

دور اندماج الاعمال في تعظيم القيمة السوقية لشركات المساهمة الخاصة

(دراسة تطبيقية في شركة اثير وعراقنا للاتصالات)

أ.م.د هاني حميد مشجل و صابرين كريم بلاسم

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة واسط

الخلاصة

يُعد الاندماج من اهم الإجراءات الاقتصادية لما يحققه من التعاون والتكامل ومحاولة السيطرة على الاسواق وزيادة الربحية التي يحصل عليها المساهمون عن طريق تخفيض التكاليف , زيادة الانتاجية , توحيد ادوات الانتاج , تحقيق المزايا التي يسعى اليها المساهمون والمدراء بصورة عامة . لذا فإن معظم الدراسات المعاصرة تدعو إلى تشجيع الاندماج بين الشركات , إذ ان الاتجاه نحو الاندماج وعقد التحالفات اصبح خياراً استراتيجياً مهماً في مواجهة التحديات والمتغيرات الدولية في عصر العولمة وظهور التكتلات الاقتصادية العملاقة .

وتتجسد مشكلة البحث بعدم تبني الشركات لأساليب النمو الخارجي المتمثلة بالاندماج لما له من دور قد يكون ايجابياً في تعظيم القيمة السوقية للشركات.

اما الهدف الرئيس للبحث هو دراسة قضية مهمة ومعاصرة تتمثل في تقييم اثر الاندماج على الارباح والقيمة السوقية للشركات . لذا فقد انطلق البحث من فرضية مفادها: ان اندماج الاعمال يعظم القيمة السوقية للشركات .

وخرج البحث بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات , كان من ابرز تلك الاستنتاجات في ان الاندماج يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة بعد الاندماج بشكل يفوق مجموع قيم الشركتين المندمجتين قبل الاندماج , اما التوصيات فكان من اهمها التوصية إلى الشركات التي تعاني صعوبات ومشاكل وتوجيه أنظارها إلى الاندماج لما يحققه من مزايا مالية تساعد في زيادة كفاية وفعالية الشركات كما هو الحال في تحقيق التداؤب وتخفيض التكاليف وتعظيم الارباح وتعظيم القيمة السوقية.

The role of work consolidation in magnification the marketing value for the Companies

Asst.Prof,Dr, Hani Hameed Mesjal and Sabreen Kareem Balasimand

Abstract

The consolidation is considered one of the main economical procedures for its integrating and cooperation and the try to control the markets , and increase the profits that obtained by the participants through decreasing costs , increase production , unifying the tools of production , achieving the advantages that sought by the participants and managers in general . The trend toward consolidation and making aliens become a

strategic choice in facing the challenging and international variables in globalization period with the appearance of great mass economical groups .

The problem of the research shapes not to adopt the styles of external growth by the companies represented by consolidation for its positive role in magnification the marketing value for the companies . The main goal of the research is to study an important and contemporary case represented in assessing the impact of consolidation on the profits and the marketing value for the markets . The research starts from a hypothesis that , the work consolidation is magnify the marketing value for the companies .

The research came out with a group of and recommendations .The main of these conclusions that consolidation leads to increase the value of the company after merging more than the total value of the tow merged companies before merging . One of the main recommendations is the difficulty , the problems and its trend to consolidate for its financial advantages , which help to increase sufficiency and the activity of the companies ,as is the case to achieve the synergy , decrease costs and magnify profits and marketing value .

المقدمة

يُعد مفهوم الاندماج من المفاهيم الحديثة نسبياً في البيئة العراقية فهو قد تطور في السنوات الأخيرة التي بدأ فيها القرن الحادي والعشرون , حيث هناك عوامل عديدة ساعدت بهذا التطور ليتشكل فيما بعد ضمن إطار علمي ومنهجي , ومن تلك العوامل حدوث الأزمات المالية العالمية بتكرار والتي لحقت بمعظم الدول وشركاتها واسواقها المالية فهناك من اعلن حالة إفلاسه وإعساره وهناك من تكتل واندمج . وكذلك ان زيادة حدة المنافسة بين الشركات والاسواق بدرجة كبيرة بفعل تحرير النظم والاقتصاديات والاسواق المالية كل ذلك دفع باتجاه تطور الاندماج .

وامام كل هذا برز مفهوم الاندماج ونظراً لما يكتنف المحاسبة من عمليات وتطبيقات وآليات معقدة , فقد بدأ مفهوم الاندماج كأحد ابرز المفاهيم التي تضع المؤسسات والشركات المالية التي تنتهجه في الجانب المناسب والأمن لمن يريد ان يتعامل معها او يستثمر في أسهمها .

وفي إطار هذا التوجه تناول هذا البحث هذا الموضوع المهم بالدراسة والتحليل (التطبيق) من خلال اربعة مباحث تناول المبحث الاول منهجية البحث , بينما تناول المبحث الثاني الجانب النظري للبحث , اما المبحث الثالث فتناول الجانب العملي للبحث , وركز المبحث الرابع على مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات التي توصلت لها الباحثة في نهاية البحث.

مشكلة البحث Research Problem

نتيجة ما يشهده العالم من تطورات متسارعة وكبيرة، بالإضافة إلى انفتاح العراق نحو العالم الخارجي، ازدادت حدة المنافسة بين الشركات مما يتطلب منها الإبقاء على هذه الشركات، والعمل على نموها وتوسعها، وعليه تتمثل مشكلة البحث بعدم تبني الشركات لأساليب النمو الخارجي المتمثلة بالاندماج لما له من دور قد يكون إيجابياً في تعظيم القيمة السوقية للشركات.

اهمية البحث Research Significance

تتبع أهمية البحث من أهمية الموضوع الذي يُعد من الحالات الأبرز التي تتعرض لها الشركات فاندماج الاعمال له دور كبير في تطوير الأنشطة الاقتصادية الصناعية والتجارية وتبرز أهمية البحث من خلال بيان تأثير اندماج الاعمال على الارباح والقيمة السوقية للشركات

اهداف البحث Research Objectives

ان الهدف الرئيس للبحث هو دراسة قضية مهمة ومعاصرة تتمثل في تقييم اثر الاندماج على الارباح والقيمة السوقية للشركات .

فرضية البحث Research Hypotheses

يستند البحث إلى فرضية رئيسية مفادها : ان اندماج الاعمال يعظم القيمة السوقية للشركات .

أولاً : مفهوم الاندماج

الاندماج في اللغة مصدر واندماج مشتق من الفعل الثلاثي دمج مثل دمج الشيء أي دخل في غيره واستحكم فيه (الرازي ,1981:210)(المعجم الوسيط, 1960:295-296).

مع تسارع وتيرة العولمة , أصبحت ظاهرة الاندماج بين الشركات مثيرة للانتباه إلى الحد الذي يصفها المحللون الماليين بأنها ظاهرة العصر , وأصبح الاندماج بين الشركات مطلباً ملحاً من جانب المنظمين والمتعاملين في الاسواق لمواجهة المنافسة الشديدة في السوق . ويعد الاندماج شكلاً من اشكال انضمام الشركات بعضها إلى البعض الآخر للاستفادة من موارد تكاملية متوافرة لديها , أو لتعزيز والحفاظ على مكانتها في السوق حيث أصبح أمراً مستحيلاً في البيئة العالمية للشركات من التنافس مع الاخرين دون النمو والتوسع من خلال صفقات الاندماج, (Schuler & Jackson, 2001:239).

وقد وردت تعاريف عديدة للاندماج فعرف بأنه انضمام شركتين أو أكثر يتم بموجبه تصفية الشركات الداخلة في الانضمام وتكوين شركة جديدة, (ياسين, 1999: 80) .

ويرى (توفيق,1980: 298) بأن الاندماج هو اتحاد منطمتين أو أكثر مع بعضها يؤدي إلى زوال شخصية الشركات المندمجة وتأسيس شركة جديدة تنقل إليها كل أصول والتزامات الشركات الفانية.

اما (IASC,2004:293) فعرفه بأنه تجميع المنشآت المنفصلة في منشأة واحدة معدة للتقارير.

وقدم كتاب وباحثون في حقل الإدارة المالية مفاهيم متعددة للاندماج حيث حدد (Reed & Gill ,1989:53) (Brockinotion ,1994:232) الاندماج بأنه تجميع منشأتين لتأسيس

منشأة جديدة تكون مستقلة عن تبعية وسيادة المنشأة السابقة , وهذا ما يتفق مع رأي (Chatraphorn,2001:5) الذي عرفه بأنه جمع منشأتين أو أكثر لتصبح منشأة واحدة تقوم بامتلاك ذاتية وشخصية الشركات المكونة لها وهذا إلى حد ما يشابه اراء العديد من الباحثين امثال (Abraham,2012:865),(Weston & Brigham ,1996:746), (Schuler & Jackson,2001:241).

اما (Gaughan ,2007:7) فقد عرف الاندماج بأنه جمع شركتين أو أكثر لتشكيل شركة واحدة كبيرة.

كما عرف بأنه مزيج من اثنين أو أكثر من المنظمات المنفصلة تحت إدارة رئيس تنفيذي واحد وهيئة رئاسية واحدة (Harman & Meek ,1988:10).

بينما أكد (Goedegebuure,1992:30) بأن الاندماج هو نقل جميع أصول والتزامات ومسؤوليات المؤسسات السابقة إما إلى مؤسسة مستمرة أو إلى مؤسسة جديدة.

ومن خلال ما ورد من التعاريف اعلاه يمكن القول ان الاندماج هو عملية جمع للشركات لتأسيس شركة جديدة أو لزوال شركة وبقاء الاخرى أو لسيطرة شركة على أصول والتزامات شركة اخرى مع بقاء الأخيرة لتحقيق أهداف الشركات الداخلة في الاندماج .

ودمج الأعمال هو مصطلح عام يستعمل للتعبير عن عملية التوحيد والتي قد تأخذ احد الاشكال التالية , (Jeter,2012:15-16)(أبو نصار , 2009: 3):

الاندماج Merger :- يحدث الأندماج عندما تسيطر شركة واحدة على جميع صافي أصول شركة واحدة أو اكثر من خلال إصدار أسهم أو بشكل نقدي أو غيرها من ادوات الدين وينتج عن الاندماج زوال الشركة المندمجة (Combinee)¹ وانتقال نشاطها واصولها و التزاماتها للشركة الدامجة (Combinor)².

الاندماج

$$\boxed{\text{شركة أ}} = \boxed{\text{شركة ب}} + \boxed{\text{شركة أ}}$$

الاتحاد Consolidation :- يحدث عند تأسيس شركة جديدة وتنتقل اليها أصول ونشاطات شركتين أو اكثر قائمتين مما يؤدي الى تصفية وزوال الشركات الداخلة في الاتحاد فإذا كان لدينا الشركة (أ) والشركة (ب) فعند ما يتم اتحادهما تنتج الشركة (ج) ويتم تصفية اعمال الشركتين (أ) و(ب) وتنتقل أصولهما ونشاطهما الى الشركة (ج) .

الاتحاد

$$\boxed{\text{شركة أ}} = \boxed{\text{شركة ب}} + \boxed{\text{شركة أ}}$$

السيطرة Acquisition :- تحدث السيطرة عند قيام شركة واحدة بشراء غالبية اسهم شركة اخرى مما يعطي الشركة المشترية القدرة على السيطرة على ادارة وقرارات الشركة المسيطر عليها وإدارة اعمالها بما يتماشى مع مصالح الشركة المسيطرة . وتعرف السيطرة على انها " امتصاص شركة بواسطة شركة اخرى وتبقى الشركة المسيطر عليها على اسمها وشخصيتها

¹ الشركة المندمجة : هي من الشركات المكونة للاندماج ولكنها تختفي قانونياً بتمام اندماجها في الشركة الدامجة .
² الشركة الدامجة : هي من الشركات المكونة للاندماج لكنها تتميز عن باقي الشركات الأخرى بأنها الشركة الباقية.

القانونية , وتحدث عملية السيطرة لوجود الرغبة المشتركة بينهما مما يؤدي إلى النهوض والتقدم مع اشاعة روح الصداقة بين اعضاء الشركتين " (Ross et ,al ,1998:711) وهذا لا يتفق مع رأي (المصارف الكويتية, 2003: 35) "الذي أشار إلى السيطرة على انها اندماج بين شركتين لكنه يتم بصورة غير ودية , وانما توجد معارضة من جانب مدير الشركة المكتسبة".

اما (Chunlaichen & Findlay ,2003:23) فقد عرفا السيطرة بأنها شراء أسهم أو أصول في شركة اخرى لتحقيق النفوذ الإداري وليس بالضرورة ان تكون السيطرة ودية .

وتختلف السيطرة عن الاندماج والاتحاد في بقاء الشركتين قائمتين وتمارسان اعمالهما بشكل مستقل ويبقى لكل منهما صفة قانونية مستقلة وسجلات محاسبية مستقلة , ويجب ان تمتلك الشركة المسيطرة على أكثر من 50% من اسهم الشركة الاخرى , او من حقوق التصويت فيها , ويطلق على الشركة المسيطرة بالشركة القابضة³ (Holding Company) او الشركة الأم Parent Company اما الشركة المسيطر عليها فيطلق عليها الشركة التابعة⁴ Subsidiary Company (Hoang,2007:6).

القوائم المالية الموحدة

$$\boxed{\text{القوائم المالية للشركتين أوب}} = \boxed{\text{القوائم المالية للشركة ب}} + \boxed{\text{القوائم المالية للشركة أ}}$$

من خلال عرض أشكال الاندماج يمكن التمييز بين هذه الأشكال من خلال الجدول الاتي :

الجدول (1) الفرق بين الاندماج والاتحاد والمصدر: إعداد الباحثين بالاستناد إلى ماورد أعلاه.

| ت | التفاصيل | الاندماج | الاتحاد | السيطرة |
|---|---------------------------------|---|---|---|
| ١ | الصفة القانونية للشركة المندمجة | زوال الصفة القانونية | زوال الصفة القانونية | بقاء الصفة القانونية |
| ٢ | الصفة القانونية للشركة الدامجة | بقاء الصفة القانونية | تكوين شركة جديدة | بقاء الصفة القانونية |
| ٣ | الإجراءات القانونية | يتم بموجب ضوابط قانونية | يتم بموجب ضوابط قانونية | لا يتم بموجب ضوابط قانونية |
| ٤ | القوائم المالية الموحدة | إعداد القوائم المالية الموحدة في تاريخ الاندماج فقط | إعداد القوائم المالية الموحدة في تاريخ الاندماج فقط | إعداد القوائم المالية الموحدة في تاريخ الاندماج والفترات المحاسبية التالية لحدوث الاندماج |
| ٥ | تملك الأسهم | تملك بالكامل | تملك بالكامل | قد يكون تملك بالكامل أو بشكل جزئي |

³ الشركة القابضة : الشركة التي تملك أسهمًا أو حصصًا في رأس مال شركة أو شركات أخرى مستقلة عنها بنسبة تمكنها قانونيًا من السيطرة على إدارتها ورسم خططها العامة.

⁴ الشركة التابعة: وهي الشركة التي تخضع لسيطرة الشركة القابضة (الأم)

❖ أسباب ودوافع الاندماج

يمكن توضيح أهم اسباب ودوافع الاندماج بالنقاط الاتية, (Lewis & Pendrill, 2004:360), (361).

1- الاستفادة من وفورات الحجم Economics of Scale :-

يمكن تبرير اندماج الشركات بأنه وسيلة لتوفير وفورات الحجم وهذا يعني ان تكلفة الإنتاج للشركتين في حال اندماجهما ستكون أقل من مجموع تكاليف الإنتاج للشركتين قبل اندماجهما . وهذا لا يعني ان وفورات الحجم فقط في تكاليف الإنتاج وانما أيضاً في الإدارة , والبحث والتطوير , والتمويل والمحاسبة , وكذلك فإن الاندماج يساعد في تحسين القدرة الشرائية للشركة الجديدة لشراء المعدات واللوازم المكتبية , حيث تصبح الشركة الجديدة لديها قدرة اكبر للتفاوض على السعر مع مورديها, (Seth, 1990:99).

2- التنوع Diversification :-

غالباً ما ينظر الى اندماج الشركات على انه عملية تنوع الاستثمارات والتي لا بد ان تنعكس على تخفيض التقلبات الشديدة في العائد واستقراره وبالتالي تخفيض المخاطرة المشتركة للشركة الدامجة . هذا بالإضافة الى ان مديري الشركات المندمجة غالباً ما يسعون الى اتمام عملية الاندماج لما يحققه من منافع ذاتية من وراء الاندماج نتيجة نمو الشركة التي يديرونها وضمن الحصول على عائد ثابت كنسبة من الارباح المرتفعة او المستقرة للشركة الدامجة, (Geppert & Kamerschen, 2008:330).

3- الاستفادة من المزايا الضريبية Tax Advantages :-

تستطيع الشركات 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 ارباح , فخسائر الشركات المندمجة تغطي جزء من ارباح الشركة الدامجة بدلاً من دفعها للدولة كضرائب , أو اذا كانت الشركة المندمجة لديها اعفاءات ضريبية يمكن الاستفادة من هذه الاعفاءات إذا سمحت القوانين بذلك .

ويتبين من ذلك ان الشركات التي تحقق ارباح عالية تحاول الاندماج مع الشركات ذات خسائر متراكمة من اجل حماية جزء من ارباحها, (Roll, 1986:197).

4- شراء اصول بأقل من قيمتها Purchase of Undervalued Assets :-

من المعروف جيداً ان نفس المجموعة من الاصول قد يكون لديها أقيام مختلفة باختلاف الناس ونتيجة لذلك فمن الممكن في كثير من الاحيان لشركة شراء مجموعة من أصول شركة اخرى وبسعر اقل من قيم الأصول الاساسية . على الرغم من ان الشركة الدامجة تشتري اسهم بسعر أعلى من سعر السوق الحالي . قد تكون قادرة في الحصول على الأصول الاساسية التي لها قيمة أعلى بكثير من الثمن المدفوع, (Jensen, 1986:50).

5- تحسين الادارة :-

تحاول بعض الشركات الاندماج مع شركات اخرى من اجل تحسين ادارة الشركات المندمجة. فالشركة يحتمل ان تصبح هدفاً عندما يكون ادائها أقل من أداء الصناعة بشكل مستمر ومنظم. (Brealey & Myers, 2006:16).

6- فشل الشركات Failing of Firms :-

يعد الاندماج أحد أساليب إعادة هيكلة الشركات المعسرة⁵ Distressed Firms فالشركات المعسرة إعساراً مالياً او تشغيلياً يمكن ان تسعى لكي تندمج مع شركات اخرى قادرة على حل اعسارها بدلاً من الإفلاس, (Capron,1995:72).

❖ مزايا الاندماج

يحقق الاندماج مجموعة من المزايا وهي كالآتي, (الدوري, 2003: 12), (Hoyle & others,2011:39).

- 1- تحقيق الكفاءة الاقتصادية لعمليات التشغيل أو الشراء أو البيع وغيرها من العمليات .
- 2- دخول سريع للمنتجات الجديدة والقائمة في الأسواق المحلية والخارجية .
- 3- التوفير في التكاليف من خلال التخلص من الأنشطة المكررة .
- 4- الاستفادة الفضلى من الكفاءة الإدارية والانتاجية الموجودة في الشركات طرفي الاندماج.
- 5- تقليل الضرائب نتيجة لتدوير الخسائر . أو الحصول على وفورات ضريبية خاصة في البلدان التي تسمح قوانينها الضريبية بالإعفاءات في حال الاندماج .
- 6- القدرة على الحصول على التمويل بأسعار أكثر جاذبية . وزيادة سلطة التفاوض مع المؤسسات المالية .
- 7- تنويع المخاطر التجارية .
- 8- زيادة درجة استقرار الأرباح للشركة والحصول على مورد إضافي .
- 9- زيادة اسعار الأسهم للشركة في السوق .

ومن الجدير بالذكر , انه ليس جميع عمليات الاندماج ناجحة بل انها يمكن ان تكون غير مفيدة وان نجاح عمليات الاندماج تعتمد على مدى واقعية عاقد الصفقات والى اي مدى يمكنهم دمج الشركتين مع المحافظة يوماً بعد يوم على العمليات . ان الشيء الأكثر اهمية للإدارة هو ان تأخذ بنظر الاعتبار ان الاندماج أو الاستحواذ جزء من استراتيجية واضحة المعالم من شأنها ان تؤدي إلى التكامل وخلق قيمة . ان خطر الانحراف الاستراتيجي هو خطر حقيقي يمكن ان يؤدي إلى دمار قيمة الشركات الدامجة وان اختيار استراتيجية التكامل التي تتماشى وتتوافق مع الاهداف التي حددتها الإدارة العليا مهم جداً لضمان التناسب الاستراتيجي

❖ نظريات الاندماج Merger Theories

1- نظرية الكفاية التفاضلية Differential Efficiency Theory

تعد نظرية الكفاية التفاضلية من اكثر النظريات التي يمكن استخدامها لتفسير الاندماج ووفقاً لهذه النظرية فإن إدارة الشركة الدامجة تسعى إلى اتمام النقص لدى الشركة المندمجة , لذلك من المحتمل ان تكون هذه النظرية أساساً للاندماج الافقي , وتعني انه اذا كانت إدارة الشركة الدامجة أكثر كفاية من الشركة المندمجة فإذا اندمجت الشركتين وكان بإمكان الشركة الدامجة ان ترفع

⁵ الشركات المعسرة : تعبير عن الحالة الي تكون فيها السيولة النقدية المتوفرة لدى الشركة غير كافية لتسديد الالتزامات تجاه الغير.

مستوى كفاية الشركة المندمجة إلى مستوى كفاية إدارتها ,وبالتالي فإن الكفاية ترتفع من خلال الاندماج مما يحقق مكسباً اجتماعياً ومكسباً شخصياً في ذات الوقت . (العامري , 2010: 642).

وتبين النظرية إن هناك إدارة شركات تعمل بصورة غير جيدة وبمستوى كفاءة اقل من المتوسط ,إذلك يجب على الشركات الدامجة إن تتوفر لديها خبرة لتحديد الإداء المنخفض ,وكذلك إن تتوفر لديها الخبرة الإدارية لكي تحسن من إداء الشركات المندمجة ,وهناك ثلاثة أنواع من التآزر يمكن ان ينجم عن نظرية الكفاءة, (Montgomery et al,1984:182).

1- التآزر المالي الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال.

2- التآزر التشغيلي يمكن ان ينتج عن اندماج الاعمال انخفاض تكلفة وحدات الانتاج وتمكين الشركة من تقديم منتجات ذات جودة أعلى.

3- التآزر الإداري.

2- نظرية التداوب Synergy Theory

تتحقق هذه النظرية عندما تكون قيمة الشركة الجديدة التي تنتج من الاندماج أكبر من مجموع قيم الشركات قبل عملية الاندماج , فقد يتحقق التداوب أو لا يتحقق من عملية الاندماج , فإذا كنت قيمة الشركة الجديدة (VAB) أكبر من حاصل جمع قيمة الشركتين منفصلتين أي إن $(VAB > VA + VB)$ أو إذا كانت قيمة الشركة الجديدة تساوي مجموع قيم الشركتين قبل عملية الاندماج $(VAB = VA + VB)$ فإن التداوب لا تتحقق في هذه الحالة , وان هذا التداوب يأتي من تخفيض كلف التشغيل (أي إن يتم التشغيل عند مستوى عالي من الطاقة) أو تخفيض كلف التمويل (أي الاقتراض بفائدة أقل وبشروط أفضل) أو الاستفادة من الخبرات الإدارية والفنية حيث تصبح الدامجة قادرة على التشغيل والانتاج بكفاية إدارية أفضل , الذي يؤدي إلى تقليل متوسط كلفة الخدمة أو الوحدة المنتجة, (Broderick et al,1998:101).

3- نظرية التأثيرات المالية Financial Effects Theory

إن نظرية التأثيرات المالية تثبت بأن عملية الاندماج يمكن لها إن تحقق مكاسب مالية التي تحصل عليها من مميزات اقتصاديات الحجم وتؤدي إلى تحقيق وفورات ناتجة من استعمال احسن الطاقات التي يوفرها الاندماج . وان هذه النظرية تركز على استعمال نسب المضاعف P/E Ratio . وركزت نظرية التأثيرات المالية على موضوع الطاقة الإقتراضية غير المستغلة Unused Debt Capacity حيث تستطيع الشركة الدامجة الاستفادة من الطاقة الإقتراضية غير المستغلة للشركة المندمجة من أجل الحصول على قروض بأقل كلفة لتمويل استثماراتها الرأسمالية الجديدة (Carpenter et al,2009:472).

4- نظرية الاحتكار Monopoly Theory

في كثير من الاحيان تتم عمليات الاندماج بهدف تحقيق قوة احتكارية ولكن الشركات الدامجة تدعي ان الهدف من الاندماج هو تحقيق التآزر , ويمكن ان تحدث الاحتكارات نتيجة عمليات الاندماج الافقي , مما يؤدي إلى زيادة القوة السوقية والحصول على حصة أكبر من السوق , حيث إن الاندماج يؤدي إلى زيادة المبيعات . وترتكز هذه النظرية على زيادة القوة الاحتكارية للشركات الدامجة مما يمكنها من زيادة سعر المنتج وبالتالي زيادة الارباح . وحتى وان كانت الشركة الدامجة لا تسيطر على كل السوق تستطيع ان تتفق مع الشركات الأخرى على رفع الاسعار . إن بعض الشركات تنتج منتجات محددة وبمواصفات ذات جودة عالية فعندما تريد زيادة حصتها السوقية من خلال تكنولوجيا الانتاج الواسع Mass Production Technique

حيث يمكنها الاندماج من الحصول على الخبرات لبيع منتجاتها وخدماتها وخلق قوة احتكارية في السوق (Rene, 2012:14).

وقد أعطى (Jensen,1984:109-121) بعض الأدلة غير المباشرة على عواقب الاحتكار ويقول ان المساهمين والشركة الدامجة لا يمكن ان تستفيد من القوة الاحتكارية التي يحققها الاندماج , وان مكاسب الاندماج لا تأتي من قوة الاحتكار ولكن من الاقتصاديات الإنتاجية والتأزر . ويقول Jensen انه اذا جاءت مكاسب من القوى الاحتكارية التي انشاؤها , فان المنافسين في الصناعة سيستفيدون من ارتفاع الاسعار ومن ثم زيادة الارباح وأسعار الاسهم .

ونلاحظ مما تقدم ان نظرية الاحتكار لديها مقبولية منخفضة انطلاقاً من النتائج التي قدمها Jensen مقارنة بنظرية الكفاءة.

ثانياً : تعظيم القيمة السوقية Maximizing the Market Value

ظهر مفهوم القيمة السوقية للشركة منذ سنوات طويلة , وان هذا المفهوم ارتبط مع أهداف الإدارة الرئيسية حيث ان تعظيم القيمة السوقية للمنشأة من أهم أهداف الإدارة والتي يستفاد منها في أمور عديدة منها :حالة الشراء أو البيع , التأمين والتصفية .

❖ مفهوم القيمة السوقية

لقد عرف مفهوم القيمة السوقية بتعاريف عديدة من وجهات نظر مختلفة , فقد عرفت بأنها "القيمة التي تظهر في سوق الأسهم وتتحدد عن طريق التعاملات التي تحدث في سوق الأوراق المالية , وتعبّر عن سعر تداول الأسهم في السوق حيث تكون بالعادة متقلبة نتيجة العوامل الاقتصادية الخارجية والداخلية , ومقدار الارباح المتحققة , والعرض والطلب على الأسهم والمركز المالي للمنشأة , وقد تختلف عن القيمة الدفترية اما بالزيادة أو النقص "(فضيلة,2009:26).

ومن وجهة نظر اخرى فقد عرفت القيمة السوقية بأنها "المبلغ المقدر الذي ينبغي الحصول عليه من عملية التبادل في تاريخ التقييم بين ما يقدمه المشتري , ويوافق عليه البائع في عملية تكون بين أطراف مستقلة , وذلك بعد التسويق الملائم , وان تكون العملية بدون اكراه وبحكمة ودراية "(الشمائلة,2015:48)

وكذلك عرفت بأنها " سعر البيع للأسهم في سوق الأوراق المالية مضروباً بعدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة , وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية "(الشريفي,2009:93)

ويرى (Smith & et, al, 1989:583) بأن القيمة السوقية تتأثر بعوامل عديدة منها الارباح المتوقعة للشركة ومعدلات الفائدة المستقبلية والأموال العامة للشركة والمدفوعات المتوقعة والتغيرات في معدلات الضريبة وغيرها من العوامل التي تؤثر على قرار المستثمر بخصوص اهمية حصة الأسهم في سوق الأوراق المالية.

يتضح من التعاريف السابقة ان القيمة السوقية للمنشأة هي هدف استراتيجي للإدارة حيث تسعى إلى تعظيمه عن طريق التركيز على زيادة أسعار أسهم المنشأة في السوق المالي ؛ لان العلاقة بين أسعار أسهم المنشأة وقيمتها السوقية علاقة طردية إلى حد معين .

وتمثل القيمة السوقية للأسهم مقياساً ومعياراً لإداء المنشأة يشتمل على ثلاثة عناصر مهمة وهي كما يأتي : (النعيمة والتيمي,2009:29)

- 1- "القيمة الزمنية للنقود": ويقصد بالقيمة الزمنية ان الدينار اليوم اكبر من دينار الغد وان ذلك يعود إلى تفضيل الاستهلاك الحالي وظروف التضخم .
- 2- "مخاطر التدفقات النقدية": ويقصد بذلك ان التدفقات النقدية التي يتوقع ان يتم الحصول عليها من الاستثمار تكون متقلبة وغير مستقرة لذلك فإن درجة تقلب التدفقات تؤثر على أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية .
- 3- "توقيت الحصول على التدفقات النقدية : المقصود بذلك عند اي نقطة زمنية يمكن للمنشأة الحصول على التدفقات النقدية لاستثماراتها".

❖ دوال القيمة السوقية Functions of Market Value

ان القيمة السوقية لأسهم الشركات تتأثر بمتغيرات عديدة , وهذه المتغيرات تتلخص من خلال علاقات رئيسية وهي كالاتي(الشريفي,2009:96-100)

1- العلاقة بين ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم

ان القيمة السوقية للسهم تتأثر بصافي الربح بعد الضريبة , وتكون العلاقة طردية بن زيادة صافي الارباح وزيادة القيمة السوقية , فعندما يتوقع المستثمرون بأن صافي ربح الشركة سوف يزداد فأنهم سوف يقومون بشراء اسهم الشركة مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية.

2- العلاقة بين زمن تحقيق الارباح والقيمة السوقية للسهم

ان العلاقة بين زمن تحقيق الارباح والقيمة السوقية هي علاقة عكسية , فعندما يكون هناك توزيع فوري للأرباح تكون القيمة السوقية للسهم أكبر مقارنة فيما لو كان توزيع الارباح بعد سنة , حيث تكون القيمة السوقية أقل كلما زادت فترة توزيع الارباح.

3- العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية

" ان للسيولة اهمية كبرى بالنسبة للقيمة السوقية للسهم , فالسيولة هي عملية تحويل الأصول المتداولة إلى نقدية , ويعتمد ذلك على طبيعة الأصل , فمنه ما يتم تحويله بسرعة , ومنه ما يصعب تحويله " , وتكون العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية علاقة طردية إلى حد معين , حيث كلما كانت درجة السيولة للشركة مرتفعة ادى ذلك إلى وجود فرص استثمار جديدة وبالتالي تؤدي إلى زيادة الربح , ونتيجة لذلك سوف تزداد القيمة السوقية للسهم بسبب زيادة الطلب على اسهم الشركة.

4- العلاقة بين القدرة على الوفاء بالالتزامات والقيمة السوقية

تتمثل العلاقة بين قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات والقيمة السوقية للسهم من خلال الاستفادة من المعلومات المحاسبية التي توجد في القوائم المالية مثل نسب اجمالي الأصول إلى المديونية والنسب المالية حيث انه كلما كان معدل اجمالي الأصول مرتفع بالنسبة للمديونية فأن ذلك سوف يزيد القيمة السوقية للسهم .

❖ الربحية ونسب قياسها

ان الربحية تمثل مقدرة الشركة على توليد الدخل , ولان الارباح التي يحصل عليها المساهمون تأتي من قيمة الارباح المتحققة , لذلك يُعد تحليل الارباح في غاية الاهمية للمساهمين , وكذلك بالنسبة للدائنين حيث تشكل قيمة الارباح المتحققة أهمية عالية لأنها تمكنهم من تقييم قدرة الشركة

على سداد الديون المترتبة عليها , كما تُعد الربحية مؤشراً لمعرفة الإداء المالي للشركة (Daniela & Brain ,2010:782)

ويمكن تعريف الربحية على انها " الهدف الاساسي لجميع الشركات , وأمر ضروري لاستمرارها وبقائها وغاية يتطلع لها المستثمرون , ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع الشركة , وهي ايضاً أداة لقياس كفاءة الإدارة في استعمال الموارد المتاحة لديها , لذلك نجد ان جهد الإدارة المالية في الشركة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستعمال الامثل للموارد المتاحة لديها لتحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها (Levinthal ,2010:708).

ويستعمل لتحليل الربحية العديد من النسب منها (Kieso,2005:781)

1- معدل العائد على المبيعات (Return on Sales)

ان هذه النسبة تقيس صافي الدخل الذي يتحقق عن كل دينار من المبيعات , وهي تشير إلى ما تحققه الشركة من ارباح بعد تغطية التكاليف والمصاريف العمومية والإدارية ومصاريف تمويلية وغيرها , وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كان ذلك جيداً. وتقاس هذه النسبة من قسمة صافي الدخل على صافي المبيعات.

2- معدل دوران الأصول (Total Assets Turnover)

وتستعمل هذه النسبة لمعرفة مدى كفاءة الشركة في استعمال أصولها لتوليد الإيرادات , ان ارتفاعها عن المعدل يشير إلى ان العائد من أصول الشركة عالٍ , وتقارن هذه النسبة مع مثيلاتها في القطاع نفسه أو مع سنوات سابقة لنفس الشركة . وتقاس من قسمة صافي المبيعات على مجموع الأصول

3- معدل العائد على الأصول (Return on Assets)

ان هذه النسبة تقيس القوة الإيرادية للأصول اي انها تقيس مدى كفاءة الإدارة في استثمار اموال الشركة التي تأتي من جميع مصادر التمويل سواء كانت خارجية أو داخلية , ان ارتفاع هذه النسبة يعطي مؤشراً جيداً للشركة ويشير ذلك إلى استغلال افضل للأصول . وتقاس هذه النسبة من قسمة صافي الدخل على مجموع الأصول.

4- معدل العائد على حقوق الملكية (Return on Equity)

ان هذه النسبة تشير إلى العائد الذي يحصل عليه المساهمين من استثمار أموالهم بالشركة , وان هذه النسبة تُعد من أهم نسب الربحية المستعملة لان بناءً على هذه النسبة يقرر المساهمين الاستمرار في النشاط أو تحويل اموالهم إلى استثمار اخر يحقق عائداً مناسباً . وكلما انخفضت هذه النسبة كلما كان ذلك مؤشراً سيئاً عن أداء الشركة. ويمكن قياسها من قسمة صافي الدخل على مجموع حقوق الملكية .

❖ الاندماج وتعظيم القيمة السوقية Mergers and maximizing the market value

تُعد عملية تعظيم القيمة السبب الرئيسي من وراء عملية الاندماج , إذ ان هناك العديد من العوامل والاسباب التي تجعل الشركات تتشارك في عمليات الاندماج . ففي بعض الحالات قد تحصل الشركات على صفقة رابحة مع مكاسب مستقبلية محتملة , وفي حالات اخرى , يحدث الاندماج نتيجة وقوع الشركات في مشكلة مالية ويكون الاندماج الطريق الملائم لحالتها , ان ما

يدفع الشركات للاندماج هو لمواجهة التهديد التنافسي والذي يعزز بشكل فعلي وكبير قيمة الشركة (Sharma,2010:61).

وتُعد العلاوة الضخمة Large Premium التي تدفعها الشركة الدامجة إلى حاملي اسهم الشركة المندمجة كقيمة مضافة لها . ان الحقيقة الراسخة تقول ان هدف حاملي الأسهم هو الربح من وراء الاندماج مع ذلك فإن علاوة أسعار الاسهم ضرورية لأغراء حاملي اسهم الشركة المندمجة للتخلي عن اسهمهم (Jensen,1988:25).

ان الشركة المندمجة هي مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية Under Valued وان تخمين القيمة الحقيقية يتم عن طريق تحديد التدفقات النقدية المستقبلية التي تستعمل معدل خصم ملائم ومقارنه النتائج مع سعر السوق الحالي.

وبهذا الصدد يطرح تساؤل هو متى تصبح الشركة المندمجة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ؟ وضح Manne في نظريته لسلطة الشركة ان سبب الاندماج هو ان مديري الشركة المندمجة يخفضون قيمة اسهم شركاتهم لجعلها مربحة ومغرية للخارجيين للحصول على ربح الاندماج , ولان المديرين الجدد سوف يديرون الشركة بشكل اكثر كفاءة , وبالتالي ترتفع رفاية حاملي اسهم الشركة المندمجة (المكتسبة) (Manne,1965:115).

تحت هذا السيناريو , فإن كل هذه الفاعليات تقود إلى اداء وظيفة اجتماعية وإلى تعظيم القيمة وتحقيق كفاءة أكثر , وان الشركات المندمجة قد تنصرف إلى تحقيق مصالح الجمهور بشكل أفضل .

هناك نقطة جوهرية اخرى في الاندماج وهي كفاءة أو عدم كفاءة السوق فيفترض في اغلب الاحيان ان تلك الاسواق كفؤة معلوماتياً بمعنى ان اسعار الأسهم تعكس كل المعلومات المتوفرة عامة , حول الشركات واسهمها , ويعتمد مفهوم كفاءة السوق بشكل اساسي على نوع المعلومات المتداولة به , فيوقع ان تستجيب على وجه السرعة اسعار الاسهم لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين في السوق , وبما ان 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,2005:56).

وتقترح نظرية هيكل رأس المال أنه تحت الشروط المعقولة , ان قيمة الاسهم 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 منه يرجع إلى الحوافز الإدارية تحت ترتيبات حق الملكية إلى الديون , ويضعون المستثمرين العقلانيين قيمة ايجابية على الإعانات المالية Subsidy , حيث ان الشركتان 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 قيمتها السوقية فوق ما كان عليه قبل الاندماج الممول بشكل خاص عن طريق بيع الاسهم (Jacobus,1991:6).

وترى الباحثة بأن اندماج الاعمال يعمل على زيادة ارباح الشركات الداخلة في الاندماج من خلال ما يأتي:

- 1- زيادة مبيعات نتيجة الدخول في اسواق جديدة أو زيادة الحصة السوقية .
- 2- زيادة عدد الوحدات المنتجة وتحسين جودة المنتجات من خلال الاستفادة من الخبرات والإمكانات المتوفرة لدى الشركات المندمجة.
- 3- الاستفادة من الوفورات الضريبية التي يحققها الاندماج في بعض البلدان.

4- يوفر الاندماج قوة احتكارية تستطيع الشركات الدامجة من خلالها زيادة اسعار المنتجات والخدمات.

5- الاستفادة من الطاقة الافتراضية غير المستغلة **Unused Debt Capacity** للشركات المندمجة من اجل الحصول على قروض بأقل كلفة لتمويل استثمارات الشركات الدامجة

6- تخفيض التكاليف من خلال التخلص من الأنشطة المكررة .
ونتيجة لوجود علاقة طردية بين ارباح الشركة والقيمة السوقية للشركة لذلك فإن زيادة ارباح الشركة الدامجة يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية وزيادة العائد على اسهمها وبالتالي زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة .

ثالثاً : مناقشة نتائج تحليل متغيرات الدراسة قبل الاندماج

يتناول هذا الجانب مناقشة وعرض نتائج تحليل متغيرات الدراسة للشركات مجال الدراسة والتي شملت متغيرات الدراسة المتمثلة بالعائد على المبيعات (ROS) ودوران الأصول (TAT) والعائد على حق الملكية (ROE) والتي تقيس مدى تأثير الاندماج على ربحية الشركات الداخلة في الاندماج وبالتالي على القيمة السوقية للشركات حيث ان هناك علاقة طردية بين الربحية والقيمة السوقية للشركة إلى حد معين . كما تناول المبحث نسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول للشركات مجال الدراسة والتي تقيس مدى تأثير الاندماج على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها والتي تؤثر بصورة طردية على القيمة السوقية للشركة إلى حد معين .

1- تحليل نتائج معدل العائد على المبيعات (ROS) ومعدل دوران الأصول (TAT) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE)

الجدول (2) معدل العائد على المبيعات (ROS) ومعدل دوران الأصول (TAT) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE) للشركات مجال الدراسة قبل الاندماج Pre-Merger

| ت | الشركات | السنة | | المعدلات | المتوسط |
|---------|-----------------------|--------|--------|----------|---------|
| | | 2006 | 2007 | | |
| 1 | شركة اثير للاتصالات | 0.139 | 0.123 | ROS | 0.131 |
| | | 0.26 | 0.28 | TAT | 0.27 |
| | | 0.379 | 0.396 | ROE | 0.3875 |
| 2 | شركة عراقنا للاتصالات | 0.127 | 0.129 | ROS | 0.128 |
| | | 0.898 | 1.027 | TAT | 0.9625 |
| | | 0.164 | 0.189 | ROE | 0.1765 |
| المتوسط | | 0.133 | 0.126 | ROS | 0.1295 |
| | | 0.579 | 0.6535 | TAT | 0.61625 |
| | | 0.2715 | 0.2925 | ROE | 0.282 |

ويبين الجدول (2) نتائج تحليل معدل العائد على المبيعات (ROS) ومعدل دوران الأصول (TAT) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE) لكل شركة من الشركات مجال الدراسة قبل الاندماج , ومن خلال نتائج التحليل ظهر معدل العائد على المبيعات بمتوسط عام للشركتين مجال الدراسة (0.1295) , حيث امتلكت شركة عراقنا للاتصالات متوسط معدل بلغ (0.128) , بينما كان متوسط معدل شركة اثير للاتصالات (0.131) .

كما يبين الجدول نتائج تحليل معدل دوران الأصول (TAT), والذي ظهر بمتوسط عام للشركتين مجال الدراسة (0.61625) مرة , وكانت شركة عراقنا للاتصالات تمتلك اكبر متوسط معدل بلغ (0.9625) مرة مقارنة بشركة اثير للاتصالات التي بلغ معدلها (0.27) مرة . ويرجع ارتفاع هذا المؤشر في شركة عراقنا إلى انخفاض حجم الأصول قياساً بشركة اثير للاتصالات .

وكذلك يبين الجدول (2) نتائج تحليل معدل العائد على حق الملكية (ROE) والذي ظهر بمتوسط معدل عام للشركتين مجال الدراسة قبل الاندماج بلغ (0.282) , ان الشركة التي حققت متوسط نسب مرتفعة دل هذا على استعمالها التمويل المقترض أكثر من التمويل الممتلك وقد حققت شركة عراقنا اقل متوسط معدل بلغ (0.1765) , أما شركة اثير التي حققت متوسط معدل مرتفع بلغ (0.3875) كانت قد استعملت التمويل المقترض بشكل اكبر في هيكل تمويلها من التمويل الممتلك .

2- تحليل نسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول.

جدول (3) نسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول للشركات مجال الدراسة قبل الاندماج Pre- Merger.

| المتوسط | السنة | | النسب | الشركات | ت |
|---------|--------|-------|-------------------------------------|--------------------------|---|
| | 2007 | 2006 | | | |
| 0.0395 | 0.04 | 0.039 | نسبة السيولة | شركة اثير للاتصالات | 1 |
| 9.724 | 10.179 | 9.269 | نسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية | | |
| 0.906 | 0.910 | 0.903 | نسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول | | |
| 1.101 | 1.086 | 1.115 | نسبة السيولة | شركة عراقنا للاتصالات | 2 |
| 0.427 | 0.433 | 0.422 | نسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية | | |
| 0.298 | 0.302 | 0.294 | نسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول | | |
| 0.570 | 0.563 | 0.577 | نسبة السيولة | المتوسط | |
| 5.075 | 5.306 | 4.845 | نسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية | | |
| 0.602 | 0.606 | 0.598 | نسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول | | |

وأظهرت نتائج التحليل في الجدول (3) لنسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول بأن نسبة السيولة حققت متوسط عام للشركتين مجال الدراسة بلغ (0.57) وهي نسبة منخفضة مقارنة بالمقياس المعتمد للنسبة وهو 2:1 , حيث كان متوسط نسبة السيولة لشركة عراقنا (1.101) بينما كان متوسط النسبة لشركة اثير (0.0395) وهي منخفضة جداً وذلك لان التزاماتها المتداولة اكبر بكثير من اصولها المتداولة .

اما نسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية فقد ظهرت بمتوسط عام للشركتين بلغ (5.075) وهي نسبة كبيرة جداً وحققت شركة اثير اعلى متوسط للنسبة بلغ (9.724) مرة مقارنة بشركة عراقنا التي حققت متوسط للنسبة بلغ (0.427) .

بينما نسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول فقد ظهرت بمتوسط عام للشركتين مجال الدراسة بلغ (0.602) وهي اكبر من المقياس المعتمد للنسبة البالغ (0.50), حيث كان متوسط النسبة لشركة اثير (0.906) وهو مرتفع مقارنة بشركة عراقنا التي بلغ متوسط نسبتها (0.298) .

3- تحليل الحصة السوقية

تحتسب الحصة السوقية للشركة من خلال نسبة ايراداتها المتحققة إلى مجموع ايرادات اكبر الشركات العاملة في السوق وسوف نأخذ ايرادات شركة كورك للاتصالات وشركة اسياسيل للاتصالات باعتبارهما الشركتان الاكبر في السوق و الوحيدتان الحاصلتان على ترخيص من هيئة الاعلام والاتصال بالإضافة إلى شركة زين .

جدول (4): الحصة السوقية للشركات مجال الدراسة قبل الاندماج Pre- Merger

| المتوسط | السنة | | الشركة | ت |
|---------------|-------|-------|-----------------------|---|
| | 2007 | 2006 | | |
| 0.2965 | 0.30 | 0.293 | شركة اثير للاتصالات | 1 |
| 0.1805 | 0.18 | 0.181 | شركة عراقنا للاتصالات | 2 |
| 0.2385 | 0.24 | 0.237 | المتوسط | |

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان الحصة السوقية قبل الاندماج ظهرت بمتوسط عام للشركتين المندمجتين مجال الدراسة بلغ (0.2385) حيث كانت الحصة السوقية لشركة اثير (0.2965) اكبر من الحصة السوقية لشركة عراقنا (0.1805) .

مناقشة نتائج تحليل متغيرات الدراسة بعد الاندماج

1- معدل العائد على المبيعات ROS ومعدل دوران الأصول TAT ومعدل العائد على حق الملكية ROE

جدول (5): معدل العائد على المبيعات (ROS) ومعدل دوران الأصول (TAT) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE) للشركة مجال الدراسة بعد الاندماج – Post-Merger

| المتوسط | السنة | | | | | المعدلات | الشركة | ت |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|--------------------|---|
| | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | | | |
| 0.2226 | 0.178 | 0.217 | 0.25 | 0.267 | 0.201 | ROS | شركة زين للاتصالات | 1 |
| 0.4856 | 0.496 | 0.485 | 0.491 | 0.554 | 0.402 | TAT | | |
| 0.319 | 0.139 | 0.206 | 0.28 | 0.315 | 0.655 | ROE | | |

يبين الجدول (5) معدل العائد على المبيعات ومعدل دوران الأصول ومعدل العائد على حق الملكية بعد الاندماج للشركة مجال الدراسة, إذ حققت الشركة معدل عائد على المبيعات بلغ (0.2226) , أما فيما يتعلق بمعدل دوران الاصول فقد بلغ المتوسط للشركة (0.4856) مرة , بينما كان متوسط معدل العائد على حق الملكية للشركة (0.319) .

ويبدو من مقارنة نتائج الجدول (5) الذي يظهر نتائج تحليل معدل العائد على المبيعات ومعدل دوران الاصول ومعدل العائد على حق الملكية للشركة بعد الاندماج مع نتائج الجدول (2) الذي يظهر نتائج تحليل المعدلات الثلاثة للشركات مجال الدراسة قبل الاندماج واعتماداً على متوسط الشركتين المندمجتين , تتبين النتائج ضمن الجدول (6) والتي توضح نتائج المقارنة ما بين المعدلات الثلاثة قبل وبعد الاندماج .

الجدول (6)

مقارنة (ROS) و (TAT) و (ROE)

قبل وبعد الاندماج للشركة مجال الدراسة

| الزيادة أو (النقص) | بعد الاندماج | قبل الاندماج | المعدلات | الشركة | ت |
|-----------------------|-----------------|-----------------|----------|-----------------------|---|
| 0.0931 | 0.2226 | 0.1295 | ROS | شركة زين للاتصالات | 1 |
| (0.13065) | 0.4856 | 0.61625 | TAT | | |
| 0.037 | 0.319 | 0.282 | ROE | | |

يتضح من الجدول (6) المذكور انفاً بأن هناك تحسناً طرأ على مؤشرات العائد على المبيعات العائد على حق الملكية التي بلغت الزيادة فيهما (0.0931) (0.037) لكل منهما على التوالي , أما معدل دوران الأصول فقد انخفض بمقدار (0.13065) .

2- تحليل نسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول .

الجدول (7): نسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول للشركة مجال الدراسة بعد الاندماج Post – Merger.

| المتوسط | السنة | | | | | النسب | الشركة | ت |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------------|-----------------------|---|
| | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | | | |
| 0.6758 | 1.259 | 0.904 | 0.693 | 0.337 | 0.186 | نسبة السيولة | شركة زين للاتصالات | 1 |
| 2.212 | 0.572 | 0.950 | 1.299 | 1.132 | 7.106 | نسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية | | |
| 0.5642 | 0.363 | 0.487 | 0.565 | 0.530 | 0.876 | نسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول | | |

من خلال الجدول (7) الذي يوضح نسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول للشركة مجال الدراسة بعد الاندماج والذي ظهرت فيه متوسط نسبة السيولة (0.6758) , اما نسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية فقد ظهرت بمتوسط بلغ (2.212) , بينما بلغ متوسط نسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول (0.5642) .

ويبدو من مقارنة نتائج الجدول (7) الذي يعرض نتائج تحليل نسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول بعد الاندماج مع نتائج الجدول (8) الذي يعرض النسب الثلاثة للشركات مجال الدراسة قبل الاندماج بالاعتماد على متوسط الشركتين المندمجتين نتبين النتائج ضمن الجدول (8) والتي توضح نتائج المقارنة ما بين المعدلات الثلاثة قبل وبعد الاندماج .

الجدول (8): مقارنة نسبة السيولة ونسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول قبل وبعد الاندماج للشركة مجال الدراسة.

| ت | الشركة | النسب | قبل الاندماج | بعد الاندماج | الزيادة أو النقص |
|---|--------------------|-------------------------------------|--------------|--------------|------------------|
| 1 | شركة زين للاتصالات | نسبة السيولة | 0.570 | 0.6758 | 0.1058 |
| | | نسبة اجمالي الدين إلى حق الملكية | 5.075 | 2.212 | (2.863) |
| | | نسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول | 0.602 | 0.5642 | (0.0378) |

ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قد ازدادت بعد الاندماج ويتضح ذلك من خلال زيادة نسبة السيولة بمقدار (0.1058) وانخفاض كل من نسب اجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة اجمالي الدين إلى اجمالي الأصول بمقدار (2.863) (0.0378) لكل منهما على التوالي .

3- تحليل الحصة السوقية

جدول (9): الحصة السوقية للشركة مجال الدراسة بعد الاندماج Post – Merger.

| ت | الشركة | السنة | | | | |
|---|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 |
| 1 | شركة زين للاتصالات | 0.482 | 0.477 | 0.472 | 0.498 | 0.497 |
| | المتوسط | 0.4852 | | | | |

نتبين من الجدول ان الحصة السوقية للشركة مجال الدراسة ظهرت بمتوسط (0.4852) . ومن خلال مقارنة نتائج الجدول (9) الذي يوضح الحصة السوقية بعد الاندماج مع نتائج الجدول (4) الذي يوضح الحصة السوقية قبل الاندماج بالاعتماد على متوسط الشركتين المندمجتين نتبين النتائج ضمن الجدول (10) .

جدول (10): مقارنة الحصص السوقية قبل وبعد الاندماج.

| ت | الشركة | قبل الاندماج | بعد الاندماج | الزيادة أو (النقص) |
|---|--------------------|--------------|--------------|-----------------------|
| 1 | شركة زين للاتصالات | 0.2385 | 0.4852 | 0.2467 |

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان الحصص السوقية للشركة قد ازدادت بعد الاندماج بمقدار (0.2467).

❖ الاستنتاجات

- 1- ان اكمال عملية الاندماج لا يضمن نجاح الشركة الجديدة الناتجة عن الاندماج , وفي حقيقة الامر , نتج عن بعض عمليات الاندماج خسارة لصافي قيمة الشركة بسبب بعض المشاكل ان تصحيح هذه المشاكل التي قد تحدث نتيجة عدم التوافق سواء من جانب ثقافة الشركة أو المعدات أو التقنية يؤدي إلى تحول الموارد بعيداً عن الاستثمار الجديد , كما يمكن لهذه المشاكل ان تتفاقم نتيجة عدم وجود البحوث الملائمة أو الكافية أو نتيجة لإخفاء أحد الشركاء لالتزاماته أو خسائره , وربما تقوم إدارة الشركة الجديدة بخفض عدد كبير من العاملين والعمليات التشغيلية مما يفقدها خبرة هؤلاء العاملين المؤهلين ويلحق الضرر ببيئة العاملين أو على العكس من ذلك , ربما باستمرار الشركات المتداخلة والتابعة أو العاملين الفائضين عن حاجة الشركة مما يؤدي إلى تفشي عدم الكفاءة بين الموظفين .
- 2- أظهرت نتائج التحليل ارتفاع قيمة الشركة بعد الاندماج بشكل يفوق مجموع قيم الشركتين المندمجتين قبل الاندماج , وعليه فإن التداوب كونه أحد اساليب الاندماج والسبب الرئيسي له قد أسهم في زيادة قيمة الشركة بعد الاندماج بشكل يفوق مجموع قيم الشركات المندمجة قبل الاندماج .
- 3- أسفرت نتائج التحليل ارتفاع معدل العائد على المبيعات (ROS) ومعدل العائد على حق الملكية (ROE) بمقدار (0.093) (0.37) على التوالي بعد الاندماج بينما انخفض معدل دوران الاصول بمقدار (0.1306) مرة , وعليه نستنتج ارتفاع ربحية الشركة وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية لوجود علاقة طردية بينهما إلى حد معين .
- 4- كشف التحليل ارتفاع نسبة السيولة للشركة مجال الدراسة بعد الاندماج بمقدار (0.1058) وانخفاض نسبة أجمالي الدين إلى حق الملكية ونسبة أجمالي الدين إلى أجمالي الاصول بمقدار (2.863) (0.0378) على التوالي بعد الاندماج , وعليه نستنتج ان قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قد تحسنت بعد الاندماج وبالتالي زيادة القيمة

- السوقية للشركة لوجود علاقة طردية بين القدرة الوافائية للشركة والقيمة السوقية إلى حد معين .
- 5- يتبين من خلال التحليل ارتفاع الحصة السوقية للشركة مجال الدراسة بعد الاندماج بمقدار (0.2467) , وعليه نستنتج بأن ايرادات الشركة تتسم بالارتفاع الكبير بعد الاندماج .
- 6- اثبت البحث الفرضية الخاصة به والتي مفادها " ان الاندماج يعظم القيمة السوقية للشركات"

❖ التوصيات

- 1- نشر الوعي بين الشركات العراقية عن طريق إقامة ندوات ودورات تطويرية خارج وداخل العراق بهذا الموضوع المهم والحيوي , لاسيما في ظل انفتاح العراق على العالم في إطار جعل الاندماج واقع حال لا بد منه لغرض مواكبة التطورات العالمية وفي جعل إدائها افضل مما لو بقيت عليه بدون اندماج , حيث ان الاندماج يؤدي إلى استخدام التقنيات الحديثة في إدارة أعمالها وتطوير الكفاءات الإدارية .
- 2- تشجيع الشركات التي تعاني من صعوبات ومشاكل مالية عن الاندماج باعتباره وسيلة مهمة تسهم في توليد للشركة وتعزيزها من خلال قيام الدولة بتقديم تسهيلات وحوافز للشركات من اجل اتمام عملية الاندماج .
- 3- توصية الشركات بوضع خطة كفؤة للاندماج وضرورة تحديد أهداف واضحة المعالم له التي تساعد في انجاح الاندماج .
- 4- التوصية إلى المعاهد المهنية والجامعات العراقية بالتوسع في تدريس المواضيع المتقدمة في المحاسبة منها اندماج الاعمال حسب معيار الابلاغ المالي الدولي رقم (3) "اندماج الاعمال".
- 5- توصي الباحثة بإجراء دراسات بحثية في قطاعات اقتصادية مهمة , مثل : قطاعات الكهرباء والنفط , مركزاً على الاندماجات والتحول إلى القطاع الخاص أو المختلط لغرض معالجة نواحي التلكؤ والقصور في عمل هذه القطاعات .

المصادر والمراجع

المراجع

- 1- الرازي , (1990) , مجمع اللغة العربية , بغداد .
- 2- المعجم الوسيط , (1960) , مجمع اللغة العربية , القاهرة .

المصادر العربية

أولاً : الكتب

- 3- أبو نصار , محمد , (2009)م "المحاسبة المالية المتقدمة " , المكتبة الوطنية , عمان , الاردن .
- 4- توفيق , حسن احمد , (1982)م "التمويل والإدارة المالية في المشروعات التجارية " الدار الجامعة , الاسكندرية .

- 5- الدوري، زكريا مطلق، 2003 م "الإدارة الاستراتيجية: مفاهيم وعمليات وحالات دراسية" جامعة بغداد .
- 6- الزبيدي، حمزة محمود، (2008)م "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الثانية، الورق للنشر والتوزيع، عمان .
- 7- الشريفي، ناظم، والعامري، سعود، (2009)م "المحاسبة المتقدمة في الشركات الأسس النظرية والعلمية لاحتساب قيمة الشركات"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان
- 8- العامري محمد علي ابراهيم، (2010)م "الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن .
- 9- النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، أرشد، (2009)م "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان .
- 10- ياسين، سعد غالب، (1999)م "الإدارة الدولية : مدخل استراتيجي"، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .

ثانياً : الرسائل والاطاريح الجامعية

- 11- الشمايلة، نواف فلاح، (2015)م "الأصول غير الملموسة المولدة داخلياً وأثرها على القيمة السوقية في قطاع الصناعات الدوائية في الأردن"، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة الزرقاء، الأردن .
- 12- فضيلة، زواوي، (2009)م "تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة سونلغار"، رسالة ماجستير، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، الجزائر .

ثالثاً : الدوريات والبحوث

- 13- اتحاد المصارف الكويتية، 2003 "الاندماج في السوق المصرفية الحديثة"، السنة الثالثة، العدد (7) .
المصادر الأجنبية

First : Books

- 1- Gaughan , P., (2007) , " **Mergers Acquisition and Corporate Restructurings** " , Fourth Edition , Hoboken , New Jersey
- 2- Goedegebure , L. , (1992), " **Mergers in Higher Education A Comparative Perspective** " , Universities Twenty
- 3- Hoyle , Joe B. , Schaefer , Thomas F., and Douppnik , Timothy S. , (2011) , " **Advanced Accounting** " , 10th Edition , Aptara . Inc.
- 4- Ross , Stephen A., Wester , Field Rondolph W., and Jordan , Bradford D., (2001) , " **Essentials of Corporate Finance** " , 3 Edition , Copyright By – Mc Graw – Hill Companies Inc. , U.S.A
- 5- Weston , Fred , Besley , Scott and Brigham E., (1996) , " **Essentials of Managerial Finance** " , 11th Edition , NY:Dryden Press , U.S.A .

Second : University theses

- 6- Brealey ,R.A., Myers,M.C.,(2006) , " **Principles of Corporate Finance** " , Mc Graw- Hill Companies Inc
- 7- Chatraphorn Pongprot , (2001) , " **Accounting for Business Combinations : A Test for Long – Term Market Memory** " , Doctor Thesis in Business Administration .
- 8- Hoang , Thuy Vu Nga , (2007) , " **Critical Success Factors in Merger & Acquisition Projects** " , Master Thesis in Change Management .

- 9- Jacques , Margerin Gerard Ausset ,(1990) , " **Investment and Financing** " , Publishing Couscous . Black Well Publishers , Inc.
- 10- Lewis , Richard , Pendrill , David , (2004) ," **Advanced Financial Accounting** " , Seventh Edition , Prentice Hall , Englang
- 11- Rene , Timo , (2012) ," **Performance Effects of Mergers with in the German Cooperative Banking Sector** " , Master of Science in Business Administration , Financial Management

Third : Periodicals and research

- 12- 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.
- 13- Carpenter ,M.A, Davison ,R.B, Devers C.E, Haleblian , 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.
- 14- 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.
- 15- ChunlaiChen , Z., and Findlay ,C., (2003) ," **A Review of Gross – Border Mergers and Acquisitions in APEC** " , Astam – Pacific Economic Literature , 17(2) , 14 – 38 .
- 16- Dalniela , L.A, Brian ,W.N.,(2010) ," **Opportunity Costs and Non Scale Free Capabilities profit Maximization Corporate Scape and Profit Mangers** " , Strategic Management Journal ,31(7),780-801.
- 17- Geppert , G., & Kamerschen , D., (2008) ," **The Effect of Mergers on Implied Volatility of Equity Options** " , International Review of Financial Analysis 17 , 330-344.
- 18- Harman , G., & Meek , C., (1988)," **Institutional Amalgamations in Higher Education Process and outcome in Five Countries** " , Armidale , Department of Administrative and Higher Education Studies , University of New England
- 19- . Jensen , M.C, &Ruback R.s, (1986) ," **The Market for Corporal Control** " , The Scientific Evidence , Journal of Financial Economics 5 – 50 .
- 20- Jensen M.,& Meckling W., (1988) ," **Theory of the Firm Managerial Behavior** " , Agency Costs ,and Owner Ship Structure , JOURNAL OF Financial Economic , October.
- 21- Montgomery , Cynthia ,and Habirsingh , (1984) , " **Diversification Strategy and Systematic Risk** " , Strategic Management Journal , 5, pp 181 – 191.
- 22- Roll , R., (1986) ," **The Hypothesis of Corporate Takeovers** " the Journal of Business , Vol. 59 , No.2 , Part 7 ,197- 216 ..
- 23- Schuler , R., & Jackson , S., (2001) , " **HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions** " , European Management Journal , 19 (3) , 239.
- 24- Seth , A., (1990), " **Sources of Value Creation in Acquisitions :An Empirical Investment** " , Strategic Management Journal ,431
- 25- Sharma , Manu , (2010) , " **Determining Value Creation Through Merger and Acquisitions in the Banking in Dustry Using Accounting Study and Event Study Methodology** European Journal of Economics Finance and Administrative sciences " , ISSN 1450 – 2275 , Issue 19 , Euro Journals , Inc.