

## أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم الشركات المدرجة المدرجة في بورصة عمان للفترة الزمنية ٢٠٠١-٢٠١٨

عمر غرايبة<sup>(١)</sup>

تاريخ قبوله للنشر: ٢٠٢٠/٦/٢١م

تاريخ تسلم البحث: ٢٠١٩/٦/٣٠م

### ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان بتطبيق منهجية دراسة الحدث، وتم استخدام أسعار الإغلاق اليومية والشهرية لمؤشري بورصة عمان وهما أسعار الأسهم المرجح وغير المرجح بالقيمة السوقية، كما وتم استخدام أسعار أسهم الشركات المدرجة خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠١-٢٠١٨، وأظهرت نتائج الدراسة على المستوى القصير أن هناك متوسط عوائد تراكمية موجبة غير عادية معدلة بمخاطر السوق وذات دلالة إحصائية قبل يوم واحد من إعلان الدمج، لذلك يوجد هناك فرصة أمام المستثمرين من تحقيق عوائد غير عادية، وباستخدام استراتيجية الشراء والامتلاك فقد أظهرت الدراسة وجود عوائد سالبة طويلة الأجل ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية، وتوصي الدراسة بشراء أسهم الشركات المدرجة قبل ٣ أيام وبيعها قبل يوم واحد لتحقيق أرباح غير عادية.

**الكلمات المفتاحية:** الاندماج، استراتيجية الشراء والامتلاك، العوائد غير العادية.

### المقدمة.

تنص فرضية السوق الكفاء Efficient Market Hypothesis التي قدمها Fama (١٩٧٠) بأن أسعار الأسهم وعوائدها تعكس جميع المعلومات المتعلقة بالسوق والأسهم، ولذلك التنبؤ بأسعار وعوائد الأسهم لا يعتمد على المعلومات التاريخية، وبالتالي لا يستطيع المستثمرون تحقيق عوائد غير عادية في المستقبل، وإذا وجد أي نمط سلوكي أو حدث معين يساعد على التنبؤ في الأسعار والعوائد المستقبلية ويحقق عوائد غير عادية، فإن ذلك يؤدي إلى التعارض مع فرضية السوق الكفاء. وتعد كفاءة السوق المالي هدفا رئيسا تسعى الهيئات المشرفة للأسواق المالية إلى تحقيقه، لما له

(١) كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت.

من آثار إيجابية على بيئة الاستثمار وحافزا مهما في جذب المستثمرين بجميع أنواعهم، ويعزز من مستوى العدالة والشفافية داخل السوق، ويقلل من التلاعب بالأسعار في السوق.

يرى Owomoyela (٢٠١٤) أن الاندماج هو اتحاد بين شركتين أو أكثر مماثلة في النشاط التجاري في الغالب ينتج عنه ظهور كيان اقتصادي وإداري جديد ذي تنظيم قوي للأعمال التجارية. ويشير Jeter & Chaney (٢٠١٩) إلى أن الاندماج يشمل Merger and Acquisition (M&A)، النوع الأول هو الشركة الدامجة Merger ناتج عن زوال إحدى الشركتين من الناحية القانونية وانتقال جميع التزامات وحقوق الشركة المدموجة إلى الشركة الدامجة وضمها إليها ، أما النوع الثاني فهو اندماج جزئي أو الاستحواذ Acquisition ناتج عن تملك شركة معينة لحصص مؤثرة من أسهم الشركة الأخرى. كما أشار Zakaria & Kamaludin (٢٠١٨) إلى أن موضوع الاندماج من المواضيع المهمة على نطاق واسع وذلك لأنه يؤدي إلى أداء مالي وإداري مميز، ويمكن أن يكون هذا الأداء المميز لدى الشركات الدامجة ناتج عن الكفاءة التنظيمية، وتبادل المعرفة والتكنولوجيا، وهذا التأثير واضح على مستوى علم الإدارة، إلا أنه لم يتم تأكيد ذلك على مستوى علم التمويل، حيث تشير الأدلة الحالية إلى أن تحقيق عوائد غير عادية موجبة للسهم بسبب الاندماج على المستوى القصير يمكن أن تكون مؤقتة، وهذا يتناقض مع فكرة السوق الكفاء ، بينما على المستوى الطويل يكون لها تأثير عكسي على عوائد أسهم الشركات الدامجة، ويعكس هذا الحدث أداء سلبيًا على الشركات الدامجة، ومع ذلك ما زال تأثير الاندماج على أداء عوائد الأسهم على المستوى القصير والطويل الأجل لغز في تمويل الشركات.

وفي حين أن هناك دراسات كثيرة تبحث في أداء عوائد الأسهم قصيرة وطويلة الأجل في الشركات الدامجة سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية، إلا أن هناك قليلا من الدراسات تتناول أداء عوائد الأسهم على المستوى الزمني القصير والطويل للشركات الدامجة في الأردن، لذلك نقص هذه الدراسات يعد المحفز الأساسي لدراسة تأثير الاندماج على الشركات الدامجة، كما وأن دراسة تأثير الاندماج على أداء الشركات الدامجة يمكن الباحث من إضافة أدلة جديدة تتفق أو تتعارض مع فرضية السوق الكفاء ، وتثري الأدبيات المتعلقة في الاندماج في الأسواق الناشئة مثل بورصة عمان للأوراق المالية في الأردن.

تنظيم هذه الورقة على النحو التالي، يستعرض الجزء الأول أهمية وأهداف ومشكلة الدراسة، بينما يراجع الجزء الثاني الأدبيات والدراسات السابقة المتعلقة باندماج الشركات، ويصف الجزء الثالث

بيانات الدراسة والمنهجية المتبعة في هذه الدراسة، فيما يتناول الجزء الرابع الدراسة التطبيقية من تحليل البيانات وأختبار الفرضيات وعرض النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والجزء الخامس والأخير يلخص الدراسة وأهم التوصيات.

### أهمية الدراسة:

تعد دراسة موضوع اندماج الشركات من المواضيع المهمة لدى هيئات وادارات الأسواق المالية والمستثمرين على حد سواء، حيث تساهم عمليات الاندماج في تعزيز وتقوية الاقتصاد الوطني، كما ويعد اندماج الشركات عامل جذب لرؤوس الأموال الكافية والقادرة على تحقيق أهداف الشركات ومناخا مهما للمستثمرين، وقد بدأ يأخذ موضوع اندماج الشركات اهتمام كبير على مستوى الأسواق المالية المتقدمة والناشئة، وتزايدت عدد الدراسات العلمية التي تبحث أثر الاندماج على أداء أسهم الشركات الدامجة في السنوات الأخيرة لما له أهمية على كفاءة الأسواق المالية، إلا أن هناك قليلا من الدراسات التي تتناول أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة في منطقة الشرق الأوسط، وخاصة في الأردن، لذلك تكمن أهمية هذه الدراسة في أنها تسلط الضوء على أحد هذه الأسواق الناشئة الذي يفنقر بشكل كبير إلى الدراسات التي تتناول أثر الأندماج على أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان على مستوى القصير والطويل الأجل.

وتعتبر دراسة أثر الاندماج على أداء عوائد الأسهم سواء على الفترة الزمنية القصيرة المتمثلة في ٢٠ يوم قبل وبعد الإعلان عن الاندماج أو على المدى الطويل الممتدة من شهر إلى ٣٦ شهر مهمة لمديري الشركات حيث تساعدهم على صياغة الاستراتيجيات المتعلقة بالإعلان عن الاندماج مع مراعاة ردود فعل السوق المحتملة الناتج عن إعلان الاندماج واستراتيجيات منافسيه. كما أن هذه الدراسة ذات أهمية كبيرة لمنظمي السوق حيث تساعدهم على الحفاظ على مراقبة نظامهم لمعرفة وجود تداول ومتداولين من الداخل insider trader أثناء هذه الفترات التي ترافق مرحلة قبل وبعد إعلان الاندماج. ويمكن أن تكون هذه الدراسة مهمة ومفيدة لمديري الصناديق المحلية لأن عينة الدراسة تغطي ٦ شركات دامجة من أصل ١٥ شركة وفترة الدراسة طويلة إلى حد ما تمتد من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠١٨. كما وتعتبر هذه الدراسة ذات أهمية كبيرة للمستثمرين الذين يستثمرون أموالهم في بورصة عمان حيث تمكنهم من استغلال أثر حدث

الاندماج على أداء عوائد الأسهم وتطوير استراتيجيات التداول لاستغلال عدم كفاءة السوق وتحقيق أرباح غير عادية. وفيما يتعلق في مجال البحث العلمي، تعتبر هذه الدراسة مهمة للباحثين من خلال إضافة أدلة جديدة سواء مؤيدة أو معارضة إلى فرضية السوق الكفاء والى الدراسات السابقة المطبقة في الأسواق المتقدمة، وتساعد الباحثين على فهم أثر الاندماج على أداء عوائد الأسهم ومعرفة نظرة المستثمرين تجاه مثل هذه الإعلانات المتعلقة بالاندماج ويمكن أن نحكم على سلوكهم في مثل هذه الحالات من خلال دراسة سوق مالي ناشيء في منطقة الشرق الأوسط، وهو بورصة عمان للأوراق المالية.

وتتلخص أهمية هذه الدراسة فيما يلي:

- ١- يشكل موضوع الاندماج بين الشركات موضوعا مهما في المجالات المالية والاستثمارية في الأردن، وبسبب أهمية هذا الموضوع سيتم دراسة تحليلية وتطبيقية على الشركات الدامجة المدرجة أسهما في بورصة عمان.
- ٢- ان معرفة أثر الاندماج على أداء عوائد الأسهم للشركات الدامجة يمكن المدراء والمستثمرون من التعامل مع الاندماج بطريقة أفضل على المستوى القصير وطويل الأجل.
- ٣- يساعد دراسة أثر الاندماج على زيادة فهم أثر الاندماج على أداء عوائد الأسهم من خلال دراسة سوق ناشيء، مما يساهم في إضافة أدلة جديدة مؤيدة أو معارضة إلى فرضية السوق الكفاء والدراسات السابقة الموجودة في الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة.

### هدف الدراسة:

ان الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو بيان أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وتحليل ذلك الأثر ومقارنة أداء عوائد الأسهم قبل وبعد الاندماج، وتقديم أدلة جديدة اما تؤكد أو تنفي وجود عوائد غير عادية لأسهم الشركات الدامجة على المستوى القصير والطويل الأجل في بورصة عمان، حيث تهدف هذه الدراسة لما يلي:

- (١) تحديد أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان على المستوى القصير الأجل.
- (٢) تحديد أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان على المستوى طويل الأجل.

### مشكلة الدراسة:

تبحث هذه الدراسة في أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة على المدى القصير والطويل والتي يتم تداول أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية من ١ يناير ٢٠٠١ إلى ٣١ ديسمبر ٢٠١٨، وبناء على علم الباحث لم يتم توثيق أي دليل عن أداء عوائد الأسهم للشركات الدامجة في بورصة عمان للأوراق المالية، ويمكن أن يعزى عدم الاهتمام بالأسواق الناشئة مثل الأردن إلى قلة عدد الشركات الدامجة في بورصة عمان للأوراق المالية حيث بلغ عدد جميع الشركات الدامجة في بورصة عمان ١٥ شركة فقط من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠١٨. كما أشارت دراسة (Mall & Gupta, 2019) إلى أنه على الرغم من الدراسات الكثيرة التي تناولت أداء عوائد الأسهم للشركات الدامجة إلا أن هناك ما زال كثير من الأسئلة حول تحقيق عوائد في مثل هذه الحالات من الاندماج ما زالت غامضة لم يتم الاجابة عليها والنتائج متضاربة التي تم الحصول عليها من الأدبيات السابقة المتعلقة في أداء عوائد اندماج الشركات، والعوائد الحقيقية الناتجة عن هذا الحدث لا تزال غير واضحة ومحددة، لذلك جاءت هذه الدراسة إلى سد الفجوة في أدبيات الشركات الدامجة والتعرف على أداء عوائد الأسهم للشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على المستوى القصير والطويل الأجل من خلال دراسة عينة من الشركات الدامجة والبالغ عددها ٦ شركات يتم تداول أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية.

وهناك تساؤلات تحاول الدراسة الاجابة عليها كالتالي:

- هل هناك أثر للاندماج على عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان على المستوى القصير الأجل؟
- هل هناك أثر للاندماج على عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان على المستوى الطويل الأجل؟

### الدراسات السابقة:

#### الأداء قصير الأجل للشركات الدامجة:

تظهر الدراسات الأدبية السابقة نتائج غير واضحة حول تأثير الاندماج على أداء أسهم الشركات على المستوى قصير الأجل، فقد يؤدي الإعلان عن اندماج الشركات إلى تأثير إيجابي أو سلبي ذي دلالة إحصائية وفي بعض الأحيان عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية على أداء عوائد أسهم

الشركات الدامجة. حيث أظهرت دراسة (Bradley, Desai, & Kim, 1988) نتائج تأثير الاندماج بتحقيق عوائد موجبة غير عادية على ٧٢١ شركة دامجة على المستوى القصير الأجل للفترة أكتوبر ١٩٥٨ إلى ديسمبر ١٩٨٤ يؤدي إلى خلق قيمة للشركات الدامجة وهذه القيمة تعزى إلى المساهمين في الشركات الدامجة. ودراسة مشابهة في سوق بريطانيا بواسطة (R. Franks & Harris, 1989) تؤكد على النتائج السابقة وتظهر أن هناك تأثيرا إيجابيا على العوائد بمقدار ١.٢% بعد ٢٠ يوما من إعلان الاندماج على ١٦٩٣ شركة للفترة بين ١٩٥٥ إلى ١٩٨٥. وقد أشارت دراسة (Mentz & Schiereck, 2006) أن تأثير الاندماج على شركات صناعة امدادات السيارات على المدى القصير ايجابي كبير مقارنة مع الصناعات الأخرى، والسبب في ذلك يعود إلى التعاون العالمي والكفاءة الممكنة وراء هذه المعاملات.

وبناء على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٢، أشارت دراسة (Tao, Liu, Gao, & Xia, 2017) إلى أن الإعلان عن عمليات الاندماج يؤدي إلى رد فعل إيجابي على سوق الأسهم، وهذا التأثير موجود في أسواق الأسهم الصينية (شنغهاي وشننتشن) أكثر من التأثير الموجود في سوق هونغ كونغ. على مستوى الدول النامية في سوق المملكة العربية السعودية للأوراق المالية، فقد تناولت دراسة (Zakaria & Kamaludin, 2018) تأثير الاندماج على أسهم أداء الشركات على المدى القصير من ١ يناير ٢٠٠٠ إلى ٣١ أغسطس ٢٠١٧، وأظهرت الدراسة أنبأ مكان المستثمرين تحقيق عوائد موجبة غير عادية ذات دلالة إحصائية خلال بضعة أيام حول تاريخ الإعلان .

بالمقابل يوجد دراسات سابقة توثق أن تأثير الاندماج يكون سلبيا على أداء أسهم الشركات الدامجة، حيث أشارت دراسة (J. Franks, Harris, & Titman, 1991) في السوق الأمريكي على ٣٩٩ شركة دامجة إلى أن تأثير الاندماج على عوائد أسهمها كان سلبيا بمقدار ١.٠٢%. وباستخدام عينة من ٤,٢٥٦ شركة دامجة للفترة بين ١٩٧٣ إلى ١٩٩٨، فقد أظهرت دراسة (Andrade, Mitchell, & Stafford, 2001) بوجود تأثير سلبي ولكنه ليس ذا دلالة إحصائية على أسهم الشركات الدامجة بمقدار 0.7%- في فترة الحدث لمدة ٣ أيام حول تاريخ الإعلان . وأكدت دراسات سابقة كثيرة على وجود تأثير سلبي كبير غير عادي على أسهم الشركات الدامجة مثل (Walker, 2000) و (Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004) و (Jaffe, ) و (Jindra, Pedersen, & Voetmann, 2015).

### الأداء طويل الأجل للشركات الدامجة:

وتعد دراسة أداء الشركات الدامجة على المدى الطويل الأجل من المواضيع التي أخذت حيز من النقاش من قبل علماء التمويل، وكانت النتائج الموثقة غير حاسمة، حيث كان هناك شبه اجماع قبل تسعينات القرن العشرين على أن أداء الشركات الدامجة على المدى الطويل يولد عوائد سلبية غير عادية، وكانت هذه الدراسات معظمها في الدول المتقدمة مثل أمريكا وبريطانيا، ومن أولى الدراسات التي تناولت تأثير الاندماج على أداء الشركات الدامجة على المدى الطويل هي دراسة (Mandelker, 1974)، حيث توصلت الدراسة بعد تناول ٢٤١ شركة دامجة أن تأثير الاندماج كان سلبيا ولكنه ليس ذا دلالة إحصائية بنسبة 1.4% - على مدار ٤٠ شهر. وأظهرت دراسة (Malatesta, 1983) بعد دراسة عينة مكونة من ٢٥٦ شركة دامجة أن هناك تأثيرا سلبيا ذو دلالة إحصائية على عوائد أسهم الشركات الدامجة بنسبة 7.6% - في ١٢ شهر بعد حدث الدمج، ووجود هذه العوائد الغير عادية ذات الدلالة الإحصائية على المدى الطويل تتناقض مع فرضية السوق الكفاء EMH، وقد أكدت على نتائج الدراسات السابقة عدة دراسات مثل (Bradley & Jarrell, 1988) و (R. Franks & Harris, 1989).

بعد عام ١٩٩٠ ظهرت أدلة مختلفة إلى حد ما، وعدة مقاييس تم استخدامها لقياس أداء الشركات الدامجة في أمريكا وبريطانيا، ومع ذلك كان معظم نتائج الدراسات يشير إلى أن أداء الشركات الدامجة على المدى الطويل الأجل ما زال سلبي، فعلى سبيل المثال استخدمت دراسة (J. Franks, et al., 1991) طريقة وقت الحدث event time ووقت التقويم calendar time، ونتائج دراستهم كانت غير حاسمة ومختلفة معتمدة في ذلك على مؤشر السوق المستخدم، حيث أظهرت دراستهم بوجود تأثير سلبي غير عادي على أداء الشركات الدامجة حين استخدام مؤشر السوق متساوي الأوزان Equal-weighted market index، وفي المقابل وجود تأثير ايجابي غير عادي على أداء تلك الشركات حين استخدام مؤشر السوق المرجح بأوزان القيمة السوقية Value-weighted market index. وباستخدام استراتيجية الشراء والامتلاك BHAR على عينة مكونة من ٩٤٧ شركة دامجة خلال الفترة ١٩٧٠ إلى ١٩٨٨، توصلت دراسة (Loughran & Vjih, 1997) إلى أن تأثير الاندماج على الشركات الدامجة كان سلبيا بمقدار 6.5% - خلال ٥ سنوات بعد الدمج. وتناولت دراسة (Mitchell & Stafford, 2000) مجموعة مقاييس على عينة مكونة من 2,068 شركة دامجة للفترة ١٩٦١ و ١٩٩٣، وأظهرت الدراسة بناء

على طريقة استراتيجية الشراء والامتلاك BHAR أن تأثير الاندماج على الشركات الدامجة كان سلبيا وذا دلالة إحصائية على المدى الطويل باستخدام مؤشر السوق المرجح بأوزان القيمة السوقية Value-weighted market index، بينما سلبى ولكنة غير دال احصائيا باستخدام مؤشر السوق متساوي الأوزان Equal-weighted market index.

وأكدت دراسة (Dutta & Jog, 2009) التي تناولت ١٣٠٠ شركة دامجة في كندا للفترة بين ١٩٩٣ إلى ٢٠٠٢ على نتائج دراسة (Mitchell & Stafford, 2000) بأن تأثير الاندماج على الشركات الدامجة سلبى ولكنة غير دال احصائيا. بالمقابل دراسة (Andre, Kooli, & L'her, 2004) أظهرت أن تأثير الاندماج كان سلبيا و ذو دلالة إحصائية على أداء ٢٦٧ من الشركات الكندية الدامجة للفترة بين ١٩٨٠ إلى ٢٠٠٠، وبررت دراسة (Dutta & Jog, 2009) إلى أن وجود هذا التناقض في النتائج يعود إلى حجم العينة الصغير في دراسة (Andre, et al., 2004)، وتشير دراسة (Mitchell & Stafford, 2000) و (Dutta & Jog, 2009) إلى أن أداء الأسهم كان أيضا سلبيا ولكنة لا يدعم فرضية السوق الكفاء لعدم وجود دلالة إحصائية. في السوق الماليزي وباستخدام طريقة العائد غير العادي التراكمي CAR، أظهرت دراسة (Siew & Isa, 2012) أن تأثير الاندماج كان سلبيا و ذو دلالة إحصائية بنسبة 8.66% على مدى سنتين، و 15.13% على مدار ثلاث سنوات، ولكن عندما استخدم (Siew & Isa, 2012) استراتيجية الشراء والامتلاك للعائد غير العادي BHAR، فقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبى وذات دلالة إحصائية على أداء عوائد الأسهم للشركات الدامجة الماليزية على مدار ثلاث سنوات فقط. وأكدت دراسة (Kyriazis, 2010) على سوق اليونان والمكونة من ٢٣ شركة بوجود تأثير سلبى غير دال احصائيا. وعلى المستوى السوق الألماني وباستخدام نفس الاستراتيجية Bahr فقد أظهرت دراسة (Mager & Meyer-Fackler, 2017) بعدم وجود تأثير سلبى على أداء عوائد الشركات الألمانية الدامجة على المدى الطويل، إنما على العكس فقد وجدت دراستهم بعد تقسيم العينة إلى فترات وجود تأثير موجب على أداء عوائد أسهم الشركات الألمانية للفترة بين ١٩٨٠-١٩٩٠. وتناولت دراسة (Zaremba, Szyszka, Płotnicki, & Grobelny, 2018) تأثير الاندماج على أداء عوائد الأسهم للشركات الدامجة على عينة مكونة من ٢٣ بلدا من أمريكا الجنوبية وآسيا وأفريقيا وأوروبا الشرقية، ولم تظهر الدراسة أي تأثير سلبى على أداء عوائد أسهم الشركات. وتناولت دراسة (Zakaria & Kamaludin, 2018) الشركات



الدامجة في المملكة العربية السعودية للفترة بين ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٧، وباستخدام نفس الطريقة استراتيجية الشراء والامتلاك BHAR فقد أظهرت نتائج دراستهم وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية على أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة على مدار الثلاث سنوات بعد حدث الاندماج. دراسة Al-Dabas (٢٠١٦) تناولت أثر الاندماج على السيولة والربحية في الشركات في القطاع الصناعي الأردني بمقارنة قبل وبعد الاندماج، وتكونت العينة من شركتين: الضليل والشرق الأوسط وتم استخدام قياس Tobin-q لقياس أداء الشركات، وقد توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر للاندماج ذو دلالة إحصائية على السيولة والربحية في الشركات الصناعية الأردنية.

### خلفية عن بورصة عمان:

يعد الأردن من الاقتصاديات الناشئة، وقد تم تأسيس البورصة في مارس ١٩٩٩ كمؤسسة مستقلة غير ربحية، مصرح له بالعمل كسوق خاضع للرقابة لتداول الأوراق المالية في الأردن، يتم إدارة بورصة عمان للأوراق المالية ASE من قبل مجلس إدارة يتكون من ٧ أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ويشرف الرئيس التنفيذي بدوام كامل على المسؤوليات اليومية، وباعتبارها سوقا ناشئة، من المتوقع أن لا تكون البورصة كفاءة بشكل كامل نظرا لانخفاض عدد المشاركين ومحدودية الفترة الزمنية، ويتم التداول في البورصة من الأحد إلى الخميس، مع إغلاق السوق يومي الجمعة والسبت والعطلات الرسمية، وتتكون البورصة من ٢٠٢ شركة أردنية.

### البيانات المستخدمة ومنهجية الدراسة.

#### بيانات الدراسة:

تم الاعتماد على المصادر الثانوية في اعداد الدراسة، وتتمثل المصادر الثانوية بالقوائم المالية المنشورة في بورصة عمان للأوراق المالية، والتي تشمل فترات زمنية قصيرة ما قبل وبعد الاندماج وسنوات ما بعد الاندماج للشركات عينة الدراسة، وتم استخدام هذه المصادر في الجانب العملي لهذه الدراسة، وكذلك في الجانب النظري فقد تم استخدام المراجع التي تناولت موضوع الاندماج، والدراسات السابقة التي بحثت في موضوع الاندماج.

تتكون البيانات المستخدمة من أسعار الإغلاق اليومية والشهرية لمؤشري بورصة عمان وهما أسعار الأسهم المرجح وغير المرجح بالقيمة السوقية وأسعار أسهم الشركات الدامجة خلال الفترة

الممتدة من ٢٠٠١-٢٠١٨، وأختار الباحث الفترة الزمنية من ٢٠٠١-٢٠١٨ وذلك بسبب أن معظم عمليات الاندماج بين الشركات الأردنية في بورصة عمان حدثت خلال هذه الفترة، ومن خلال توفر أسعار إغلاق الأسهم اليومية والشهرية تم احتساب العوائد اليومية والشهرية لمؤشري بورصة عمان كالتالي:

$$R_{mt} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث أن:

$R_{mt}$ : نسبة عائد مؤشر عمان في اليوم أو الشهر  $t$ ،

$P_t$ : أسعار مؤشر أسهم عمان في اليوم أو الشهر  $t$ ،

$P_{t-1}$ : أسعار مؤشر أسهم عمان في اليوم السابق أو الشهر السابق  $t-1$ .

ومن خلال توفر أسعار إغلاق الأسهم اليومية والشهرية للشركات الدامجة تم احتساب العوائد

اليومية والشهرية لهذه الشركات كالتالي:

$$R_{jt} = \frac{(P_{jt} - P_{jt-1})}{P_{jt-1}}$$

حيث أن:

$R_{jt}$ : نسبة عائد الشركة الدامجة  $Z$  في اليوم أو الشهر  $t$ ،

$P_t$ : أسعار أسهم الشركة الدامجة  $Z$  في اليوم أو الشهر  $t$ ،

$P_{t-1}$ : أسعار أسهم الشركة الدامجة  $Z$  في اليوم السابق أو الشهر السابق  $t-1$ .

ولم يتم تعديل العوائد اليومية بالأرباح الموزعة في هذه الدراسة، فمعظم الدراسات السابقة لم

تعمل على تعديل العوائد اليومية والشهرية بالأرباح الموزعة، لذلك لم يتم تعديل عوائد هذه الدراسة

بالأرباح الموزعة، كما أن عدم تعديل العوائد اليومية والشهرية بالأرباح الموزعة يعطينا فرصة

لمقارنة نتائج هذه الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة.

يظهر الجدول رقم (١) عدد الشركات الدامجة في بورصة عمان وعددها ١٥ شركة خلال الفترة

٢٠٠١-٢٠١٨ بقيمة سوقية تبلغ ٢٥١,٩٨٧,٨٧٩ دينار أردني، ويظهر في العمود الأول القطاعات

التي حدث فيها حالات الاندماج في بورصة عمان وهي أربع قطاعات، قطاع البنوك والتأمين

والخدمات والصناعة على التوالي، بينما في العمود الثاني والثالث فيظهر فيهما أسماء الشركات وراس

أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم ..... عمر غرابية

مالها قبل الاندماج، في العامود الرابع الخامس يظهر أسماء الشركات الدامجة أو الناتجة عن الاندماج وتاريخ الاندماج، أما العامود الأخير فيظهر فيه رأس مال الشركات بعد الاندماج.

الجدول رقم (١)

حالات الاندماج التي حدثت في بورصة عمان في الفترة ما بين ٢٠٠١ - ٢٠١٨

القطاع	رأس المال بعد الاندماج	تاريخ الاندماج	الشركة الدامجة/ الناتجة عن الاندماج	رأس المال قبل الاندماج	اسم الشركة	القطاع
قطاع البنوك						
1	66,050,000	8/4/2005	البنك الأهلي	23,515,976	بنك فيلادلفيا	1
قطاع التأمين						
1	28,000,000	1/26/2016	الأولى للتأمين	٨,٠٠٠,٠٠٠	البرموك	1
قطاع الخدمات						
1	6,964,285	11/22/2004	الإتحاد لتطوير الأراضي	٥,٥٠٠,٠٠٠	فنادق الشرق الأوسط	1
2	16,500,000	5/1/2001	الإقبال للاستثمار	١٠,٠٠٠,٠٠٠	الإقبال للاستثمارات	2
3	4,000,000	12/1/2001	الطباعون العرب / لاحقاً الطباعون والمطورون العرب	١,٦٢٥,٠٠٠	الدار الوطنية للصحافة والإعلام	3
4	16,000,000	4/2/2001	العربية الدولية للفنادق	١٤,٠٠٠,٠٠٠	الدولية للاستثمارات الصناعية	4
5	2,433,548	7/24/2005	الترافرتين	٢,١٦٦,٤٥٢	الاستثمارات التعدينية	5
قطاع الصناعة						
1	20,000,000	12/28/2004	العربية لصناعة الأدوية	١٤,٣٤٦,٠٠٠	العربية للصناعات	1
2	7,000,000	3/17/2008	الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة	٥,٠٠٠,٠٠٠	البتروكيمياوية الوسيطة (دمجت)	2
3	5,000,000	4/9/2002	رم علاء الدين للصناعات الهندسية	٢,٠٠٠,٠٠٠	صناعات علاء الدين	3

أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم ..... عمر غرابية

4	السلفوكيماويات الأردنية	٤,٩٥٦,٣٨٩	الصناعية التجارية الزراعية ( الإنتاج )	9/18/2012	14,956,389
5	الرازي للصناعات	١٣,٢٤٨,٠٥٣	الأردنية لإنتاج الأدوية	1/27/2004	20,000,000
6	الصناعات الدوائية المتطورة	٥,٦٥٤,٠٠٠	العربية لصناعة الأدوية	12/28/2004	20,000,000
7	الإتحاد للصناعات المتطورة	٣,٠٠٠,٠٠٠	مصانع الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	9/25/2013	15,083,657
8	الأردن الدولية للصناعات	٢,٠٠٠,٠٠٠	الأردن الدولية للإستثمار	9/24/2006	10,000,000
١٥		115,011,870			251,987,87

تم اختيار ٦ شركات دامججة من أصل ١٥ شركة دامججة في الأردن وقد تم الحصول على المعلومات المتعلقة بها من بورصة عمان للأوراق المالية، وكان اختيار العينة النهائي للشركات الدامججة الستة بناء على المعايير التالية: (١) يجب أن تكون الشركات الدامججة مدرجة في السوق النظامي في بورصة عمان للأوراق المالية وقد تم أستبعاد الشركات الدامججة الموجودة في السوق غير النظامي OTC Over the Counter بسبب عدم وجود بيانات يومية لأسعار الأسهم، (٢) توافر بيانات أسعار الأسهم اليومية والشهرية للشركات الدامججة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لمدة تصل إلى ثلاث سنوات بعد تاريخ الإدراج.

يبين الجدول رقم (٢) الشركات التي تم تناولها في هذه الدراسة، حيث تم اختيار ٦ شركات كالتالي: شركة الأولى للتأمين من قطاع التأمين، أما بالنسبة لقطاع الخدمات فقد تم تناول شركتين وهما: الإتحاد لتطوير الأراضي والعربية الدولية للفنادق، وثلاث شركات في قطاع الصناعة وهي العربية لصناعة الأدوية و الصناعات البتروكيماوية الوسيطة ومصانع الإتحاد لإنتاج التبغ والسجائر.

الجدول رقم (٢)

حالات الاندماج التي تم دراستها في بورصة عمان في الفترة ما بين ٢٠٠١ - ٢٠١٨

رأس المال بعد الاندماج	تاريخ الاندماج	الشركة الدامجة/ الناتجة عن الاندماج	رأس المال قبل الاندماج	اسم الشركة	التسلسل
قطاع التأمين					
28,000,000	1/26/2016	الأولى للتأمين	٨,٠٠٠,٠٠٠	اليرموك للتأمين	1
قطاع الخدمات					
6,964,285	11/22/2004	الاتحاد لتطوير الأراضي	٥,٥٠٠,٠٠٠	فنادق الشرق الأوسط والكومودور المتحدة	1
16,000,000	4/2/2001	العربية الدولية للفنادق	١٤,٠٠٠,٠٠٠	الدولية للاستثمارات الصناعية والتجارية والسياحية	٢
قطاع الصناعة					
20,000,000	12/28/2004	العربية لصناعة الأدوية	١٤,٣٤٦,٠٠٠	العربية لصناعة الأدوية (دمجت)	1
7,000,000	3/17/2008	الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة	٥,٠٠٠,٠٠٠	الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة (دمجت)	2
15,083,657	9/25/2013	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	٣,٠٠٠,٠٠٠	الاتحاد للصناعات المتطورة	٣
93,047,942			49,846,000		٦

تم جمع بيانات الأسعار اليومية من بورصة عمان للأوراق المالية، وبعد ذلك تم احتساب العوائد اليومية للشركات الدامجة وطرح منها العوائد السوقية اليومية للحصول على العوائد المعدلة حسب السوق خلال أيام قليلة تتبع إعلان أحداث الدمج، هذه الدراسة استخدمت طريقة ( Brown & Warner, 1985)، حيث حددت  $t=0$  كإعلان تاريخ حدث الاندماج، وأيام  $t=-20$  و  $t=+20$  كفترة الحدث. وبالنسبة إلى البيانات الشهرية، فقد تم جمع بيانات الأسعار الشهرية للشركات الدامجة من بورصة عمان للأوراق المالية لمدة ٣٦ شهرا لشركات العينة، وتم طرح العوائد الشهرية لكل شركة دامجة من عوائد السوق لاستخراج العوائد الغير عادية المعدلة حسب السوق بعد شهر من انتهاء حدث الاندماج.

### منهجية الدراسة والنموذج المستخدم:

استخدم (Ritter, 1991) مؤشرين للسوق، مؤشر أسعار الأسهم متساوي الوزن Equal Weighted Index، ومؤشر أسعار الأسهم القيمة-الوزن Value Weighted Index للحد من المشكلة المتعلقة بقياس المحافظ. لذلك تتبع الدراسة الحالية أسلوب (Ritter, 1991) وتستخدم مؤشرين، المؤشر الأول هو مؤشر عوائد الأسهم المرجح بالقيمة السوقية market index Weighted، ويقدم هذا المؤشر ميزة اعتماده أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية إلى كل سهم مدرج في المؤشر، بمعنى أنه يعطي كل سهم وزن بقدر ما يشكل قيمته السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل. بالمقابل المؤشر الثاني المستخدم في هذه الدراسة هو مؤشر عوائد الأسهم غير المرجح بالقيمة السوقية Unweighted market index، وهذا المؤشر يعطي أوزاناً متساوية لكل أسهم العينة بغض النظر عن قيمته السوقية أو سعر السهم، فالأسهم الصغيرة في هذا المؤشر تأخذ نفس وزن الأسهم الكبيرة، وهذا المؤشر يعطي أهمية للتغير النسبي في أسعار الأسهم، ويستخدم هذا المؤشر في تقييم المحافظ الاستثمارية التي توزع استثماراتها من حيث القيمة بالتساوي بين كل الأسهم. وبناء على (Xiao & Arnold, 2008) استخدام المؤشرين يسمح للباحثين بتحليل حساسية النتائج. تستخدم هذه الدراسة منهجية دراسة الأحداث (وقت الحدث event time) لتقييم أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة على المستوى القصير والطويل الأجل، على المدى القصير الأجل حيث تم تحديد أداء عوائد الأسهم للشركات الدامجة على أنها العوائد التي حققها المستثمرون خلال الفترة المحيطة بتاريخ الإعلان عن أحداث الاندماج، بينما يتم تحديد أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة على المستوى طويل الأجل بناء على استراتيجية الامتلاك والشراء Buy and Hold Strategy على أنها العوائد التي يجنيها المستثمرون إذا تم شراء الأسهم عند سعر إغلاق السوق على نهاية شهر من أحداث الدمج وامتلاكها إلى 36 شهراً، وتم تحديد تاريخ إعلان الدمج ليتمثل يوم 0 في هذه الدراسة، وتشمل الفترة ما بعد 36 شهراً اللاحقة أشهر الحدث.

### العائد على المدى القصير: نموذج العوائد غير العادية المعدلة حسب مؤشر السوق:

تستخدم هذه الدراسة العائد المعدل حسب مؤشر السوق وهي منهجية مستخدمة من قبل معظم الدراسات السابقة التي تستخدم دراسة الحدث مثل (Brown & Warner, 1985) و (Chandra, Moriarity, & Willinger, 1990) عن طريق طرح العوائد اليومية لمؤشرات السوق من عوائد

الأسهم اليومية للشركات الدامجة، وبناء على نموذج العوائد المعدلة حسب مؤشر السوق، يكون أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة معدلة بمؤشر السوق، لذلك العوائد اليومية الغير عادية لأي سهم  $J$  يكون محددًا بالاختلاف بين العائد الفعلي اليومي والعائد اليومي المطابق لمؤشر السوق خلال الفترة  $t$ ، ويتم حسابه كالتالي:

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt} \dots \dots \dots (1)$$

حيث إن  $AR_{jt}$  العائد غير العادي اليومي للشركة الدامجة  $J$  في فترة الحدث  $t$ ، و  $R_{jt}$  العائد اليومي للشركة الدامجة  $J$  في فترة الحدث  $t$ ، و  $R_{mt}$  العائد اليومي لمؤشر السوق في فترة الحدث  $t$ . وتم حساب العائد غير العادي لكل سهم  $J$  لكل يوم في فترة الحدث  $t$  والمتوسط عبر  $N$  من الأسهم باستخدام المعادلة التالية:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{J=1}^N AR_{jt} \dots \dots \dots (2)$$

حيث إن  $AAR_t$  متوسط العائد غير العادي اليومي في فترة الحدث  $t$ ، و  $N$  تشير إلى عدد الأسهم في العينة، يقيس هذا الشرط متوسط العوائد الغير عادية المعدلة للسوق التي يحصل عليها المستثمون لكل يوم في فترة الحدث عبر  $N$  مجموعة من الأسهم التي تلي تاريخ الإعلان . وأخيراً،  $CAAR_{(t_1,t_2)}$  يتم حسابها عن طريق جمع متوسط العوائد الشاذة اليومية  $AAR_t$  خلال الأيام من الفترة  $t_1$  الفترة  $t_2$  منسجمة مع طريقة طريقة (Brown & Warner, 1980) إلى

(1985) كما يلي:

$$CAAR_{(t_1,t_2)} = \sum_{J=t_1}^{t_2} AAR_t \dots \dots \dots (3)$$

هذا يقيس متوسط العوائد الغير عادية التراكمية المعدلة بالسوق المحقق عن طريق المستثمرين من الفترة  $t_1$  الفترة  $t_2$ ، مثال من اليوم -1 إلى اليوم +1 تلي الإعلان عن أحداث الدمج. إلى

الدلالة الإحصائية لمتوسط العائد التراكمي غير العادي  $CAAR_{(t_1,t_2)}$  يتم حسابها على طريقة Brown & Warner (1980, 1985) ومعامل اختبار الاحصاء Test-Statistics لمتوسط العوائد اليومية التراكمية الغير عادية  $CAAR_{(t_1,t_2)}$  من الفترة  $t_1$  إلى الفترة  $t_2$  كما يلي:

$$t = \frac{CAAR_{(t_1,t_2)}}{\sigma(AAR_t) \times \sqrt{T}} \dots \dots \dots (4)$$

حيث إن  $CAAR_{(t_1,t_2)}$  هو متوسط العائد التراكمي غير العادي من الفترة  $t_1$  إلى الفترة  $t_2$ ،  $\sigma(AAR_t)$  هو الانحراف المعياري لمتوسط العائد اليومي غير العادي و  $T$  تشير إلى مجموع عدد الأيام في فترة الحدث  $t$ .

**العائد على المدى الطويل: استراتيجية الشراء والامتلاك للعوائد غير العادية:**

تدعم دراسات سابقة كثيرة مثل Ritter 1991، Barber and Lyon 1997 استخدام منهجية استراتيجية الشراء والامتلاك (BHAR) Buy-and-Hold Abnormal Returns حيث إن هذا المنهج يندمج بشكل جيد في تأثير العوائد غير العادية المركبة من العوائد غير العادية المتراكمة (CAR). كما أكد Fama (1998) أن العوائد قصيرة الأجل المركبة للحصول على العوائد غير العادية على المدى الطويل BHAR يقدم أفضل طريقة للمستثمر على المدى الطويل. ومن الجدير بالذكر أن استخدام متوسط العوائد غير العادية المستخدمة في طريقة العوائد غير العادية التراكمية CAR لا تقيس بشكل دقيق عوائد المستثمرين على المدى الطويل. كما أشار Gompers and Lerner 2003 أن طريقة العوائد غير العادية التراكمية CAR تميل إلى تشوية الأداء عندما تكون العوائد ذات تقلبات عالية. وفي الدراسات السابقة الحديثة تعتبر طريقة BHAR من أكثر المنهجيات الشاملة المقبولة، لذلك هذه الطريقة سيتم استخدامها في هذا البحث لتقييم أداء عوائد الأسهم للشركات الدامجة على المدى الطويل. يتم تقييم فترة الاحتفاظ بثلاث سنوات من خلال حساب استراتيجية الشراء والامتلاك للعوائد الشهرية المركبة للشركات الدامجة للوقت  $t$  منسجمة مع طريقة Ritter 1991، Barber and Lyon 1997 على النحو التالي:



$$BHR_{jt} = \left[ \prod_{t=1}^T (1 + r_{jt}) \right] - 1 \dots \dots \dots (5)$$

حيث إن  $r_{jt}$  يشير إلى العائد الشهري الفعلي على السهم  $j$  في فترة الحدث  $t$ ، و  $T$  يشير إلى عدد الأشهر في فترة الحدث  $t$ ، الشرط يقيس العوائد الكلية من استراتيجية الشراء والامتلاك حيث يتم شراء السهم بسعر الإغلاق السوقي و الاحتفاظ به حتى ٦ و ١٢ و ١٨ و ٢٤ و ٣٠ و ٣٦ شهراً بعد تاريخ الإدراج للعينة الكاملة للشركات المدرجة.

عوائد الشراء والامتلاك  $BHR_{mT}$  لمعيار السوق تشير إلى مؤشر عوائد الأسهم المرجح بالقيمة السوقية وغير المرجح بالقيمة السوقية في بورصة عمان كالتالي:

$$BHR_{mT} = \left[ \prod_{t=1}^T (1 + r_{mt}) \right] - 1 \dots \dots \dots (6)$$

$r_{mt}$  هو مستوى مؤشري عوائد الأسهم الشهري المرجح بالقيمة السوقية وغير المرجح بالقيمة السوقية في بورصة عمان المطابق في فترة الحدث  $t$ ، ويتم حساب العوائد السوقية غير العادية المعدلة بناء على استراتيجية الشراء والامتلاك لكل سهم في العينة في فترة الحدث  $t$  على النحو التالي:

$$BHAR_{jt} = \left[ \prod_{t=1}^T (1 + r_{jt}) - 1 \right] - \left[ \prod_{t=1}^T (1 + r_{mt}) - 1 \right] \dots \dots \dots (7)$$

حيث إن  $BHAR_{jt}$  هو العائد غير العادي لاستراتيجية الشراء والامتلاك للسهم  $j$  في فترة حدث  $t$ ، وهذا يسمح لنا بقياس العوائد غير العادية المعدلة بناء على استراتيجية الشراء والامتلاك التي يحصل عليها المستثمرون من السوق على مدار ٦ و ١٢ و ١٨ و ٢٤ و ٣٠ و ٣٦ شهراً بعد انتهاء شهر أحداث الاندماج، الدلالة الإحصائية للعوائد الشهرية السوقية غير العادية المعدلة بناء على استراتيجية الشراء والامتلاك  $BHAR_{(t_1, t_2)}$  خلال فترة التجميع العادي من الفترة  $t_1$  إلى

الفترة  $t_2$ ، يتم حسابها على النحو التالي:

$$t = \frac{\overline{BHAR}_{(t_1, t_2)}}{\sigma(BHAR_t) / \sqrt{T}} \dots \dots \dots (8)$$

حيث أن  $BHAR_{(t_1, t_2)}$  هو متوسط العوائد غير العادية الشهرية المعدلة بالسوق بناء على استراتيجية الشراء والامتلاك من الفترة  $t_1$  الفترة  $t_2$ ، و  $\sigma(BHAR_{jt})$  هو الانحراف المعياري إلى

للعوائد الشهرية السوقية المعدلة بناء على استراتيجية الشراء والامتلاك في فترة الحدث  $t$ ، و  $T$  يشير إلى العدد الكلي للشركات الدامجة في العينة.

### فرضيات الدراسة:

تسعى الدراسة إلى اختبار الفرضية العدمية الرئيسية الأولى التالية:

H01: لا يوجد هناك أثر للاندماج على عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان على المستوى القصير الأجل.

كما تسعى الدراسة إلى اختبار الفرضية العدمية الرئيسية الثانية التالية:

H02: لا يوجد هناك أثر للاندماج على عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان على المستوى الطويل الأجل.

### الدراسة التطبيقية:

#### تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

يعرض الجدول رقم (٣) نتائج العوائد غير العادية المترجمة المعدلة حسب السوق في عدة أيام قبل وبعد حدث الاندماج، حيث يبين العامود الأول الفترة بالأيام قبل وبعد الاندماج من أيام - ٢٠ إلى أيام + ٢٠ بينما يظهر في العامود الثاني والثالث العوائد غير العادية المترجمة CAARs المعدلة حسب مؤشر عوائد الأسهم المرجح بالقيمة السوقية والدلالة الإحصائية  $t$ -stat المتعلقة بهذه العوائد على التوالي. ويبين الجدول أعلاه في العامود الرابع والخامس العوائد غير العادية المترجمة CAARs المعدلة حسب مؤشر عوائد الأسهم غير المرجح بالقيمة السوقية والدلالة الإحصائية  $t$ -stat المتعلقة بهذه العوائد على التوالي.

الجدول رقم (٣)

أداء عوائد الأسهم المعدلة بمخاطر السوق للشركات الدامجة على المستوى القصير لمؤشري عوائد الاسهم المرجح وغير المرجح بالقيمة السوقية في بورصة عمان

مؤشر عوائد الأسهم غير المرجح بالقيمة السوقية		مؤشر عوائد الأسهم المرجح بالقيمة السوقية		الفترة بالأيام
t-stat.	CAAR (%)	t-stat	CAAR (%)	Interval day
0.80	0.667	1.03	0.848	- 20 to + 20
0.82	0.670	1.10	0.880	- 15 to + 15
0.92	0.620	0.93	0.609	- 3 to + 3
-0.32	-0.017	-0.29	-0.004	- 3 to 0
2.77	0.683	4.42	0.678	- 1 to 0
1.05	0.692	1.08	0.680	- 1 to 1
1.07	0.683	1.09	0.678	0 to + 1
0.96	0.647	1.03	0.661	0 to + 2
0.94	0.637	0.93	0.613	0 to + 3
1.11	0.729	1.12	0.716	0 to + 5
1.20	0.781	1.34	0.843	0 to + 7
1.17	0.761	1.27	0.824	0 to + 10
0.89	0.710	1.05	0.816	0 to + 15
0.88	0.705	1.06	0.831	0 to + 20
0.88	0.611	0.86	0.582	+ 1 to + 3
0.85	0.680	1.02	0.800	+ 1 to + 20

وبالنظر إلى نتائج متوسط العوائد غير العادية المتراكمة المعدلة حسب السوق CAARs كما هو موضح في الجدول رقم (٣) نجد أنها كانت جميعها موجبة باستثناء الفترة من اليوم ٣- إلى ٠ من إعلان الاندماج حيث كانت سالبة، فكان متوسط العوائد الغير عادية المتراكمة المعدلة حسب مؤشر عوائد الأسهم المرجح بالقيمة السوقية  $-0.004\%$  والمعدلة حسب مؤشر عوائد الأسهم غير المرجح بالقيمة السوقية  $-0.017\%$ ، ومن الجدير بالذكر التنوية إلى أنه بالرغم من أن معظم العوائد غير العادية المتراكمة المعدلة حسب السوق موجبة ليست ذا دلالة إحصائية إلا أنها قيم كبيرة اقتصاديا تتراوح بين  $0.58\%$  إلى  $0.88\%$ ، كما تشير نتائج الجدول رقم (٣) أن المتوسط التراكمي للعوائد غير العادية موجبة كبيرة وذات دلالة إحصائية من يوم ١- إلى ٠، حيث كانت العوائد الغير عادية المتراكمة المعدلة حسب مؤشر عوائد الأسهم المرجح بالقيمة السوقية  $0.678\%$

بدلالة إحصائية ( $F$ -stat 4.42) و المعدلة حسب مؤشر عوائد الأسهم غير المرجح بالقيمة السوقية 0.685% بدلالة إحصائية ( $F$ -stat 2.77) وهذا ما يدعم فكرة التسرب المحتمل للأخبار المتعلقة بعمليات الاندماج والشراء في السوق، وتتفق هذه النتائج مع نتائج الدراسات السابقة مثل دراسة (Tao, et al., 2017) و (Zakaria & Kamaludin, 2018).

يبين جدول رقم (٤) نتائج التحليل الإحصائي لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ بأداء عوائد أسهم الشركات الدامجة للفترات التالية، ١٢ و ١٨ و ٢٤ و ٣٠ و ٣٦ شهرا بعد حدث الاندماج باستخدام مؤشري السوق المرتبط بعوائد الأسهم المرجح بالقيمة السوقية والغير مرجح بالقيمة السوقية، ويقدم الجدول رقم (٤) نتيجة واضحة حول عوائد الأسهم التي تم الاحتفاظ بها خلال الفترات الزمنية التالية، ١٢ و ١٨ و ٢٤ و ٣٠ و ٣٦ شهراً، حيث إن جميعها كانت عوائد غير عادية سالبة معدلة حسب مؤشر السوق لكنها ليست ذات دلالة إحصائية بعد الانتهاء من حدث الأندماج، وبالرغم من أن النتائج كانت ليست ذات دلالة إحصائية إلا أنها ذات قيم اقتصادية كبيرة تتراوح بين 17% إلى ٤٠%، وتتفق هذه الدراسة مع الدراسات السابقة مثل (Mandelker, 1974) و (Malatesta, 1983) و (Bradley & Jarrell, 1988)، (Langetieg, 1978) و (Loughran & Vihj, 1997) و (Dutta & Jog, 2009).

#### الجدول رقم (٤)

متوسط عوائد الأسهم معدلة بمخاطر السوق لسياسة الشراء والامتلاك للشركات الدامجة التي تم دراستها  
المدرجة في بورصة عمان

مؤشر السوق	مؤشر عوائد الأسهم المرجح بالقيمة السوقية						مؤشر عوائد الأسهم غير المرجح بالقيمة السوقية					
	6	12	18	24	30	36	6	12	18	24	30	36
Periods	6	12	18	24	30	36	6	12	18	24	30	36
BHARs (%)	-40.25	-24.59	-24.6	-25.21	-21.89	-31.34	-40.86	-27.43	-23.59	-21.79	-17.18	-23.66
t.stat.	(-0.33)	(-0.46)	(-0.52)	(-1.1)	(-0.6)	(-0.56)	(-0.33)	(-0.48)	(-0.5)	(-1.01)	(-0.31)	(-0.26)

### تفسير النتائج:

هدفت هذه الدراسة عن بيان أثر الاندماج على أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وتحليل ذلك الأثر ومقارنة أداء عوائد الأسهم قبل وبعد الاندماج خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٨، وقد تم استخدام مؤشري بورصة عمان للأوراق المالية وهما مؤشر أسعار الأسهم المرجح وغير المرجح بالقيمة السوقية لهذه الغاية، وبعد استخدام العائد المعدل حسب مؤشر السوق على المدى القصير، واستراتيجية الشراء والامتلاك على المدى الطويل الأجل، فقد رصدت نتائج الدراسة وجود عائد تراكمي غير عادي والذي يتعارض مع ما تنص عليه فرضية كفاءة السوق.

وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك أثرا للاندماج على عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان على المستوى القصير الأجل، حيث كان متوسط العوائد الغير عادية المتراكمة المعدلة حسب مؤشر عوائد الأسهم المرجح وغير المرجح بالقيمة السوقية جميعها موجبة باستثناء الفترة من اليوم ٣- إلى ٠ من إعلان الاندماج كانت سالبة، وبشكل خاص كان المتوسط التراكمي موجبا كبيرا و ذو دلالة إحصائية للعوائد غير العادية الذي يسبق يوم إعلان الاندماج بيوم (من يوم ١- إلى ٠)، وهذه النتيجة تتعارض مع فكرة السوق الكفاء Efficient Market ويمكن أن يستفيد منها صناع القرار ومدراء الشركات والمستثمرين لتحقيق عوائد غير عادية.

هذه النتائج تتفق مع فرضية ردة الفعل overreaction hypothesis الموجودة في الأسواق النامية، حيث أشارت دراسة (Siew & Isa, 2012) الى وجود عوائد ايجابية غير عادية على المدى القصير في سوق ماليزيا، كما وتنسجم نتائج هذه الدراسة مع دراسة كل من (Isa, 1994)، ودراسة (Isa & Lee, 2011) التي تناولت أيضا سوق ماليزيا، كما وتتفق مع دراسة (Malatesta, 1983)، لذلك تساهم هذه الدراسة في اثبات وجود العوائد الغير عادية في بورصة عمان للأوراق المالية وتؤكد على عدم كفاءة بورصة عمان وإمكانية أن يحقق المستثمرون عوائد على المدى لقصير الأجل.

وعلى المستوى طويل الأجل بناء على استراتيجية الشراء والامتلاك، أظهرت الدراسة أنه لا يوجد هناك أثر ذو دلالة إحصائية للاندماج على عوائد أسهم الشركات الدامجة المدرجة في بورصة عمان، حيث إن عوائد الأسهم التي تم الاحتفاظ بها خلال الفترات الزمنية التالية، ١٢ و ١٨ و ٢٤ و ٣٠ و ٣٦ شهرا هناك تأثير سالب ولكنه ليس ذا دلالة إحصائية، وهذه النتائج تدعم

فرضية السوق الكفاء وذلك بسبب عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للاندماج على أداء عوائد أسهم الشركات الدامجة في بورصة عمان للأوراق المالية على المستوى الطويل، بحيث يتم تعديل أسعار الأسهم للمعلومات القادمة إلى السوق على المدى الطويل وعدم قدرة المستثمرين على تحقيق أرباح غير عادية، وهذه النتيجة تؤكد نتائج الدراسات السابقة مثل ( Mandelker, 1974) و (Malatesta, 1983) و (Bradley & Jarrell, 1988)، (Langetieg, 1978) و (Loughran & Vijh, 1997) و (Dutta & Jog, 2009).

### الخلاصة والتوصيات.

وبناء على نتائج هذه الدراسة، بإمكان المستثمرين استغلال أحداث الاندماج في بورصة عمان لتحقيق عوائد تراكمية موجبة غير عادية وتجنب كثير من الخسائر، حيث توصي الدراسة إلى الاستثمار وزيادة شراء الأسهم للشركات الدامجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ٣- إلى ٠ باعتبار أن هذه الفترة سجلت أقل أيام عوائد تراكمية غير عادية مقارنة بباقي فترات الدراسة على المستوى قصير الأجل، ومحاولة بيع الأسهم قبل يوم واحد من حدث الاندماج باعتبار أنه حقق أعلى متوسط عوائد تراكمي موجب و ذو دلالة إحصائية من يوم ١- إلى ٠.٠ قد يستفيد مديرو الشركات من نتائج هذا البحث بمساعدتهم في اتخاذ قرارات مهمة تتعلق في مراعاة رودو فعل السوق المحتملة واستراتيجيات منافسيهم نتيجة الإعلان عن الاندماج. كما أن هذه الدراسة ذات أهمية كبيرة لمنظمي السوق حيث تساعدهم على الحفاظ على مراقبة نظامهم لمعرفة وجود تداول ومتداولين من الداخل insider trader أثناء هذه الفترات التي ترافق مرحلة قبل وبعد إعلان الاندماج. وتوصي الدراسة بقيام مزيد من الدراسات التي تتناول تأثير الاندماج على أداء الشركات القصير والطويل المدى في دول الشرق الأوسط لمواصلة دعم النتائج التي توصلنا إليها بشأن الأسواق الناشئة.

### المراجع:

- Al-Dabas, M. (2016). Impact of integration on the performance of compnaies and their profits ٢(٢٠)، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية،
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 103-120.

- Andre, P., Kooli, M., & L'her, J.-F. (2004). The long-run performance of mergers and acquisitions: Evidence from the Canadian stock market. *Financial Management*, 27-43.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3-40.
- Bradley, M., & Jarrell, G. A. (1988). Comment on are acquiring-firm shareholders better off after an acquisition. *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, 253-259.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Chandra, R., Moriarity, S., & Willinger, G. L. (1990). A reexamination of the power of alternative return-generating models and the effect of accounting for cross-sectional dependencies in event studies. *Journal of Accounting Research*, 398-408.
- Dutta, S., & Jog, V. (2009). The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *Journal of Banking & Finance*, 33(8), 1400-1412.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Franks, J., Harris, R., & Titman, S. (1991). The postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 29(1), 81-96.
- Franks, R., & Harris, S. (1989). Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-1985. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 225-249.
- Isa, M. (1994). The effect of acquisition announcement and method of payment on shareholder returns in the Malaysian stock market. *Security Industry Review*, 20(1), 20-31.
- Isa, M., & Lee, S. P. (2011). Method of payment and target status: announcement returns to acquiring firms in the Malaysian market. *International Journal of Economics and Finance*, 3(3), 177.

- Jaffe, J., Jindra, J., Pedersen, D., & Voetmann, T. (2015). Returns to acquirers of public and subsidiary targets. *Journal of Corporate Finance*, 31, 246-270.
- Jeter, D. C., & Chaney, P. K. (2019). *Advanced accounting*: John Wiley & Sons.
- Kyriazis, D. (2010). The long-term post acquisition performance of Greek acquiring firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 43, 69-79.
- Langetieg, T. C. (1978). An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 365-383.
- Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *The Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790.
- Mager, F., & Meyer-Fackler, M. (2017). Mergers and acquisitions in Germany: 1981–2010. *Global Finance Journal*, 34, 32-42.
- Malatesta, P. H. (1983). The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 155-181.
- Mall, P., & Gupta, K. (2019). Impact of Merger Announcements on Stock Returns of Acquiring Firms: Evidence from India. *Journal of Commerce & Accounting Research*, 8(1).
- Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 303-335.
- Mentz, M., & Schiereck, D. (2006). The sources of gains to international takeovers: the case of the automotive supply industry. *Unpublished Working Paper. European Business School, Oestrich-Winkel*.
- Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2000). Managerial decisions and long-term stock price performance. *The Journal of Business*, 73(3), 287-329.
- Moeller, S., Schlingemann, F., & Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.
- Owomoyela, S. (2014). Effects of Merger and Acquisition on the Technological Performance of Nigerian Business Organizations.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.



- Siew, L., & Isa, M. (2012). Long-term share performance of Malaysian acquiring firms. *Managerial Finance*, 38(10), 958-976.
- Tao, F., Liu, X., Gao, L., & Xia, E. (2017). Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms. *International Business Review*, 26(1), 189-202.
- Walker, M. (2000). Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth. *Financial Management* 29(1), 53.
- Xiao, Y., & Arnold, G. (2008). Testing Benjamin Graham's net current asset value strategy in London.
- Zakaria, N., & Kamaludin, K. (2018). The Short-and-Long Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from Tadawul. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 22(6), 1-15.
- Zaremba, A., Szyszka, A., Płotnicki, M., & Grobelny, P. (2018). Post-merger returns in frontier markets, or how we learned to stop worrying and love the acquirers. *Journal of Business Economics and Management*, 19(1), 96-109.

## The Merger Effect on the Performance of the Stock Returns of Merging Companies Listed on the Amman Stock Exchange for the Period 2001-2018

Omar Gharaibeh <sup>(1)</sup>

Received: 30/6/2019

Accepted: 21/6/2020

### Abstract

This study aimed at investigating the impact of merger on the stock returns of the merging firms listed on the Amman Stock Exchange (ASE) employing event study methodology. This study uses daily and monthly closing prices of the weighted and unweighted market indexes, as well as stock prices of the merger firms over the period 2001-2018. The results of the study find that there is a short-term positive market-adjusted abnormal return one day before the announcement date. Therefore, there is an opportunity for investors to earn abnormal returns based on buy and hold strategy. The present study shows long-term negative abnormal returns but they are statistically insignificant. This study suggests buying the stocks of merger companies on three days before the event and selling these stocks one day before the announcement date to achieve abnormal profits.

**Keywords:** merger, buy and hold strategy, abnormal return.

---

(1) Faculty school of business, Al al-bayt University.