذات دلالة احصائية.

مقدمة

شهد سوق التأمين الأردني، خصوصاً في النصف الثاني من عقد الثمانينات، عمليات اندماج واسعة بين شركات التأمين العاملة في السوق. ففي فترة خمس سنين (١٩٨٥-١٩٨٩) اندمجت ٢٤ شركة تأمين في ١٢ شركة*.

*قدم نموذج أولي من هذه الورقة في المؤتمر العلمي الأول لجمعية المحاسبة الأردنية ، (المحاسبة في عصر العولمة الاقتصادية) عمان - الأردن ، ١٤ و ١٥ مايو ١٩٩٧م

تعتبر عمليات اندماج الشركات ظاهرة صحية إذا ما ساهمت في حل مشكلات تعاني منها الشركات الراغبة في الاندماج، أو عززت من المراكز المالية لهذه الشركات وقدراتها الإدارية والتشغيلية لتلبية حاجات المجتمع من السلع والخدمات المنشودة بنوعية ممتازة واسعار مقبولة. أما إذا كان الاندماج بقصد تقليل عدد الشركات العاملة في السوق، وصولاً إلى حالة الاحتكار يتحكم فيها قلة من المنتجين ومقدمي الخدمات بشروط التعاقد ومعدلات الاسعار، فإن الاندماج يعتبر أمراً غير مرغوب به. لذلك عمدت كثير من الدول إلى وضع معادلات ونماذج خاصة لتقدير الأثر المحتمل لعمليات الاندماج المقترحة على المنافسة لئتم على ضوء ذلك الموافقة على اتمام عملية الاندماج أو عدم الموافقة. وتشدد الدول في العادة من وراء مثل هذه المعادلات وضع ضوابط لعمليات الاندماج بحيث يتم معها الحفاظ على قدر من التوازن بين حق الشركات في التكتل والاندماج ومصصلحة المستهلكين في الابقاء على مستوى كاف من المنافسة في سوق السلع والخدمات.

لقد وضعت نظريات عديدة تبرز ظاهرة الاندماج بين الشركات وتردها إلى دوافع ايجابية أو ظروف اقتصادية ضاغطة ستتناولها لاحقاً، على حين لم تطرح تصورات عديدة كيف يمكن ان تكون عمليات الاندماج غير ايجابية أو مبررة.

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أثر عمليات الاندماج التي حصلت في سوق التأمين الأردني في النصف الثاني من عقد الثمانينات على أداء شركات التأمين المندمجة من النواحي التشغيلية والربحية والاستثمارية والقدرات التمويلية (المديونية) وغيرها من مؤشرات الأداء المحاسبي المتفرقة.

إن بقية الورقة منظمة على الوجه الآتي: تصف الفقرتان التاليتان أهمية الدراسة ونطاقها. ويأتي بعد ذلك فقرتان نظريات اندماج الشركات وفرضيات الدراسة، ثم يتبعهما فقررة الدراسات السابقة التي تتناول أهم الدراسات السابقة في موضوع الاندماج بين الشركات بشكل عام وبين شركات التأمين بشكل خاص. يلي ذلك

فقرة تأثير انخفاض النمو الاقتصادي وتغير سعر صرف العملة الأردنية على نتائج الدراسة. وتتناول الفقرة الرئيسية التالية طريقة البحث وتشتمل على تحديد عينة البحث واجراءاته والعوامل المستخدمة فيه، ثم يأتي بعد ذلك عرض النتائج التي يتم التوصل إليها وتحليلها، وتختتم الورقة بملخص موجز لما جاء فيها.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في بيان اثر الاندماج على أداء الشركات المندمجة (والذي بدوره ينعكس على أداء الاقتصاد الوطني ككل)، مما سيساعد في توجيه صناعات قرارات الاندماج والهيئات العمومية للشركات المساهمة العامة الوجهة السليمة. فإن كانت عمليات الاندماج تؤدي إلى رفع كفاية استخدام الموارد المتاحة للشركات في خدمة المصلحة العامة وتعظيم المددود على حقوق

المساهمين (كيفما قيس هذا المردود، ما ليا كان ام تشغيليا ام عائدا سويقيا)، دون تكلفة كبيرة من حيث اضعاف المنافسة بين الشركات، تمت الموافقة عليه. أما اذا كان الاندماج لا يؤدي إلا الى تحمل تكاليف غير ذات جدوى، او خدمة غرض نقل الثروة من هيئة مساهمين او مديرين الى هيئة مساهمين او مديرين آخرين فانه يغدو امرا غير مبرر. وهنا يجب على صناع القرار على المستوى العام اللجوء الى صيغة مقبولة لاحداث رقابة فاعلة على عمليات الاندماج، وتفحص مبرراتها، والتنبؤ بنتائجها المحتملة قبل إعطاء الموافقة عليها، ذلك لكي يتم منع حالات الاندماج التي يعتقد انها سوف تضر بالمصلحة العامة لافراد المجتمع او تؤدي فقط الى نقل الثروة من مساهمي شركة ما الى مساهمي شركة اخرى دون وجه حق.

نطاق الدراسة

يحدث الاندماج بانواعه المختلفة (الافقي والعمودي والمتجانس والمختلط)^(١) في مختلف قطاعات الاقتصاد الاردني كما يحدث في غيره من الاقتصاديات النامية والمتطورة. وتباين حدة الاندماج عادة بين صناعة وأخرى، أو فترة زمنية وأخرى. ولما حدثت عمليات اندماج افقية متعددة بين شركات التأمين الاردنية خلال فترة وجيزة من الزمن (١٩٨٥-١٩٨٩) لم يجارها كثافة اندماج في القطاعات الاخرى، فقد رأى الباحث ان تقتصر الدراسة على شركات التأمين فقط كي لا يجري تعميم النتائج التي يتم التوصل اليها على قطاعات اخرى لم يتوافر لها تمثيل كاف في عينة الدراسة.

نظريات اندماج الشركات

لقد برزت عدة نظريات تبرر عمليات الاندماج بين الشركات وتشرح الاهداف الاقتصادية التي يرمي اليها مخططو عمليات الاندماج^(٢). سنستعرض هذه النظريات بشكل موجز هنا ونقوم بمحاولة اختبار درجة تحققها في مجمل حالات الاندماج التي تمت في سوق التأمين الاردني.

١- تباين الكفاية Differential Efficiency

عندما تكون كفاية ادارة الشركة الداخلة (التي تنشئ عملية الاندماج) في استخدام الاصول أو عناصر الانتاج المتاحة افضل من كفاية ادارة الشركة المستهدفة بالدمج، فان تملك الاولى للاخيرة يرفع من كفاية الشركة الجديدة (الناجئة عن الاندماج)، ويفيد الاقتصاد الوطني ككل. وقد يكون من اسباب عدم كفاية الشركة المستهدفة هذه عدم اختصاص ادارتها او تقاعسها عن القيام بواجباتها على خير وجه. يمكن اختبار مدى تحقق هذه النظرية في حالة اندماج شركات التأمين الاردنية من خلال دراسة اثر الاندماج على نسب النشاط (التشغيل) للشركات المندمجة (أي مقارنتها بين فترتي ما قبل وما بعد الاندماج).

٢- نظرية الوكالة Agency Theory

تنشأ مشكلة الوكالة عندما يكون مدير الشركة لا يملكون الاجزاء بسيطا من

اسهم الشركات التي يديرونها فيسيئون استخدام امكانات تلك الشركات بقصد او بغير قصد. فيقوم بعض المديرين مثلاً ببذل جهود متواضعة او غير جادة في العمل وخدمة ملاك المنشأة، الا انهم في نفس الوقت يبالغون في الانفاق على انفسهم على حساب الشركات التي يديرونها، ربما من خلال استخدام سيارات فخمة مرتفعة التكاليف، او مكاتب فارهة، او اشتراكات في نواد مكلفة، او القيام بسفريات غير ضرورية على حساب الشركة. لذلك فان بعض الشركات التي تدار بهذا الاسلوب تكون عرضة للاستيلاء عليها ودمجها من قبل شركات اخرى ترى ان هناك مشكلة وكالة فيها وانها على استعداد لادارة ممتلكات الشركات المستهدفة باسلوب اكثر مهنية واخلاقية وأعلى مردودا على رأسمال المالكين. يمكن اختبار مدى تحقق هذه النظرية في حالة اندماج شركات التأمين الاردنية من خلال دراسة اثر الاندماج على ربحية الشركات المندمجة وعائد الاستثمار فيها على الاصول وحقوق المالكين.

٣- وفورات الاندماج Synergy

تتحقق اقتصاديات الاندماج او وفوراته عندما يمكن اثبات ان قيمة الشركة الناتجة عن الاندماج اكبر من مجموع قيم الشركات المشمولة به قبل اتمام عملية الاندماج. ويمكن عمليا ان تتحقق وفورات الاندماج عن طريق تحقيق وفر في كلفة التشغيل (عندما يتم التشغيل عند مستوى عال من الطاقة المتاحة)، او بكلفة التمويل (عندما يتم الاقتراض باسعار فائدة اقل أو بشروط افضل)، او تحسين العملية التسويقية. فاستخدام اصول الشركات المندمجة مجتمعة، وحشد القدرات الادارية والخبرات الفنية، قد يمكن الشركات المندمجة من التشغيل والانتاج بكفاية اقتصادية افضل من قبل، وهذا بدوره يقلل من متوسط تكلفة الخدمة المقدمة أو الوحدة المنتجة، خصوصا في حالة الشركات التي تحتاج لمعدات ثقيلة مكلفة، او خبرات علمية وفنية متقدمة لتمام الانتاج او الخدمة. هذا من جهة، ومن جهة اخرى يمكن ان تتحقق وفورات الاندماج في مجال التمويل من حيث سهولة الحصول على التمويل المطلوب للتوسع المستهدف في منح الائتمان للعملاء، أو التشغيل بمرونة عالية، او تقليل كلفة هذا التمويل من حيث اسعار الفائدة المدفوعة. كما يمكن ان تتحقق وفورات الاندماج من خلال زيادة كفاية العملية التسويقية للمنتجات النهائية، أو تيسير الحصول على المواد الاولية اللازمة للتصنيع. فتملك شركة لتسويق المنتجات لشركة اخرى لتأمين المواد الاولية (في عمليات اندماج رأسي) تساعد على تكامل الخبرات الادارية والتسويقية والتشغيلية المطلوبة لتحقيق قفزة نوعية في حجم مبيعات الشركات المندمجة. يمكن اختبار مدى تحقق بعض عناصر هذه النظرية في حالة اندماج شركات التأمين الاردنية من خلال دراسة اثر الاندماج على انتاجية المستخدم ومرونة التمويل المتوافرة للشركات المندمجة.

٤- تدني الاسعار السوقية لاسهم بعض الشركات يجعلها عرضة للاندماج Undervalued Company

تكون في بعض الاحيان اسهم بعض الشركات مسعرة باقل من قيمتها الحقيقية من وجهة نظر بعض المطلعين على اوضاع هذه الشركات وامكاناتها الكامنة. في هذه الحالة يلجأ هؤلاء المطلعون على الاحوال الى اغتنام الفرصة لتملك وسائل انتاج جديدة من خلال الاندماج مما يحقق لهم التوسع في الاعمال بكلفة اقل ووقت اقصر مما يتطلبه انشاء مثل هذه القدرات والاستثمارات من جديد. يمكن اختبار مدى تحقق بعض عناصر هذه النظرية في حالة اندماج شركات التأمين الاردنية من خلال دراسة اثر الاندماج على النسب الاستثمارية للشركات المندمجة (مثل معامل مضاعف السعر ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية).

٥- الاعتبارات الضريبية Tax Considerations

أي التقليل من الالتزامات الضريبية أو تأجيلها على الاقل بالطرق المشروعة من خلال التخطيط الضريبي. ويمكن ان يتحقق ذلك عن طريق دمج شركة لديها خسائر في الوقت الحاضر، ولكن فرص نموها المستقبلية جيدة، مع شركة لديها ارباح. فخسائر الشركة المستهدفة بالدمج تغطي ارباح الشركة الداخلة وتحميها من دفع الضرائب. او اذا كانت الشركة المستهدفة تتمتع باعفاءات ضريبية مجدية، ربما يمكن الاستفادة من هذه الاعفاءات بشكل افضل اذا سمحت القوانين بذلك. يمكن اختبار مدى تحقق هذه النظرية في حالة اندماج شركات التأمين الاردنية من خلال دراسة اثر الاندماج على المعدل الفعلي للضريبة التي تدفعها الشركات المندمجة.

٦- زيادة الحصة السوقية للشركة Market Power

تستخدم نظرية زيادة الحصة السوقية كمبرر للاندماج وتأمين نصيب اكبر من ايرادات الصناعة التي تنتمي اليها الشركات المندمجة خلال وقت قصير نسبياً، مثلما يجري في عمليات الاندماج الافقي التي جرى الحديث عنها سابقاً. يمكن اختبار مدى تحقق هذه النظرية في حالة اندماج شركات التأمين الاردنية من خلال دراسة اثر الاندماج على الحصة السوقية للشركات المندمجة.

٧- إعادة الترتيب الاستراتيجي لمواجهة البيئة المتغيرة للأعمال Realignment

Strategic

لقد أصبحت بعض الشركات تلجأ الى تنويع استثماراتها في حقول مختلفة من الإنتاج والخدمات. فالشركة التي لا ترغب أن تكون معتمدة على خط إنتاج واحد أو تعمل في صناعة واحدة، كي لا تكون عرضة لمخاطر كبيرة في حال تعرض تلك الصناعة إلى الركود أو الكساد، تلجأ

إلى تنويع استثماراتها في عدة خطوط انتاج او صناعات او خدمات مختلفة، إذ في حالة التنويع هذه يندر ان تخضع جميع خطوط الانتاج او الصناعات او الخدمات التي تعمل فيها الشركة الى نفس الظروف الاقتصادية. فتجد على الاغلب انه اذا ساءت اوضاع صناعة ما ازدهرت ظروف اخرى والعكس بالعكس. ان التنويع في الاستثمارات يحقق مزايا اخرى للشركة الداخلة مثل استغلال الطاقات الادارية والانتاجية والمالية غير المستغلة لديها في الوقت الحاضر باستثمارات اضافية مجدية. لا يمكن اختبار مدى تحقق هذه النظرية في حالة اندماج شركات التامين الاردنية كون اندماجها من النوع الافقي وليس من النوع المختلط الذي تركز عليه هذه النظرية.

فرضيات الدراسة

على ضوء نظريات الاندماج المختلفة الميمنة في الفقرة السابقة، فان هذه الدراسة تحاول اختبار الفرضيات التالية:

- ١- لا يؤدي الاندماج الى تحسن هام في اداء شركات التامين المندمجة من الناحية التشغيلية (نسب النشاط).
- ٢- لا يؤدي الاندماج الى تحسن هام في ربحية شركات التامين المندمجة .
- ٣- لا يؤدي الاندماج الى تحسن هام في قدرة شركات التامين المندمجة على التمويل (المديونية).
- ٤- لا يؤدي الاندماج الى تحسن هام في النسب الاستثمارية لشركات التامين المندمجة،
- ٥- لا يؤدي الاندماج الى تحسن هام في نسب الاداء المتفرقة لشركات التامين المندمجة.

الدراسات السابقة

أجري العديد من الدراسات العلمية على موضوع الاندماج واثاره الاقتصادية على الشركات المندمجة بما فيها بعض شركات التامين. فيما يلي عرض موجز لعدد من أهم الدراسات المتوافرة التي اجريت على عمليات اندماج أو مشاريع اندماج (Merger Proposals)، علما بان معظمها تم في البيئة الاقتصادية الأمريكية. ففي دراسة لـ Hogarty (1970) اجريت على ٣٤ شركة دمجت شركات اخرى اليها قام الباحث بمقارنة نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات الداخلة مع نسبة التغير في القيمة السوقية لبقية اسهم الشركات في الصناعات التي تنتمي اليها هذه الشركات. تبين للباحث ان الشركات الداخلة حققت مكاسب اقل من المكاسب التي حققتها بقية الشركات في صناعاتها. فقد كان معدل التحسن في القيمة السوقية لاسهم الشركات الداخلة اقل بمقدار ٥٪ من المعدل الذي حققتة الصناعة، وكان هذا الفرق هاما عند مستوى معنوية ١٠٪. أي ان الاندماج لم يكن مجديا من وجهة نظر النمو في القيمة السوقية لاسهم الشركات المندمجة.

ودرس Halpern (1973) بيانات ٧٥ حالة اندماج قسمت ما بين حالات اندماج شركات صغيرة وأخرى لشركات كبيرة، تفحص الباحث فيها اثار الاندماج على اسعار الاسهم في السوق عند الاعلان الأولي عن الاندماج وعند اتمام عملية الاندماج. تبين للباحث من هذه الدراسة ان معلومات الاندماج تتسرب الى السوق قبل اكمال عمليات الاندماج فعليا ب ٧-١٢ شهرا، لذلك تنعكس اثار الاندماج في اسعار اسهم الشركات المندمجة قبل الاعلان عن اتمام عملية الاندماج الى العامة. لقد دلت النتائج التي توصل اليها الباحث على ان التحسن في اسعار اسهم الشركات الصغيرة المندمجة (بعد التعديل لاثار التغيرات العامة في السوق وعمليات توزيع الارباح) افضل من التحسن في اسعار اسهم الشركات الكبيرة المندمجة. فقد كان التحسن في اسعار اسهم الشركات الصغيرة مختلفا عن الصفر عند مستوى معنوية ٥٪، في حين لم يكن التحسن في اسعار اسهم الشركات الكبيرة المندمجة مختلفا بشكل هام عن الصفر.

أما Dodd (1980) فقد أجرى دراسة على ١٥١ اندماجا مقترحا أعلنت في Journal Wall Street في الفترة ١٩٧١-١٩٧٧ ونفذ منها فعليا ٧١ فقط، وجاءت النتائج مشابهة لنتائج الدراسة السابقة. فقد تبين للباحث ان معلومات الاندماج تتسرب مبكرا الى بعض المستثمرين قبل الاعلان عنها رسميا للعامة. استخدم الباحث في هذه الدراسة معلومات العائد اليومي على اسهم الشركات المشمولة بالاندماج وتوصل الى نتيجة مفادها ان المكاسب التي تحققت عن الاندماج ذهبت الى مساهمي الشركات المستهدفة في الاندماج وليس الى مساهمي الشركات التي انشأت عمليات الاندماج.

واستخدم Malatesta (1982) نموذج تسعير الاصول الرأسمالية (CAPM) لدراسة اثار عمليات الاندماج على عوائد اسهم الشركات المشمولة في الاندماج. فوجد الباحث أن نسبة العائد غير المتوقع على أسهم الشركات الداخلة في عمليات الاندماج كما يلي:
بالنسبة للشركات الداخلة فان نسبة العائد غير المتوقع على السهم بعد الاندماج سالبة (عند مستوى دلالة احصائية)، على حين ان نسبة العائد غير المتوقع على اسهم الشركات المستهدفة بالاندماج موجبة ولكن غير ذات دلالة احصائية. اما بالنسبة للعائد غير المتوقع كقيمة مطلقة، فقد تبين للباحث ان مساهمي الشركات المستهدفة حققوا زيادة في ثروتهم نتيجة للاندماج، على حين حقق مساهمو الشركات الداخلة خسارة في الثروة مقدارا يفوق حجم الربح الذي حصل عليه مساهمو الشركات المستهدفة، وخلص الباحث الى القول بان نظرية الوكالة هي الدافع الرئيس لعمليات الاندماج.

وفي دراسة لـ (Pastena & Ruland 1986) على عينة من ١١٠ شركات معسرة وجد الباحثان ان الاندماج في الوقت المناسب يمكن ان يكون بديلا للافلاس في حالة الشركات

المعسرة (Distressed Firms) ومصصلحة اصحاب الشركة، الا ان هذا الخيار قد لا يكون في مصلحة المديرين الذين يشعرون بان مصلحتهم يمكن ان تخدم بشكل افضل من خلال الافلاس. لقد اختبر الباحثان تاثير بعض العوامل الخاصة بالشركة على خيار الاندماج/الافلاس وتبين لهم ان الشركة المعسرة التي تختار الاندماج على الافلاس تكون عادة ذات حجم اكبر ودرجة رفع مالي اقل (اقل مديونية) من تلك التي تختار الافلاس على الاندماج. أما عامل التدوير المستقبلي لرديات الضرائب (Tax Carry forward) فلم يكن هاما في التحليل. كما بينت الاختبارات التي اجراها الباحثان كذلك ان الشركات المعسرة التي يوجد فيها تركيز ملكية كبير (أو رقابة مالكين عالية) تكون اكثر ميلا للاندماج من اعلان الافلاس. وعليه فقد استنتج الباحثان ان المصلحة الذاتية للمديرين، وليس فقط مصلحة المساهمين والدائنين هي من الدوافع الرئيسة للاختيار بين الاندماج والافلاس. ويعزز هذا الاستنتاج كذلك دراسة اخرى قام بها (Lewellen et Al. 1985) حيث وجد الباحثون ان العائد على اسهم الشركات الداخلة مرتبط ايجابيا بمستوى ملكية الادارة في هذه الشركات.

واختبر، (Healy et al. 1992) الاداء في مرحلة ما بعد الاندماج لأكثر ٥٠ عملية اندماج تمت في الولايات المتحدة في الفترة ١٩٧٩-١٩٨٤، وتبين لهم أن الشركات المندمجة تحقق تحسنا هاما في انتاجية الاصول نسبة الى اداء الصناعات التي تنتمي اليها هذه الشركات مما يؤدي الى عائد افضل من حيث التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية. ووجد الباحثون كذلك ان هذا التحسن في الاداء يكون قويا بشكل خاص في حالة الشركات التي تعمل في النشاطات المتداخلة (Overlapping Business). كما وجدوا ان الاندماج لا يؤدي الى خفض في الانفاق الراسمالي طويل الاجل أو الانفاق على البحث والتطوير، وان هناك ارتباطا ايجابيا قويا بين الزيادة في التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية في مرحلة ما بعد الاندماج وتحقق عائد غير عادي على اسهم الشركة عند الاعلان عن الاندماج، مما يدل، في رأيهم، على ان عملية اعادة تقييم الشركة المندمجة تركز على التحسنات (الوفورات) الاقتصادية المتوقعة بعد الاندماج.

كما اختبر (Agrawal et al. 1992) كذلك مسألة اداء الشركات في مرحلة ما بعد الاندماج مستخدمين عينة كبيرة من حالات الاندماج التي تمت في سوقي AMEX & NYSE في الولايات المتحدة ما بين عامي ١٩٥٥-١٩٨٧ شملت ٩٣٧ اندماجا و ٢٢٧ عرض اندماج (Tender Offer)، ووجدوا ان حملة اسهم الشركات الداخلة يواجهون خسارة هامة تبلغ حوالي ١٠٪ من ثروتهم خلال خمس السنوات التي تلي الاندماج، وان هذه النتيجة تصمد في وجه كافة تحدييدات النماذج المستخدمة في الدراسة. ويقول الباحثون ان هذه الخسارة في العائد نتيجة للاندمج ليس لها علاقة بحجم الشركة او مشاكل تقدير الخطر النظامي للاسهم (Beta) او

استجابة السوق البطيئة لعمليات الاندماج.

وفي دراسة لـ (Berkovitch & Narayanan, 1993) اختبر الباحثان فيها ثلاثة فرضيات لاندماج الشركات هي: اقتصاديات الاندماج، ونظرية الوكالة، وسوء تقدير الادارة (Hubris Hypothesis).

تلخص نظرية سوء تقدير الادارة بان ادارة الشركة الدامجة تخطئ في حساباتها وتقدم على دمج شركة اخرى دون ان يكون هناك اقتصاديات او ربح اندماج محتمل (ص ٣٥٠). واورد الباحثان تفسيراً مختلفاً لكيفية عمل نظرية الوكالة في هذا البحث، يتلخص في ان المصلحة الخاصة لادارة الشركة الدامجة هي التي تحرك عملية الاندماج. ويذكرون اسباباً مختلفة محتملة لذلك (اقترح بعضها باحثون اخرون كذلك) منها تنوع القدرات الادارية للشركة الناتجة عن الاندماج، وتوفير تدفقات نقدية دون مقابل لزيادة حجم الشركة، وامتلاك اصول جديدة من شأنها ان تزيد من درجة اعتماد الشركة على خبرات الادارة الحالية ومهاراتها الخاصة. تؤدي جميع هذه الاسباب في النهاية الى استيلاء الادارة على جزء من ثروة مساهمي الشركة الدامجة (من خلال زيادة الاستهلاك الترفي على حساب الشركة) واخراج العناصر الادارية القادرة على ادارة بعض عمليات الشركة بشكل افضل مما يكبد الشركة الناتجة عن الاندماج تكاليف وكالة، ويقلل من قيمتها ككل ويضعف حقوق حملة الأسهم فيها.

لقد استنتج الباحثان (بناء على بيانات حول ٣٣٠ عملية اندماج في الفترة ١٩٦٣-١٩٨٨) ان الدافع الاساسي لاندماج الشركات هو اقتصاديات الاندماج حيث فسرت هذه النظرية ٧٥٪ من حالات الاندماج التي درسها، وان معظم عمليات الاندماج تؤدي الى تحقيق مكاسب للشركة المستهدفة في الدمج وخسائر للشركة الدامجة. حيث بلغ متوسط مكاسب الشركة المستهدفة ١٣٠.١ مليون دولار ومتوسط خسائر الشركة الدامجة ١٠ مليون دولار. أما بالنسبة لنظريتي الوكالة والخطأ الاداري فقد شرحنا حوالي ٢٥٪ من حالات الاندماج التي درست في هذا البحث. ووجد (Clark & Ofek (1994 ان الاندماج يمثل أحد أساليب إعادة هيكلة الشركات المعسرة. فالشركات المعسرة اعسارا ماليا او تشغيليا، يمكن ان تسعى لكي تندمج مع شركات اخرى قادرة على حل اعسارها. فقد تفحص الباحثان ٣٨ عملية اندماج لشركات معسرة حدثت في الفترة ١٩٨١-١٩٨٨ ووجدوا أن حالات الاندماج هذه تجري في الغالب بين شركات متماثلة، أي اندماجا (افقيا) ، حيث بلغت نسبة الشركات المتماثلة، على اساس SIC match 4-digit، المندمجة في هذه الدراسة ٥٥٪ (في حين وجد باحثون اخرون، et al. ١٩٩٠، Morck ، ان هذه النسبة تصل الى ٣٣٪). ولكنهم وجدوا كذلك، بناء على معايير الاداء بعد الاندماج التي استخدمها الباحثان، ان الاندماج لا يؤدي في الغالب الى إعادة هيكلة ناجحة

للشركات المستهدفة، وان كانت نسبة النجاح في اعادة هيكلة الشركات المعسرة ماليا افضل منها في حالة الشركات المعسرة تشغيليا. الا انهم اجمالا لم يستطيعوا ان يستنتجوا ان الاندماج يعتبر خيارا فاشلا لاعادة الهيكلة نسبة الى ما يمكن ان يكون عليه الوضع بدون اندماج. ويعزز من استنتاجات هذه الدراسة بعض الشيء ما وجدته Amit et al. ١٩٨٩، الذين تفحصوا الدوافع المختلفة لعمليات الاندماج والتملك مستخدمين بيانات شركات معسرة واخرى غير معسرة ووجدوا ان ٢٠٪ من الشركات العامة المندمجة كانت شركات معسرة ماليا.

أما دراسة Barniv & Hathorn (1997) فقد ركزت على شركات التأمين ووجد الباحثان ان اندماج شركات التأمين في الوقت المناسب يمكن ان يكون بديلا عمليا للتخلص من حالة الافلاس التي تواجه بعض هذه الشركات. فقد شكلت عينة هذه الدراسة تقريبا كافة شركات تأمين الملكية وضد الغير (Property/Liability Insurers) للفترة ١٩٨٤-١٩٩٢، وجرى فيها تحليل اوضاع شركات التأمين المفلسة وغير المفلسة والمندمجة. وجد الباحثان ان نسبة شركات التأمين المفلسة التي تلجأ الى الاندماج مع غيرها كحل لمشكلاتها المالية تتراوح ما بين ٢٠٪-٤٦٪ من مجتمع الشركات المفلسة، في حين تراوحت هذه النسبة في صناعات اخرى ما بين ١٥-٢٠٪ فقط، مما يدل على انه قد يكون للجهات الحكومية المنظمة لاعمال التأمين دور في دفع بعض شركات التأمين المعسرة الى الاندماج. ومما يعزز من هذا الاعتقاد هو ان الباحثين وجدوا ان كافة الشركات العامة المندمجة هي شركات تأمين ضد الغير. كما وجد الباحثان ان مساهمي الشركات الدامجة لشركات تأمين في اوضاع مالية بائسة يحققون عائدا سلبيا عند مستوى معنوية ذات دلالة احصائية، وان هذا العائد يكون اقل بشكل هام نسبيا من العائد الذي يحققه مساهموا الشركات البائعة لشركات تأمين في اوضاع مالية صعبة.

يتضح مما سبق ان العديد من الدراسات اعلاه ركزت على اظهار اثر عمليات الاندماج على اسعار الاسهم وعوائدها في السوق، على حين حاول البعض الاخر تفسير اسباب الاندماج ودوافعه، او قياس اثر الاندماج على التدفقات النقدية. أما الدراسة الحالية فتركز، كما سيتضح اكثر لاحقا، على الاداء المحاسبي للشركات المندمجة، والذي يشتمل على مؤشرات عديدة للاداء. فهي تأخذ في الاعتبار الواجهة والاحتمالات المختلفة للآثار التي قد تنجم عن عمليات الاندماج، حسبما تشير اليها نظريات الاندماج المختلفة. لذلك يمكن دراسة مدى تحقق هذه النظريات من خلال ملاحظة تأثير عمليات الاندماج على النسب والمعدلات المالية والمحاسبية للشركات المندمجة، كنسب ومعدلات النشاط (التشغيل) والربحية والمديونية والحصة السوقية وغيرها من نسب ومعدلات الاداء المحاسبية المتفرقة.

تأثير انخفاض النمو الاقتصادي وتغير سعر صرف العملة الاردنية على نتائج الدراسة لم يحقق الاقتصاد الاردني، منذ عقد من الزمان تقريباً النمو الاقتصادي المخطط له كما كانت تدل عليه المؤشرات الحكومية الاولى. فقد كانت مشاريع قوانين الموازنات الاردنية تشير (بناء على مؤشرات اولية) الى حدوث نمو اقتصادي في حدود الـ ٦٪ سنوياً، الا ان الاحصاءات الفعلية للنمو الاقتصادي التي اوردها دائرة الاحصاءات العامة مؤخراً كشفت النقاب عن ان النمو الحقيقي خلال تلك الفترة كان لا يزيد عن ٢٪. ولكن على الرغم من ذلك، فان شركات التأمين الاردنية كانت من اقل فئات الشركات الاردنية تائراً بانخفاض النمو الاقتصادي الاردني، ذلك لان معظم ايراداتها تأتي من تأمين السيارات (الذي في معظمه تأمين ضد الغير)، وهو تأمين الزامي بموجب قوانين السير الاردنية، اذ لا يمكن تجديد ترخيص اية سيارة بدون تحديث هذا التأمين. ومن الاطلاع على تفاصيل ايرادات شركات التأمين الاردنية يتبين للباحث ان تأمين السيارات يشكل حوالي ٧٠٪ - ٨٠٪ من متوسط ايرادات شركات التأمين، واذا ما اخذنا في الاعتبار الاحصاءات المعطاة في الجدول رقم (١) لاحقاً، والتي تدل على حدوث نمو معقول لايرادات شركات التأمين الاردنية في فترة ضعف النمو الاقتصادي العام المنوه عنها، يتضح للقارئ ضآلة تأثير ضعف النمو الاقتصادي الاردني على أداء شركات التأمين الاردنية.

ولم يكن انخفاض معدل النمو الاقتصادي العام في الاردن هو العامل الوحيد الذي طبع فترة الدراسة فحسب، بل انخفض كذلك معدل سعر صرف الدينار الاردني الى النصف تقريباً في عام ١٩٨٨ مما اثر على حجم نشاط الشركات الاردنية، خصوصاً العمليات الخارجية. ولكن بما ان جل عمليات شركات التأمين الاردنية هي عمليات محلية فان معدلات اقساط التأمين وايرادات معظم شركات التأمين لم تتأثر بشكل كبير من جراء تغير سعر صرف العملة الاردنية، بل نمت نمواً طبيعياً تقريباً وبشكل متقارب بين الشركات نظراً لوجود ما يسمى بمكاتب التأمين الموحد، خصوصاً في تأمين السيارات (وهو المصدر الاكبر لايرادات شركات التأمين). وللتدليل على ضآلة حجم النشاط الخارجي لشركات التأمين الاردنية المشمولة بهذه الدراسة فقد تم احصاء الفروع الخارجية لهذه الشركات، وتبين عدم وجود أي فروع لتسع من الشركات المندمجة (ثمانية عشرة شركة قبل الاندماج، او ٧٥٪ من حجم عينة الدراسة) في حين يوجد فرع واحد لكل من شركتي تأمين اخريين وستة فروع لشركة تأمين واحدة (شركة التأمين الاردنية)، وكان مقدار تأثير ايرادات هذه الشركات

بهذا التغير في سعر صرف الدينار الاردني محدودا نوعا ما.

طريقة البحث

تحتوي هذه الفقرة الرئيسية من البحث على ثلاث فقرات فرعية هي: عينة البحث، واجراءات البحث والعوامل المستخدمة في البحث.

أ- عينة البحث

تحتوي عينة هذه الدراسة على كافة شركات التأمين العاملة في السوق الاردني التي كانت مشمولة بعمليات الاندماج التي تمت في الفترة ١٩٨٥-١٩٨٩ والبالغ عددها ٢٤ شركة، اندمجت في ١٢ شركة استمر بعضها في حمل اسم الشركة الداخلة كما كان قبل الاندماج، واتخذ بعضها اسما جديدا مشتركا من اسماء الشركات السابقة المندمجة. تم الاكتفاء بهذه الفترة ليكون هناك عدد كاف من الملاحظات السنوية (٥ سنوات قبل الاندماج و٥ سنوات بعده) عن كل عامل من العوامل المستخدمة في الدراسة (٤)، لا سيما وان دليل الشركات المساهمة العامة الاردنية الذي استخدم كمصدر اساسي لبيانات الدراسة لم يكن قد صدر بعد لعام ١٩٩٦ عندما تم البدء بمشروع هذه الدراسة، وعليه فان البيانات السنوية لشركات العينة كانت متوافرة فقط لعام ١٩٩٤ وما قبله. يبين الملحق في نهاية الورقة أسماء الشركات المشمولة بالدراسة وتواريخ اندماجها. لم تكن جميع الشركات التي تلاشت نتيجة لعمليات الاندماج شركات مساهمة عامة على حين كانت جميع الشركات التي نتجت عن الاندماج، او استمرت بعده شركات مساهمة عامة. أية شركات مشموله بعملية اندماج واحده ومعلوماتها متوافرة في فترة ما قبل الاندماج اخذت في الاعتبار بان اضيفت معلومات هذه الشركات الى بعضها البعض (لتصبح كانها شركة واحدة) عند استخراج العوامل المستخدمة في الدراسة (النسب والمعدلات المحاسبية) في فترة ما قبل الاندماج لمقارنتها مع نفس العوامل في فترة ما بعد الاندماج للشركة الناتجة عن عملية الاندماج.

الجدول رقم (١) يبين بعض الإحصاءات الوصفية لشركات العينة قبل وبعد عمليات الاندماج. يتضح من الجدول المذكور حدوث نمو، بمعدلات متفاوتة، في غالبية متوسطات الاحصاءات الوصفية لشركات العينة في فترة ما بعد الاندماج. فقد نما متوسط مجموع الاصول بنسبة ٧٤٪ تقريبا ((٥٣٥١٠٠٠/٣٠٦٩٠٠٠-١٠٠٪))، كما نما متوسط المطلوبات للتغير (الديون) بنسبة ٨١٪ تقريبا، ومتوسط حقوق المالكين بنسبة ٦٥٪، ومتوسط الايرادات بنسبة ٥٥٪، ومتوسط الذم المدينة بنسبة ٢٤٦٪. ويتضح من الجدول نفسه، ان تشتت القيم الافراضية لاحصاءات شركات العينة قد ازداد بشكل كبير في مرحلة ما بعد الاندماج، بدليل ان الانحراف

المعياري لهذه الاحصاءات قد ازداد بشكل واسع وتجاوز الضعف في حالة الذم المدينة.

الجدول رقم (١)

الاحصاءات الوصفية لشركات العينة قبل وبعد الاندماج *

نسبة	بعد الاندماج		قبل الاندماج		الاحصاء الوصفي
	المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف المعياري	
٪٧٤	٣٩٢٤	٥٣٥١	٢٢٥٥	٣٠٦٩	مجموع الاصول
٪٨١	٢٥١٠	٣٢٦٨	١٤٣٨	١٨٠٥	المطلوبات للغير
٪٦٥	١٥٢٠	٢٠٨٠	١٠٢٣	١٢٦١	حقوق المالكين
٪٥٥	١٦٨٩	٢٠٢٣	١١٥٠	١٣٠٣	الايادات
٪٢٤٦	١٠٩٥	١٢٨٥	٤١٢	٥٢٣	الذم المدينة

*المبالغ بالآلاف الدنانير الأردنية

ب- اجراءات البحث

اعتمد هذا البحث اسلوب مقارنة معدلات ونسب الاداء (أو الكفاية) المحاسبية المختلفة للشركات المندمجة لمرحلتني ما قبل وبعد الاندماج لاكتشاف الفروق في متوسطات هذه المعدلات والنسب المحاسبية، واختبار الاهمية الاحصائية لهذه الفروق. وتشمل اوجه الاداء والكفاية هذه نسب النشاط والربحية والمديونية والنسب الاستثمارية ونسب الاداء المتفرقة الاخرى المبينة في الفقرة التالية، وذلك حسب توافرها مباشرة او امكانية احتسابها من البيانات المالية السنوية للشركات التي يوفرها دليل الشركات المساهمة العامة الاردنية الذي يصدر عن سوق عمان المالي. فمقارنة الاوجه المختلفة للاداء المحاسبي والكفاية المتعلقة بالنظريات المختلفة للاندماج ما بين فترتي ما قبل وبعد الاندماج سوف تعطي القارئ فكرة عن مدى تحقق الاهداف والمزايا الاقتصادية والمالية للاندماج.

ولكي تكون فترة المقارنة معقولة، فقد تم استخراج نسب ومعدلات الاداء المختلفة لفترة خمس السنين التي سبقت الاندماج لكل شركة من شركات العينة ومقارنة متوسطاتها مع متوسطات نفس النسب والمعدلات لفترة خمس السنين التي تلت الاندماج، تاركين سنة الاندماج نفسها كفاصل بين الفترتين. بعد استخراج الفروق في نسب ومعدلات الاداء بين الفترتين جرى اختيارها احصائيا للتعرف على الفروق ذات الاهمية.

يمكن اجراء اختبار للفروق في المعدلات ونسب الاداء على اساس جماعي لكافة شركات العينة ما بين الفترتين (قبل وبعد الاندماج) او على اساس كل مجموعة شركات مشمولة في عملية

اندماج واحدة. ولكن بما ان الاهم هو التعرف على آثار عمليات الاندماج على مجتمع الدراسة ككل، فقد تم اختيار اسلوب المقارنة الجماعي لكافة الشركات في هذه الورقة. ويتطلب ذلك استخراج متوسط كل عامل من عوامل الدراسة قبل وبعد عمليات الاندماج لكافة شركات العينة ومقارنة هذين المتوسطين المحسوبين قبل وبعد الاندماج لاستخراج الفرق بينهما واختباره احصائيا. لقد كان بالامكان التركيز على الاداء السوقي (Market Performance) لدراسة اثر الاندماج على عائد اسهم الشركات المندجة بدلا من التركيز على الاداء المحاسبي الذي تم تبنيه في هذه الدراسة. ان احد اسباب هذا التنبؤ هو ان الاسلوبين متكافئان وليسا متناقضين. فقد توصلت بعض الدراسات الى وجود ارتباط ايجابي بين الاداء المحاسبي والاداء السوقي للشركات المساهمة العامة. أي انه اذا عرف الاداء المحاسبي للشركة امكن التنبؤ (الى حد كبير) بالاداء السوقي لها (لاحظ على سبيل المثال، فوزي غرايبة وداود جعفر ١٩٨٨، و منصور السعيدة ١٩٩٦)، وعليه فقد رأى الباحث ملاءمة استخدام اسلوب مختلف في دراسة اثر عمليات الاندماج على اداء الشركات المشمولة به، لاسيما وان العديد من الدراسات المشار اليها في فقرة الدراسات السابقة قد ركزت على قياس الاداء السوقي في التعرف على اثار عمليات الاندماج وتوصلت الى نتائج سلبية (أي عدم تحسن العائد السوقي على اسهم الشركات الدامجة)، لذلك رأى الباحث ان يضيف اسلوبا اخر ربما يساعد في تشخيص اثار عمليات الاندماج بشكل اوسع ومن حيث عدة اوجه للاداء المحاسبي.

ولاعطاء اكبر قدر ممكن من الايضاحات عن حجم الفروق الناجمة عن الاندماج في نسب ومعدلات الاداء واختبار الاهمية الاحصائية لهذه الفروق فقد تم استخدام اسلوبي اختبار T واختبار F (تحليل التباين الاحادي، One -Way Anova) علما بان من المعروف ان نتائج هذين الاختبارين ستكون متكافئة طالما اننا نقارن معدلات الاداء بين فترتين زمنيتين (او مجموعتين) فقط. الا اننا اخترنا اظهار كلتا النتيجةين للحصول على معلومات اوسع عن فروق معدلات ونسب الاداء المستخدمة في الدراسة والاهمية الاحصائية لهذه الفروق كما اسلفنا.

ج - العوامل المستخدمة في الدراسة

شملت العوامل المستخدمة في الدراسة النسب ومعدلات الاداء المحاسبية التالية:

اولا: نسب ومعدلات النشاط.

وتقيس هذه النسب والمعدلات قدرة الشركة على ادارة اصولها بكفاية وفعالية من اجل توليد المزيد من الايرادات والارباح. وقد استخدمت نسب ومعدلات النشاط التالية لشركات التامين المشمولة بعمليات الاندماج في هذه الدراسة:

- ١- معدل دوران الاصول = الايرادات/اجمالي الاصول
ويقيس هذا المعدل قدرة الشركة على توليد الايرادات من استخدام الاصول المتاحة. كلما كان هذا المعدل مرتفعا كلما كانت كفاية المنشأة في استثمار الاصول افضل.
- ٢- معدل دوران الذمم المدينة = صافي المبيعات (الايرادات) الاجلة/رصيد العملاء
ويقيس هذا المعدل قدرة المنشأة على توليد حجم مرتفع من الايرادات دون التوسع في منح الائتمان
للعلاء. كلما كان هذا المعدل مرتفعا كلما كانت الشركة اكفأ في ادارة حسابات العملاء والتعامل معهم.
- ٣- طول فترة التحصيل من العملاء بالايام = (رصيد العملاء/الايرادات الاجلة) X ٣٦٠
وتقيس هذه الفترة المدة ما بين تاريخ تقديم الخدمة وموعد تحصيل ثمن الخدمة. كلما كانت الفترة اقصر كلما كانت فترة تجميد الاموال اقل والربحية والسيولة افضل.

ثانيا: نسب ومعدلات الربحية:

وهي نسب ومعدلات تقيس قدرة الشركة على توليد الارباح من الايرادات التي تحققها لكي تحقق عائدا مجزيا للاموال المستثمرة في المشروع. وقد استخدمت النسب التالية لقياس ربحية شركات التأمين المشمولة بعمليات الاندماج:

- ١- العائد على المبيعات (الايرادات) = (صافي الارباح بعد الضرائب / الايرادات) . ويقيس هذا العائد نسبة الربح المتحقق في كل دينار من الايرادات. من الطبيعي، فانه كلما ارتفع العائد على الايرادات كلما ارتفعت ربحية الشركة وقدرتها على توزيع حصص ارباح اكبر على المساهمين.
- ٢- العائد على الاصول = (صافي الارباح بعد الضرائب / مجموع الاصول) X ١٠٠ . ويقيس هذا المعدل نسبة الربح المتحقق على كل دينار مستثمر في الاصول. كلما كانت هذه النسبة اعلى كلما كانت ربحية الشركة افضل ومردود الاستثمار فيها اكثر جدوى.
- ٣- العائد على حقوق المالكين = (صافي الارباح بعد الضرائب / حقوق المالكين) X ١٠٠ . تشمل حقوق المالكين في الشركة رأس المال، والاحتياطيات، والارباح المدورة. كلما كانت نسبة الربح المتحقق على حقوق المالكين المستثمرة في الشركة اعلى كلما كان المردود على استثمارات هؤلاء المالكين مشجعا على الاستمرار في حمل اسهم الشركة، او استثمار المزيد من الاموال لدعم التوسع في اعمالها.

- ٤- يعدل ربح السهم = صافي الارباح بعدد الضرائب / عدد الاسهم العادية ويسقيس هذا

المعدل حصة السهم

ثالثاً: نسب المديونية^(٥).

وتقيس هذه النسب مدى اعتماد الشركة على المصادر الخارجية لتمويل الاصول والعمليات التشغيلية. كلما كانت نسب المديونية ادنى كلما كانت المخاطرة في اقراض الشركة او الاستثمار في اسهمها اقل. هذا من جهة، ولكن من جهة اخرى لابد لكل شركة من الاعتماد على بعض التمويل الخارجي لتسهيل عمليات التوسع بسرعة ومرونة وبكلفة اقل عندما يتم اقتراض الاموال بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً واستثمارها بمردود اعلى.

١- نسبة الدين = (اجمالي الديون قصيرة وطويلة الاجل/ اجمالي الاصول) X ١٠٠

٢- نسبة الدين الى حقوق المالكين = (اجمالي الديون/ حقوق المالكين) X ١٠٠

رابعاً: النسب الاستثمارية:

وتقيس هذه النسب جاذبية اسهم الشركة لدى المستثمرين في السوق المالي. وتشمل النسب المستخدمة في هذه الدراسة:

١- معامل مضاعف السعر = سعر السهم في السوق / معدل ربح السهم

كلما كان هذا المضاعف اكبر كلما كان تقييم المستثمر لفرص نمو وربحية الشركة في المستقبل افضل. وعليه يكون لدى المستثمر الاستعداد لدفع مبلغ اكبر مقابل كل دينار ارباح يحققها السهم.

٢- نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم = (سعر السهم في السوق / القيمة الدفترية للسهم) X ١٠٠.

وتعطي هذه النسبة مؤشراً عن اوضاع الشركة وتقييمها من قبل المستثمرين. فان كانت الشركة واعدة في ادائها وربحيتها كانت هذه النسبة مرتفعة (أي اكبر من ١٠٠٪)، وبالعكس ذلك تكون النسبة منخفضة (اقل من ١٠٠٪) عندما تكون فرص تقدم الشركة وتطور ادائها ضئيلة.

خامساً: النسب المتفرقة الاخرى: وقد استخدمت النسب التالية في هذه الدراسة:

١- القوة (الحصة) السوقية = (ايرادات الشركة / مجموع ايرادات الشركات في الصناعة) X ١٠٠، وتقيس هذه النسبة حصة الشركة في السوق من ايرادات كافة الشركات التي تقوم باعمال مماثلة (ايرادات الصناعة). كلما كانت هذه الحصة اكبر كلما كانت الشركة في وضع افضل لتحديد شروط التعامل ومستوى الاسعار ونوعية الخدمة.

٢- انتاجية المستخدم: وتقيس هذه الانتاجية نصيب المستخدم الواحد من حجم النشاط والارباح التي تحققها الشركة. وتفيد هذه النسب في اجراء دراسة عليها عبر الزمن اكثر منها في فترة واحدة بعينها. فاذا كانت اعداد المستخدمين في ازدياد فان من المفروض ان يصاحب هذه الزيادة

توسع في النشاط وزيادة في الإيرادات والأرباح، والأفان الأمر لا يعدو كونه زيادة في التوظيف دون مرور، مما يخلق ترهلا وظيفيا لا تصاحبه زيادة في الإيرادات، بل زيادة في التكاليف ونقص في الأرباح. وقد قيست الانتاجية في هذه الدراسة على مستويين هما:

أ- انتاجية المستخدم ١ = صافي الأرباح بعد الضرائب / عدد المستخدمين في الشركة،

ب- انتاجية المستخدم ٢ = إجمالي الإيرادات / عدد المستخدمين في الشركة .

نظرا لان اعداد المستخدمين في الشركة لم تتوافر على اساس سنوى (مثلما تتوافر بقية البيانات)، بل على اساس سنة بعد سنة، كون دليل سوق عمان المالي للشركات المساهمة العامة الاردنية لم يكن يصدر سنويا طيلة الفترة التي تغطيها الدراسة، فقد تم اختبار الفرق في انتاجية المستخدم على اساس سنة بعد الاخرى في فترة ما قبل الاندماج مقارنة مع انتاجيته في سنة بعد الاخرى في فترة ما بعد الاندماج.

٣- المعدل الفعلي للضريبة على الأرباح الصافية قبل الضرائب = (صافي الأرباح قبل الضرائب - صافي الأرباح

بعد الضرائب) / صافي الأرباح قبل الضرائب $\times 100$ و يقاس هذا المعدل نسبة الضريبة المدفوعة فعلا على ارباح الشركة قبل اقتطاع الضرائب منها.

كلما كانت هذه النسبة اقل ، كلما كان العبء الضريبي الذي تتحمله الشركة اقل. ويمكن ان يتم تخفيف العبء من خلال التخطيط الضريبي لتحقيق الاستفادة القصوى على ضوء ما تسمح به المعايير والطرق المحاسبية وقوانين الضرائب والاعفاءات التي توفرها قوانين تشجيع الاستثمار والحوافز المختلفة.

نتائج الدراسة وتحليلها

يبين الجدول رقم (٢) الفروق التي تحققت في متوسطات معدلات ونسب الاداء المحاسبي المستخدمة في الدراسة ما بين فترتي قبل وبعد عمليات الاندماج لشركات التأمين العاملة في السوق الاردني (المتوسط بعد الاندماج - المتوسط قبل الاندماج) ونتائج اختباري T و F للاهمية الاحصائية لهذه الفروق على مستوى كافة شركات العينة ولكامل الفترة المستخدمة.

وبالتركيز على نتائج اختبار T في البداية، يتضح من الجدول المذكور ان نسب النشاط قد تراجعت بشكل عام وكان هذا التراجع ذا دلالة احصائية في نسبتين من اصل ثلاث النسب المستخدمة في الدراسة. فقد تراجع معدل دوران الذم المدينة بمقدار نصف مرة تقريبا، وكان هذا التراجع هاما عند مستوى معنوية ٠.١ و ٠.٥ تقريبا. كما ان فترة التحصيل من الذم المدينة طالت بمدة تقارب ال ١٠٠ يوم وكانت هذه الاطالة مهمة عند مستوى معنوية ٠.١ و ٠.٥. اما معدل دوران الاصول فقد ازداد بمقدار ٠.٤ و. مرة تقريبا ولكن هذه الزيادة لم تكن ذات دلالة احصائية (مستوى

معنوية (٠ و١٤). على ضوء هذه النتائج فإنه يصعب رفض الفرضية الاولى في الدراسة، والتي تفيد بان الاندماج لا يؤدي الى تحسن مهم في الاداء التشغيلي لشركات التامين المندمجة. ويتضح من الجدول نفسه ان الربحية تحسنت بعض الشيء في ثلاث نسب وتراجعت في النسبة الرابعة، وكانت كافة هذه التغيرات غير ذات دلالة احصائية. فقد زاد معدل العائد على الايرادات بنسبة ٣٩٩٪ (عند مستوى معنوية ٠ و١٤)، وزاد معدل العائد على الاصول بنسبة ١٤٣٪ (عند مستوى معنوية ٠ و١٨)، وزاد معدل العائد على حقوق المالكين بنسبة ٣٢ و٤٪ (عند مستوى معنوية ٠ و١٥). اما معدل ربح السهم الواحد فقد تراجع بنسبة ٣٢ و٢٪، وكان هذا التراجع كما اسلفنا غير ذي دلالة احصائية (مستوى المعنوية ٠ و٦٠). وعلى ضوء هذه النتائج فإنه يصعب رفض الفرضية الثانية، التي تفيد بان الاندماج لا يؤدي الى تحسن هام في ربحية شركات التامين المندمجة.

الجدول رقم (٢)

نتائج اختباري T و F

لفروق متوسطات معدلات ونسب الاداء وأهميتها الاحصائية

اختبار F للفروق	اختبار T للفروق		المعدل او النسبة	
	قيمة الاحتمية	فرق المتوسط	المتوسط قبل الاندماج	المتوسط بعد الاندماج
الاحصائية	F	واهميته الاحصائية	الاندماج	الاندماج
نسب النشاط (التشغيل)				
٠.١٤	٢١٦١	٠.٣٩	٠.٤٧	٠.٤٣١
٠.١١	٦٧	٠.٥*	٢١١	٢٦١
٠.٠١	٧٣٢	٠.٩*	٢٦٨	١٦٩
نسب الربحية				
٠.١٤٣	٢١٧٥	٣٠٩٩	١٦	١٢٠.١
٠.١٨	١٠٨٨	١٠٤٣	٦	٤٥٧
٠.١٥	٢٠٦٨	٤٣٢	١٤٠٢	٩٠٨٨
٠.٦٠	٠.٢٧٩	٠.٣٢٢(٥)	٠.٢١	٠.٢١٥
نسب المديونية				
٠.٤٢	٠.٦٣١	١٠٩	٦٧	٦٥١
٠.٥٥	٠.٣٦	١.٠٣٣	١٦٠	١٤٩٠٦٧
النسب الاستثمارية				
٠.٧٥٢	٠.١	١.٠٨-	١.٠٨	١١٠٨٨
٠.٢٠٧	١٠٦١١	١١٠	١٩٥	٨٥
نسب الأداء المتفرقة				
٠.٢٨	١٠١٦٧	١.١٤-	٦	٧١٤
٠.٠٧٦	٣٠٢٧٧	٠.٦٧*	٥٤٢	١٠٧٥
٠.٢٦	١٠٢٦	٩٠.٨	٣٦٠٣٣	٢٧٠٢٥
٠.٢٠	١٠٦٤	١.٠٣٥	٢٦	١٥٠٦٥

** مهم عند مستوى معنوية ١٪ * مهم عند مستوى معنوية ١٠٪

ويشير الجدول نفسه الى حدوث زيادة في نسبي المديونية ولكن هذه الزيادة غير ذات دلالة احصائية. فقد زادت نسبة الدين الى مجموع الاصول بمعدل ١.٩٪ (عند مستوى معنوية ٤٢.٠)،

كما زادت نسبة الدين الى حقوق المالكين بنسبة ٣٣ و ١٠٪ (عند مستوى معنوية ٥٥ و ٠). وتدل زيادة هاتين النسبتين على نجاح متواضع لشركات التامين المندمجة في الحصول على مزيد من التمويل الخارجي للتوسع في الاعمال وزيادة قدرات التشغيل. أي ان طاقة المديونية للشركات المندمجة اصبحت اكبر مما كانت عليه، علما بانه اذا ما تجاوزت نسب المديونية الحدود المعقولة لها فانها تصبح خطرا يتهدد استمرار وجود الشركة. وعلى ضوء هذه النتائج فانه يصعب رفض الفرضية الثالثة، التي تفيد بان الاندماج لا يؤدي الى زيادة في قدرة شركات التامين المندمجة على تحمل المديونية.

اما بالنسبة للنسب الاستثمارية فيشير الجدول رقم (٢) كذلك الى نتائج متضاربة وغير ذات دلالة احصائية. فمن جهة تراجع معامل مضاعف السعر بمقدار ٠٨ و ١ مرة (عند مستوى معنوية ٧٥ و ٠)، وزادت نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم بمعدل ١١٠٪ (عند مستوى معنوية ٢١ و ٠ تقريبا). وعلى ضوء هذه النتائج فانه يصعب رفض الفرضية الرابعة، التي تفيد بان الاندماج لا يؤدي الى تحسن هام في النسب الاستثمارية لشركات التامين المندمجة.

واخيرا، يشير الجدول رقم (٢) الى نتائج متباينة بالنسبة لمعدلات ونسب الاداء المتفرقة. فقد زاد نصيب (انتاجية) المستخدم من صافي الربح بشكل هام نسبيا حيث بلغت الزيادة ٦٧ و ٣ دينار (عند مستوى معنوية ٧٦ و ٠)، كما زاد نصيب المستخدم من الايرادات بمقدار ٠٨ و ٩ دينار ولكن هذه الزيادة غير ذات دلالة احصائية (مستوى المعنوية ٢٦ و ٠). ربما يكون قد ساهم في زيادة انتاجية المستخدمين عملية تقليص عدد هؤلاء المستخدمين بعد الاندماج (كما في حالة شركة التامين العالمية) أو تجميد عددهم بعد الاندماج (كما في حالة شركة التامين العامة العربية)، الا انه يبدو ان السبب الرئيس لهذه الزيادة في الانتاجية يكمن في قدرة الشركات المندمجة على تحقيق معدلات نمو في الايرادات وصافي الارباح تفوق معدلات النمو في اعداد المستخدمين في فترة ما بعد الاندماج. أما بالنسبة للحصة السوقية للشركة فقد تراجعت بمقدار ١٤ و ١٪ وكان هذا التراجع غير ذي دلالة احصائية (مستوى المعنوية ٢٨ و ٠). ان تراجع الحصة السوقية للشركة المندمجة لايعني بالضرورة ان متوسط ايرادات الشركة بالدينار قد تراجع بل في الواقع زاد كثيرا (كما يتضح من الجدول رقم ١) ، ولكن الزيادة في متوسط ايرادات الشركة المندمجة كانت اقل من متوسط الزيادة في اجمالي ايرادات صناعة التامين ككل في مرحلة ما بعد الاندماج نظرا لظهور شركات تامين جديدة باستمرار. وأما بالنسبة لمعدل الضريبة الفعلي على الارباح فقد زاد بمعدل ٣٥ و ١٠٪ في فترة ما بعد الاندماج وكانت هذه الزيادة غير ذات دلالة احصائية (مستوى المعنوية ٢٠ و ٠). أي ان شركات التامين المندمجة لم تنجح في تخفيف العبء الضريبي على نفسها (كنسبة من ارباحها قبل الضرائب). على ضوء هذه النتائج فانه يصعب رفض الفرضية الخامسة، التي تفيد بان الاندماج لا يؤدي الى تحسن هام في نسب ومعدلات الاداء المتفرقة لشركات التامين المندمجة، باستثناء معدل

الانتاجية المتعلقة بحصة المستخدم من الأرباح، حيث تحسن هذا المعدل بشكل هام نسبيا في مرحلة ما بعد الاندماج.

وبالنظر الى نتائج تحليل التباين الاحادي (اختبار F) للبيانات المستخدمة في الدراسة والمبينة في نفس الجدول (رقم ٢) كذلك، نجد ان هذه النتائج متفقة تماما مع ما جاء في نتائج اختبار T. فالعاملان الوحيدان اللذان جرى تغير سلبي ذو دلالة احصائية في متوسطيهما هما معدل دوران الدم المدينة (حيث علامة اختبار ف للفرق ٦ و٧ وهي مهمة عند مستوى معنوية ٠.٠١ تقريباً) وطول فترة التحصيل من الدم المدينة (حيث علامة اختبار ف للفرق ٧ و٣٢ وهي مهمة عند مستوى معنوية ٠.٠١). يلي ذلك في الاهمية عامل اخر حاز على اهمية نسبية هو انتاجية المستخدم (حيث علامة اختبار ف للفرق ٣ و٢٧٧ وهي ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية ٠.٠٧٦). اما مستوى التغير في بقية نسب ومعدلات الاداء نتيجة للاندماج فلم تكن ذات دلالة احصائية. وعليه فان نتائج اختبارات F تعزز النتائج التي تم التوصل اليها من خلال اختبارات T وتؤكد رفض فرضيات الدراسة المختلفة التي تتلخص بان الاندماج لم يؤد الى نتائج ايجابية هامة في اداء الشركات المندمجة سواء من حيث القدرات التشغيلية او الربحية او التمويلية او الاستثمارية وغيرها من اوجه الاداء المحاسبي التي تم اختبارها في هذه الورقة، وذلك باستثناء انتاجية المستخدم مقيسة بصافي الربح.

إن عدم توصل هذه الدراسة الى نتائج ايجابية هامة (كما لم تتوصل العديد من الدراسات الاخرى المشابهة)، من حيث عدم تحسن مظاهر الاداء التي تطرقت اليها نظريات الاندماج المختلفة، لا يعني بالضرورة عدم وجود منافع لعمليات الاندماج او ظروف داعية لها. فقد يكون قصد شركات التأمين المندمجة بالدرجة الاولى تأمين حد ادنى من راس المال، او حشد الطاقات الادارية والتسويقية لمواجهة ظروف المنافسة المحلية والخارجية، او غير ذلك من عوامل التثبيت والبقاء في ظل الاوضاع الاقتصادية والمالية الصعبة. هذا من جهة، ومن جهة اخرى قد يكون لاقتصار عينة الدراسة على شركات من صناعة واحدة علاقة بهذه النتائج، اذ قد يختلف الوضع لو كانت شركات من اكثر من صناعة واحدة ممثلة في العينة.

الهوامش

- (١) سوق عمان المالي، البيانات الاحصائية ١٩٩١، ص ١٠-١١.
- (٢) يصنف اندماج الشركات الى الانواع التالية:
- أ- اندماج افقي Horizontal Merger ويحدث الاندماج الافقي عندما تقوم شركة ما في احدى الصناعات بتملك شركة اخرى في نفس الصناعة. ان اندماج شركات التأمين الاردنية موضوع الدراسة هو من هذا النوع لان كل عمليات الاندماج تمت بين شركات تمارس نفس نوع النشاط.
- ب - اندماج عمودي Vertical Merger. ويحدث هذا النوع من الاندماج عندما تقوم احدى الشركات بتملك شركة اخرى ذات اهمية خاصة لاعمالها. مثال ذلك قيام شركة صناعة اثاث بتملك شركة انتاج اخشاب، او قيام شركة تعليب خضروات بتملك شركة انتاج زراعي او شركة تسويق منتجات معلبة.
- ج - اندماج متجانس Congeneric Merge. ويحدث هذا النوع من الاندماج عندما تمتلك شركة ما شركة اخرى ذات صلة باعمالها ولا يعتبر الاندماج من النوع العمودي او الافقي. مثال ذلك قيام بنك او شركة مالية بتملك شركة تاجير معدات، او قيام شركة تأمين بتملك شركة خدمات ادارة استثمارات.
- د - اندماج مختلط Conglomerate Merger. ويحدث هذا النوع من الاندماج عندما تقوم شركة ما بتملك شركة اخرى من نوع مختلف تماما. مثال ذلك قيام شركة الكترولونيات بتملك شركة اغذية او البسة.
- لمراجعة شاملة حول انواع الاندماج لاحظ المرجع التالي أو أي مرجع اخر في الادارة المالية:
Brigham, E. F., "Financial Management Theory and Practice", Chicago, IL: the Dryden Press, 1982.
- (٣) Copland, E. C., and J. F. Weston, "Financial Theory Policy and Corporate", 2nd Ed. 1983, PP: 562-569.
- (٤) يوجد استثناء لهذه القاعدة يتعلق بعدد المستخدمين حيث لم تتوفر معلومات سنويا عن هذا العامل المستخدم في قياس الانتاجية خصوصا في الفترة ١٩٨٥-١٩٩٢ التي لم يصدر خلالها دليل سوق عمان المالي للشركات المساهمة العامة على اساس سنوي فيماعداد ذلك فان المعلومات السنوية شبه مكتملة.
- (٥) لم يكن ممكنا دراسة كلفة التمويل لعدم توافر معلومات عن مبالغ الفوائد المدفوعة.
- (٦) لقد تم استخراج التغير في معدل ربح السهم (بالدينار) كنسبة مئوية وتم اختياره احصائيا على هذا الاساس.

المراجع

- غرايه، فوزي وداود جعفر، مضمون الارقام المحاسبية في الشركات المساهمة العامة الاردنية مجلة ابحاث اليرموك- سلسلة العلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد ٤، العدد ٢، ١٩٨٨ .
- السعايدة، منصور، مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة على تفسير القيمة السوقية لاسهم الشركات المساهمة العامة الاردنية، المنارة (مجلة جامعة آل البيت-الاردن)، المجلد ١، العدد ٣، ١٩٩٦
- سوق عمان المالي، البيانات الاحصائية ل ١٠-١١ ص
- سوق عمان المالي، دليل الشركات المساهمة العامة الاردنية، لاعوام ١٩٨٥، ١٩٨٧، ١٩٨٩، ١٩٩١، ١٩٩٣، ١٩٩٤، ١٩٩٥
- Agrawal, Anup; Jeffrey F. Jaffe, and Gershon N. Mandelker, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly" The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 4. September 1992, 1605-1621.
- Amit, R., J. Livnat, and P. Zarowin, "A classification of Merger and Acquisitions by Motives: Analysis of Market Response,' Contemporary Accounting Research, 6: 143-158 .
- BarNniv, Ran, and John Hathorn, "The Merger or Insolvency Alternative in the Insurance Industry,' The Journal of Risk and Insurance, (1997), Vol. 64, No. 1, 89-113.
- Berkovitch, E. and M. P. Narayanan, "Motives for Takeovers: An Empirical Investigation", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 28, No. 3, (September 1993), 347-362.
- Clark, K. and Eli Ofek. "Mergers as Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation." Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 29, No. 4, (December 1994), 541-565.
- Copland, E. C., and J. F. Weston, "Financial Theory and Corporate Policy", 2nd Ed. 1983, PP 562- 569.
- Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion, and Stockholders Wealth", Journal of Financial Economics, (June 1980), 105-137.
- Halpern, P. J., " Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers ", Journal of Business, (Oct. 1973), 554-575.
- Healy, Paul M. "Does Corporate Performance Improve after Mergers?" Journal of Financial Economics, 31 (1992), 135-175.
- Hogarty , T., "The Profitability of Corporate Mergers ", Journal of Business, (July 1970), 317-327.

- Lewellen, W.; C. Loderer; and A. Rosenfeld. " Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms." *Journal of Accounting and Economics*, 7 (April 1985), 209-231.
- Malatesta, P. H., "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, 11 (April 1983), 155-181.
- Morck, R. ; A. Shleifer; and R. Vishny. "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45, (March 1990), 31-48
- Pastena, Victor and William Ruland, "The Merger/Bankruptcy Alternative, "The *Accounting Review*, Vol. LXI, No. 2, (April 1986), 288-301.

الملحق أسماء الشركات (المندمجة) المشمولة بالدراسة	
أسماء الشركات قبل الاندماج	اسم الشركة الناتجة عن الاندماج وتاريخ الاندماج
١- التأمين العربية الدولية	١- الاتحاد العربي الدولي للتأمين ١٩٨٥/١٠/١
٢- الاتحاد العربي للتأمين	٢- التأمين الوطنية الأهلية ١٩٨٦/١٠/١
٣- الأهلية للتأمين	٣- التأمين الأردنية ١٩٨٨/٥/١
٤- التأمين الوطنية	٤- الشرق الأوسط للتأمين ١٩٨٨/٧/١
٥- التأمين الأردنية	٥- الأردن والخليج للتأمين ١٩٨٨/٧/١
٦- الاتحاد الوطني للضمان	٦- التأمين العامة العربية ١٩٨٩/٨/٩
٧- الشرق الأوسط للتأمين	٧- القدس للتأمين ١٩٨٩/٦/٨
٨- اونيون دي باريس	٨- النسر العربي للتأمين ١٩٨٩/٩/٢٨
٩- الأردن والخليج للتأمين	٩- الأردنية الفرنسية للتأمين ١٩٨٩/٥/١٨
١٠- الازدهار للتأمين	١٠- التأمين العربية البلجيكية ١٩٨٩/١/١
١١- التأمين العامة	١١- الأراضى المقدسة للتأمين ١٩٨٩/١٠/١٦
١٢- التأمين العربية	١٢- التأمين العالمية ١٩٨٩/١٢/٢٠
١٣- القدس للتأمين	١٣- التأمين العالمية
١٤- الكويت للتأمين	٢٤- التأمين الإيرانية
١٥- النسر الأردني للتأمين	
١٦- ريفكوا للتأمين	
١٧- الأردنية الفرنسية للتأمين	
١٨- بروفنشيال للتأمين	
١٩- التأمين واعادة التأمين العربية البلجيكية	
٢٠- اللبنانية السويسرية للتأمين	
٢١- البتراء للتأمين	
٢٢- الأراضى المقدسة للتأمين	