

انعكاس الاندماج والاستحواذ في عوائد الأسهم و الاداء المالي -دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

م. د. رغد محمد نجم
كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة بغداد
قسم ادارة الاعمال

المستخلص

يهدف البحث إلى تبيان ما يعكسه الإعلان عن الاندماج والاستحواذ من نتائج في عوائد الأسهم، ومدى إمكانية تحقيق عوائد غير عادية، والاستفادة من لا تماثل المعلومات خلال فترة الإعلان عنه، والتي تحددت بـ 30 يوم قبل الإعلان عن الاندماج، ويوم الإعلان، و30 يوم بعد الإعلان عن الاندماج. وكذلك تبيان انعكاس الاعلان والاندماج في مؤشرات الاداء المالي للشركات. وتم اختيار اكبر واهم الاندماجات والاستحواذات التي حدثت خلال الأزمة المالية العالمية وبالتحديد في قطاع الرعاية الصحية/ صناعة الأدوية، وهما اندماج Wyeth مع Pfizer واستحواذ Novartis على Alcon. وقد اعتمد البحث ثلاث فرضيات، الاولى (يحقق حملة الأسهم في الشركة المستهدفة والمستحوذة عائداً غير عادي متراكم موجب أثناء وقبل الإعلان عن الاندماج او الاستحواذ.) والثانية (يحقق حملة الأسهم في الشركة المستهدفة والمستحوذة عائداً غير عادي متراكم صفري- لا موجب ولا سالب- بعد الإعلان عن الاندماج او الاستحواذ.) اما الثالثة فتتحدد بـ (يتحسن الاداء المالي والتشغيلي في شركة الدمج بعد فترة الإعلان عن الاندماج). وباستخدام الأساليب المالية والإحصائية في القياس، توصل البحث الى عدم تمكن المساهمين من تحقيق عوائد غير عادية موجبة او صفرية خلال فترة الإعلان عن الاندماج، وإنما كان هناك تراكم لعوائد غير عادية سالبة نتيجة ارتفاع العائد المتوقع عن العائد الفعلي للسهم، فضلاً عن انعكاس الأزمة المالية التي منيت بها الأسواق الأمريكية في نهاية عام 2007 واستمرارها في عام 2008 وتقلبات مؤشر السوق المالية S&P في ذلك الوقت في عوائد الأسهم المتوقعة ومن ثم في العوائد غير الاعتيادية للأسهم، إذ تمكن المشتركين في الشركة المستهدفة Wyeth من تحقيق عوائد غير اعتيادية موجبة، مما يشير إلى عدم الانعكاس الكامل والسريع للمعلومة في السعر.. وبالمقابل فإن الاندماج يؤدي الى تباين نتائج ربحية السهم الواحد EBS في الاندماج عنها في الاستحواذ، إذ أشارت نتائج التحليل الى تخفيض ربحية السهم الواحد للشركة المندمجة وارتفاعه في الشركة الدامجة لما كانت عليه قبل الاندماج ويظهر ذلك في السنة الأولى بعد الاندماج، فيما ويؤدي الاستحواذ الى تخفيض ربحية السهم لكل من الشركة المستحوذة والشركة المستهدفة وهي في حالة الـ Combined مقارنة بما كانت عليه قبل الاستحواذ.

الكلمات المفتاحية: الاندماج، الاستحواذ، العوائد غير العادية، لا تماثل المعلومات، نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية



مجلة العلوم

الاقتصادية والإدارية

المجلد 18

العدد 68

الصفحات 169 - 205



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

Reflection of mergers and acquisitions in the stock returns and financial performance - An Empirical Study of major international companies to the pharmaceutical industry-

Abstract

Research aims to identify the immediate impact of the announcement of mergers in the stockholders and the feasibility of gain abnormal return and benefiting from asymmetric information during the announcement that unite 30 days before the announcement of the merger, and announcement day, and 30 days after the announcement of the merger. It was the largest and most important mergers and acquisitions pick that occurred during the global financial crisis, specifically in health care/pharmaceutical industry, Pfizer and Wyeth merger with Novartis acquisition on Alcon. search has adopted three hypotheses: the first hypothesis that ((achieves the target company's shareholders positive abnormal return (or negative) during and before the announcement of the merger or acquisition. by asymmetric information (reduced asymmetric information)) and the second premise that ((bring the shareholders of the target company extraordinary returns(abnormal return) zero or negative - which-following the announcement of Merger or acquisition. owing to the low information asymmetry)) third hypothesis determined ((improved financial and operational performance in the company after the merger announcement mergers. using financial and statistical methods in measurement, the search to the inability of shareholders achieve extraordinary returns(abnormal return) a positive or zero during the announcement of the merger, but there was an extraordinary negative revenue accumulation as a result of higher expected return on actual revenue of the arrow, as well as provide information that is identical for all market participants. Conversely, the integration Lead to disparate outcomes profitability per share EBS integration in cornering, noting the results of the analysis to reduce the profitability of the combined company per share and height in the incorporating company what it was before the merger, appears in the first year after the merger, and acquisition leads to reduction of EPS for both the company and the target company's nieces in the case of Combined compared to what it was before the acquisition.

Key ward :merger ,acquisition, abnormal return, CAPM

- دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

المقدمة

أضحت عمليات الاندماج والاستحواذ احد خيارات الاستثمار أو التمويل المتاحة خلال فترة الأزمات المالية العالمية ولاسيما في الأسواق الأميركية والأوروبية، فضلاً عن انتشارها في أسواق الخليج العربي والشرق الوسط أيضاً. والصناعة الدوائية هي واحدة من الصناعات التي شجعت على عمليات الاندماج المتكررة والمستمرة، إذ ان ضعف عمليات البحث والتطوير، والانتهاك التدريجي لشهادات براءة الاختراع، ووجود المنافسة الشرسية ضمن أنواع معينة من العقاقير الصيدلانية، واعتماد التقنيات الإحيائية في التصنيع، بات يمثل تهديدا للشركات الصناعية ذات المركز التنافسي القوي في قطاع الرعاية الصحية، مما حدا بها إلى إتباع استراتيجيات تقود إلى النمو الخارجي وإعادة الهيكلة وقد تمثلت بالاندماج والاستحواذ. وعلى أساس ذلك، فإن المستثمرين يرون ان تلك القرارات تحتوي على معلومات عن نمو أرباح الشركة في المستقبل وثروة حاملي الأسهم، ونتيجة لذلك فإن أسعار الأسهم تكون عرضة للتقلبات، وذلك لاستجابتها إلى المعلومات الجديدة والمتعلقة بأية تغييرات داخلية خاصة بالشركة، ناهيك عن التغييرات الاقتصادية العامة، والتي ستعكس في العوائد المتحققة لحملة الأسهم بشكل فوري، وبالآداء المالي الكلي للشركة.

المحور الأول/ منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث

ان اختلاف أصناف المشتركين في السوق المالية، وحجم المعلومات المنتشرة في تلك السوق أدى إلى اختلاف توقعاتهم بشأن ما ستكون عليه أسعار الأسهم في المستقبل، ومن ثم مدى إمكانية حصولهم على السبق في المعلومة، واستغلال التسعير الخاطئ للأوراق المالية لتحقيق عوائد إضافية (غير الاعتيادية) تزيد عن تلك التي توقعوا لها، أي إمكانية استغلالهم لأي انحراف للقيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية. فضلاً عن ما سينتج عليه العائد غير الاعتيادي المتراكم من تأثيرات مستقبلية في قيمة الشركة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فإن عمليات الاندماج والاستحواذ لما لها من انعكاس ايجابي باتجاه تحسين الوضع المالي والتشغيلي للشركة المستهدفة، وزيادة أرباح المساهمين، فإنها بالمقابل قد يكون لها انعكاس سلبي على ثروة المساهمين في الشركة المستحوذة. ويتبين هذا في الأمد القصير.

ثانياً: فرضية البحث :- تتحدد فرضية البحث بالاتي:

يحقق حملة الأسهم في الشركة المستهدفة والمستحوذة عائداً غير عادياً متراكماً موجب أثناء وقبل الإعلان عن الاندماج او الاستحواذ.

يحقق حملة الأسهم في الشركة المستهدفة والمستحوذة عائداً غير عادياً متراكماً صفري - لا موجب ولا سالب- بعد الإعلان عن الاندماج او الاستحواذ.

- يتحسن الاداء المالي والتشغيلي في شركة الدمج بعد فترة الإعلان عن الاندماج والاستحواذ.

ثالثاً: أهمية البحث

يعد الاندماج من أكثر الأنشطة الاستثمارية والتمويلية التي يكثُر التعامل بها خلال فترات الأزمات المالية، وتخوف الكثير من الشركات من عدم مقدرتها على مواجهة التقلبات الاقتصادية العامة وتحركات الأسعار بالاتجاه غير المرغوب فيه والذي يؤثر سلباً على إيرادات المبيعات المتحققة ومن ثم تأثيرها السلبي في ربحيتها. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فلم يقتصر الاندماج على الشركات ذات الإفلاس المالي او العسر المالي، وإنما شمل الشركات التي تتميز بمركز تنافسي في سوق الصناعة الدوائية.

وتأسيساً على ما سبق، فإن احتمالية عدم تماثل معلومات الإعلان عن الاندماج وعدم تحقق الانعكاس الكفوء للمعلومات يمكن ان يمكن مالكي المعلومات الخاصة (السرية) من استخدامها لتحقيق عوائد تفوق العوائد التي يحققها بقية المشتركين في السوق. يضاف إلى ذلك، فإن الاندماج سيوحد العمليات المالية للشركة المندمجة مع الشركة الدامجة (الشركة المستهدفة مع الشركة المستحوذة)، نتيجة لتكامل الموارد الإنتاجية والمالية والمادية، مما يعني إن أي زيادة في الاداء التشغيلي لشركة الدمج سينتج عنه زيادة في الاداء المالي والتي ستعكس تبعاً في أرباح المساهمين.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

رابعاً : أهداف البحث

تحليل الاداء المالي والتشغيلي للشركات المستهدفة (المندمجة)* لمرحلة ما قبل الاندماج وتحديد وضعها المالي سواء كان جيداً (سليماً) أم متعثراً أم مفلساً.

تحليل الاداء المالي والتشغيلي للشركة المستحوذة (الدامجة) † لمرحلة ما قبل الاندماج، ومعرفة ما إذا كان الاداء مرضياً أم لا، ولاسيما وان المرحلة التي شملها التحليل هي مرحلة الأزمة المالية العالمية.

تحليل سلوك أسعار الأسهم للشركات المستهدفة والمستحوذة لمدة (30 يوماً) قبل الإعلان عن الاندماج و (30+ يوماً) بعد الإعلان عن الاندماج وتحديد كيفية استجابة السوق المالية لمعلومات الإعلان عن الاندماج.

قياس العائد المتوقع لسهم الشركات المستهدفة والمستحوذة لمرحلة الإعلان عن الاندماج وقياس العوائد اليومية الفعلية وتحديد قدرة المستثمرين (المساهمين) على تحقيق عوائد غير اعتيادية.

قياس العوائد غير الاعتيادية المترجمة لأسهم الشركة المستهدفة والمستحوذة، وتحديد مدى انعكاس الاندماج على قيمة الشركة والمتمثلة بالعائد على ثروة المساهمين.

تحليل الاداء المالي والتشغيلي لمرحلة ما بعد (30+ يوم) من إعلان الاندماج، وتحديد نوع التأثير الذي يعكسه الاندماج من حيث كونه (ايجابياً أو سلبياً) فورياً أو تدريجياً سواء على شركة الدمج أم الشركة المستهدفة او الشركة المستحوذة.

خامساً: بيئة البحث

تمثلت بيئة البحث بإحدى اكبر عمليات الاندماج والاستحواذ المهمة التي حصلت في قطاع صناعة الأدوية والعقاقير الطبية العالمية، وأثناء الأزمة المالية الأخيرة التي بدأت أواخر عام (2007)، وهي عملية اندماج شركة (Wyeth) مع (Pfizer) وبمبلغ (86) بليون دولار أمريكي، والتي تم الإعلان عنها في (23) كانون الثاني من عام (2009)، واستحوذت شركة (Novartis) على (Alcon) وبمبلغ (38.7) بليون دولار، والتي تم الإعلان عنها في (15) كانون الأول من عام (2010). وباعتماد منهج دراسة الحدث (Event Study) ‡، تم تحديد مدة 30 يوماً قبل الإعلان عن الاندماج و 30 يوماً بعد الإعلان عن الاندماج لدراسة سلوك أسعار الأسهم والعوائد المتحققة عليه. فضلاً عن تحديد مدة 40-50 يوماً للتوقع بعائد السهم لمدة (30- و 30+ يوماً). وتم اعتماد الأسعار اليومية لمؤشر السوق الأمريكية S&P لقياس العوائد المتوقعة

* سيتم استخدام مصطلح الشركة المستهدفة في فقرات البحث القادمة للإشارة الى الشركة المندمجة.

† سيتم استخدام مصطلح الشركة المستحوذة في فقرات البحث القادمة للإشارة الى الشركة الدامجة.

‡ يعد منهج دراسة الحدث من المناهج الرئيسية في الدراسات التطبيقية والتي تدرس ما تعكسه معلومات الإعلانات العامة من اثر في أسعار الأسهم، كإعلانات مقسوم الأرباح، وإصدار الأوراق المالية، وعروض الهيمنة، والأحداث المالية الداخلية والخارجية، إذ يتم تحليل سلوك أسعار الأسهم لمرحلة ما قبل و أثناء و بعد حدث معين (smart, et.al.,2004:352)

-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

المحور الثاني/ الإطار النظري للبحث

أولاً: الاندماج والاستحواذ : المفهوم والأهمية

في البدء يجب التفريق بين ثلاثة مفاهيم مالية شائعة الاستخدام وبشكل مترادف في الوقت الراهن وهي: الاندماج (Mergers)، والاستحواذ (Acquisition)، والهيمنة (Takeover). إذ يعرف الاندماج من الناحية القانونية بأنه (الضم أو المزج، ويتحقق بصورتين، الأولى: الاندماج بطريقة الضم، ويتحقق ذلك متى ما اندمجت شركة في شركة أخرى قائمة، بحيث تنقضي شخصية الشركة المندمجة وتبقى شخصية الشركة الدامجة قائمة، ويترتب على ذلك أن حقوق والتزامات الشركة المندمجة تنتقل إلى الشركة الدامجة وتكون هي المسؤولة عنها. والثانية: الاندماج بطريقة الاتحاد أو المزج : وفيه تندمج شركتان أو أكثر مما يؤدي إلى انقضاء جميع الشركات المندمجة ونشوء شركة جديدة تحل محل الشركات المندمجة في حقوقها والتزاماتها) (جاسم، 2007 : 49) ولا تختلف الأدبيات المالية في تعريفها للاندماج عن المعنى القانوني له، إذ يعرف كل من (Watson) و (Head) الاندماج بأنه (إعادة تنظيم (هيكلية) للموجودات، وإيجاد كيان منظمي جديدة على أساس الاتفاق الودي بين شركتين، كاندماج الشركة (A) مع الشركة (B) لتكوين الشركة (C) شركة أعمال جديدة، والتي تم الاتفاق عليها من قبل حملة أسهم كلتا الشركتين، وهذا يشير إلى انضمام شركات من الحجم نفسه لتخفيض احتمالية سيطرة احدهما على الأخرى (Watson and Head,1998:295). كما يعرف بأنه (الجمع بين شركتين أو أكثر مع تماثل حجمهما وتكوين شركة جديدة بملكية مشتركة، شريطة موافقة أصحاب الأسهم وأصحاب المصالح على الاندماج). (Samuels,et.al,1994:)، في حين عرفه (Ross) بأنه (الجمع بين شركتين بشركة جديدة واحدة، مع تولى الشركة المستحوذة مسؤولية الموجودات والمطلوبات كافة للشركة المستهدفة، وبعد الاندماج فان الشركة المستحوذ عليها تتوقف عن الوجود أي تـضمحل) (Ross,et,ia,2008:816) ويُعرف أيضاً بأنه (انضمام منشأتين أو أكثر إلى بعضها بعضاً لتكوين منشأة جديدة، بعد زوال الشخصية الاعتبارية لكل المنشآت المندمجة) (العامري، 2010 : 631).

أما الاستحواذ (الامتلاك)، فيعرف بأنه (شراء منشأة أو احتوائها بالكامل كقسم أو منشأة تابعة للمنشأة المستحوذة، كما إن عملية الامتلاك تحدث عندما تقوم منشأة كبيرة بشراء حصة ملكية في منشأة أصغر منها تمكنها من السيطرة عليها) (العامري، 2010 : 632). كما يعرف بأنه (شراء شركة ما أسهم أو موجودات شركة أخرى والهيمنة عليها). (Ross,et,ia,1999:576). ويرى (Smart) وزملائه بان الاستحواذ يحدث عندما تقوم إحدى الشركات باستخدام مصادر أموالها كالأسهم والمديونية والنقد في شراء شركات أخرى (Smart ,et.al ,2004: 448).

فيما تعرف الهيمنة بأنها (قيام منشأة ما بالسيطرة على منشأة أخرى خلال الاندماج معها، حيث تتم عملية الاندماج ضد رغبة إدارة المنشأة المستهدفة). (العامري، 2010 : 633). وتعرف أيضاً بأنها (تحويل السيطرة- الحصول على أغلبية الأصوات في مجلس الإدارة - من مجموعة من المساهمين إلى أخرى، والشركة التي تقرر الهيمنة على شركة أخرى يشار لها عادة بـ مقدم عطاء الشراء أو الطرف المستعد للشراء "bidder" (Ross,et.al,2002: 818). إن موضوع الفصل بين المفاهيم الثلاثة المذكورة انفاً يلتزم شيء من الدقة، فعلى الرغم من إن المفاهيم الثلاثة ترمي إلى إعادة التنظيم في الشركات إلا إنها تختلف في قضايا أساسية وهي الشخصية الاعتبارية والملكية والمسؤولية. وكما يأتي:



- دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

جدول رقم (1)

الفصل بين مفهوم الاندماج والاستحواذ

المسؤولية والسيطرة	الملكية	الشخصية الاعتبارية	العملية
تكون الشركة الدامجة مسؤولة عن العمليات التشغيلية والمالية، وإذا حصل الاندماج بطريقة غير ودية فستكون هناك سيطرة من قبل الشركة الدامجة على الشركة المستحوذة.	الملكية مشتركة بين حملة أسهم الشركة الدامجة والمندمجة.	زوال الشخصية الاعتبارية للشركة المستهدفة أو المندمجة وبقاء الشخصية الاعتبارية للشركة المدمجة أو زوال الشخصية الاعتبارية للشركات المندمجة وتكوين شخصية اعتبارية جديدة.	الاندماج
تكون الشركة المستحوذة مسؤولة عن العمليات التشغيلية، فيما تكون الشركة الدامجة مسؤولة عن العمليات المالية، وإذا حصل الاستحواذ بطريقة غير ودية فستكون هناك سيطرة.	تقوم الشركة المستحوذة بشراء ملكية (أسهم) أو موجودات الشركة المستهدفة أما بنسب معينة أو شرائها كلياً.	بقاء الشخصية الاعتبارية للشركة المستحوذة والشركة المستهدفة.	الاستحواذ

المصدر: إعداد الباحث

وعلى وفق ما تقدم فإن عملية الاستحواذ هي جزء من عملية الاندماج، والتي تشير إلى تملك شركة ما شركة أخرى، إما عن طريق شراء الأسهم أو الموجودات على وفق اتفاق مسبق بين الشركة المستحوذة والشركة المستهدفة (المستحوذ عليها) *، وفي حالة الشراء عن طريق الأسهم ومبادلته بالنقد أو الأوراق المالية (أسهم أو سندات)، فإن الشركة المستهدفة قد تستمر بالبقاء ككيان مستقل، لكنها تصبح مملوكة للشركة المستحوذة. وفي هذه الحالة لا بد من الحصول على موافقة مديري الشركة المستهدفة، وحتى لو لم تتم موافقة المديرين أو مقاومتهم لعملية الامتلاك فإن الشركة المستحوذة ستحاول شراء أغلب الأسهم القائمة، إذ يتم تقديم العروض مباشرة للمساهمين في الشركة المستهدفة من دون التعامل مع الشركة المستهدفة (مجلس الإدارة) (Ross, et.al, 2002:576)، بمعنى آخر فإن الشركة التي ستستحوذ ستتجاهل مديري الشركة المستهدفة وتتعامل مباشرة مع المساهمين. وإذا ما تم نجاح عرض الشراء، فباستطاعة المشتري من السيطرة على الشركة وطرد كل ذي منصب إذا ما رغب بذلك. وفي حالة التملك بشراء الموجودات، فإن الشركة المستحوذة تشتري جزءاً أو كل موجودات الشركة المستهدفة وهذا يتطلب تحويل ملكية الموجودات و دفع قيمة الموجودات المشتراة إلى الشركة نفسها وليس إلى حملة الأسهم، ومن ثم يتم إعادة دفع النقد الناتج عن عملية الشراء إلى مساهميها، أما عن طريق أرباح الأسهم الموزعة، أو عن طريق تسهيل الموجودات أو التصفية، علاوة على ذلك وفي كثير من الأحيان يقوم المشتري بتنظيم الصفقة على أساس أنها شراء للموجودات وذلك باقتناء الموجودات التي يرغب فيها وترك الموجودات والالتزامات التي لا يرغب فيها (السحبياني وموسى، 2008: 3) وفي حالة شراء كل الموجودات، تبقى الشركة المستهدفة في أغلب الأحيان محافظة على كيانها المستقل ولكنها لا تقوم بأي نشاطات تجارية وهي بذلك أشبه "بالمحارة الفارغة".

ان عملية الاندماج تعد من القرارات الاستثمارية الخاصة بالتوسعات الخارجية، والتي تتم من خلالها صهر ودمج المقومات والمقدرات الاقتصادية لشركتين أو أكثر وتوليد الجهود لتشكيل شركة أكبر وأقوى (Gersdoff and Bacon, 2007:2)، وذلك من أجل تحقيق أهداف مختلفة مثل دعم وتعزيز قسم أو أنشطة معينة في الشركة الأم (الشركة المستحوذة أو المشتريّة أو المالكة) ورغبة الشركة الأم في فرض نفوذها وسيطرتها في المجال الذي تعمل فيه من أجل كسب أكبر حصة ممكنة في السوق، بالمقابل فإن أي استثمار يحتاج إلى تمويل ولأن الاندماج يعد استثماراً للشركة الدامجة أو المستحوذة، فإن تمويل ذلك الاستثمار يكون إما نقداً أو بالأسهم أو الاثنين معاً. هذا من جهة، من جهة أخرى، فإن قرار الاندماج كقرار استثماري لا يهتم الشركة (كمنظمة) فقط وإنما يهتم المساهمين أيضاً، فمساهموا الشركة المستحوذة باتخاذهم قرار الاندماج يسعون إلى شراء حصص أسهم الشركات الأخرى بدون دفع أية علاوات أو مصاريف تكميلية أخرى، وهذا يعني بأنهم مالكون أساسيون في ملكية الشركة (Sirwer and O'Byrne, 1997:108).

* غالباً ما يشير الاستحواذ إلى تملك الشركات الصغيرة من قبل الشركات الكبيرة ومن ثم السيطرة أو الهيمنة عليها فيما بعد.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

فضلاً عما ستكون عليه أسعار أسهمهم مقابل أرباحها، أي ما سيحققه السهم من زيادة في مضاعف ربحيته والتي تدعم ثروة المساهمين , وبناءً عليه، فإن المعلومات الخاصة بهكذا قرارات تتداول في الأسواق المالية قبل الإعلان عنها، والتي من شأنها إن تسهم في رفع أو تخفيض سعر السهم للشركة المستهدفة والشركة المستحوذة وخلق فرصة من شأنها تحقيق عوائد تفوق العوائد الفعلية (العادية)، وهذا ما يسعى إليه بعض المشتركين من المطلعين الذين قد يملكون معلومات خاصة بالاندماج أو الاستحواذ تختلف عن تلك التي يملكها جميع المشتركين في السوق المالية. وفضلاً عن ذلك، لكي تنجح عملية الاندماج وتحقق أفضل العوائد وأقل المخاطر بأقل الكلفة، فلا بد من أن يفهم العاملون في الشركات (المستحوذة والمستهدفة) بان الاندماج سيحول شركتين أو أكثر إلى مؤسسة جديدة وان هذا الكيان الجديد سيكون له ثقافة منظمته تختلف عن أي من الشركتين، فضلاً عن تحديد رؤية جديدة تروم فيها المنظمة الجديدة إلى ما ستكون عليه، ولتحقيق هذه الرؤية، فإن على الجميع أن يشترك ويعمل سوية لنجاحها، فغالباً ما ينتج عن الاندماج (حرب الغرف (war room's) أو حربنا إزاءهم (us vs. them) أي حرب الشركة المستهدفة إزاء الشركة المستحوذة، ولفادي ذلك يجب أن تكون هناك قيادة تحتضن الرؤية الجديدة و أن تكون في جميع المستويات وتعمل قبل الاندماج وبعده، وإلا فإنها ستعاني من الأسلوب الدفاعي (boglarsky,2005:1-2)*. ومن الأهمية بمكان إن عمليات الاندماج والاستحواذ تتزايد في أوقات الأزمات المالية كحالات العسر (distress) أو الإفلاس المالي (Bankruptcy)، إذ تلجأ الشركات (خاصة الشركات في القطاعات المهمة كالعقارات والأدوية والاتصالات والمصارف) إلى التباحث مع شركات أخرى (في الغالب تنتمي للقطاع نفسه) على إمكانية الاندماج أو الاستحواذ (بامتلاك الأسهم أو الموجودات) لتفادي الإفلاس، وما يترتب عليه من التزامات مالية وقانونية تجاه أصحاب المصالح وأصحاب الأسهم فضلاً عن الدائنين. وإن الاندماج في مثل هذه الأحوال يفتح المجال أمام الشركات المستهدفة للبقاء والاستمرار لإمكانية تحسين أدائها المالي والتشغيلي. فضلاً عن الانعكاس الإيجابي على سعر السهم في السوق وخاصة في مرحلة الإعلان عن الاندماج. وقد أشارت دراسة قام بها مركز بحوث الاندماج والاستحواذ التابع لمدرسة (Cass) للأعمال في جامعة لندن بان الاندماجات والاستحواذات التي تحصل في ظل ظروف غير صحية أي في ظروف العسر والإفلاس المالي والتي تتسم بحالة (لا تأكد عالية) في الأسواق تؤدي إلى عمليات شراء رخيصة لا تضمن عوائد عالية لحملة الأسهم للشركات المستهدفة، وإن التكامل ما بعد الاندماج يظهر كعامل رئيس لنجاح عملية الاندماج. هذا وإن الاستحواذ على الشركات المتعثرة ماليا يخلق قيمة لسوق أسهم للشركات المستحوذة في الأجل القصير، بينما هي تسعى إلى خلق قيمة في الأجل الطويل. (MARC,2009:1-3). كما أشارت دراسة أخرى أجراها نفس المؤلف (MARC) إلى تصنيف (دول الخليج العربي) والأردن كأسواق انتقالية، بينما صنفت (مصر) كأسواق ناشئة فيما يتعلق بنشاط الاندماج والاستحواذ، في حين تنصدر (المملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية، واليابان) تلك التصنيفات، لكن آسيا بما فيها (كوريا الجنوبية، وسنغافورة، وهونج كونج) تظهر أيضاً كمنطقة واعدة لأغراض ممارسة صفقات الاندماج والاستحواذ. وكشفت الدراسة إلى إن أكثر صفقات الاندماج والاستحواذ تميل إلى الحدوث عند ارتفاع معدل عدم الاستقرار السياسي إلا إن ذلك لا يكون إلا في الأسواق الانتقالية فقط. (ARC.2010:4)

*تطلب شركات الهدف التي لا تريد أن تستحوذ عليها شركات أخرى المساعدة من شركات الاستثمار وذلك مع إحدى شركات المحاماة المتخصصة في الاندماجات، وتمثل تكتيكات الدفاع ب (1) تغيير القوانين الداخلية (2) محاولة إقناع المساهمين بان سعر الشراء (العرض) منخفض جداً (3) إعادة شراء الأسهم في السوق المفتوح في محاولة لزيادة السعر أعلى من السعر المعروف عليهم من الشركة المستحوذة (4) الحصول على الفارس الأبيض (white squire) الذي يكون صديقاً للإدارة الحالية ليشتري ما يكفي من حصص الشركة الهدف لإعاقبة الدمج (5) تناول كبسولة السم للانتحار الاقتصادي لتجنب الاستيلاء وهذه تشمل تكتيكات مثل الاقتراض بشروط تتطلب إعادة دفع فوري لكل القروض إذا استحوذت شركة أخرى على الشركة. (انظر أكثر Brigham and Ehrhardt, 2009)



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

ثانياً: دوافع الاندماج والاستحواذ

من الأهمية الإشارة إلى إن من يتخذ قرار الاندماج هم المديرون أي أصحاب المصالح، اخذين بنظر العناية إن هكذا قرارات يجب إن تخدم مصلحة المساهمين أيضاً، وإلا سينشب الصراع بين المديرين والمساهمين، وعليه فإن الدوافع التي تدفع بالشركات إلى الاندماج يجب إن يكون لها تأثير ايجابي على حملة الأسهم من قريب أو من بعيد*، وهي تتمحور حول الآتي :-

دوافع تمويلية، وتتمثل بـ:

استثمار الفائض المالي (Surplus Fund): يعد استثمار الفوائض المالية في استحواذ الشركات امراً ضرورياً في حالة عدم رغبة الشركة - والتي تحقق أرباحاً عالية- من زيادة نسبة مدفوعاتها من مقسوم الأرباح للمساهمين، أو شراء الأوراق المالية، فيتم استخدام الأموال الفائضة في تمويل عمليات الاستحواذ (التمويل بالنقد). إذ إن عدم استثمار الفوائض النقدية يعرض الشركات إلى الهيمنة من قبل شركة أخرى والتي تمتلك موجودات ذات سيولة عالية تمكنها من السيطرة على الشركات المستهدفة والهيمنة عليها (Mullins,2001:5).

التنويع Diversification: وكما يقال (لا تضع البيض كله في سلة واحدة)، إذ يؤكد المديرون بان التنويع يسهم في الحد من تقلبات الأرباح ويؤدي إلى تخفيض مخاطر الشركة واستقرار العوائد بما يؤدي إلى تحقيق المنافع للشركة (مساهمين، عاملين، زبائن) (Gup,1983:649). بمعنى آخر إن الاندماج يؤدي إلى زيادة القدرة التمويلية للمؤسسات المندمجة مما يعطيها دفعة قوية نحو التطور والتقدم والاستثمار أكثر، ويمكنها من زيادة أنشطتها وتنويعها بما يعمل على تخفيض المخاطرة وتحسين العائد (الجزائري،2009: 21). دوافع تشغيلية، وتتمثل بـ:-

تكامل الموارد Complementary Resources: تسعى بعض الشركات إلى الاستحواذ على شركات أخرى لتكملة النقص الحاصل في عملياتها التشغيلية أو عمليات البحث والتطوير التي تكون ضرورية لنجاح عمل الشركات واستمراريتها (Ross,at,el,2004:580)، وبذلك تتمكن الشركات المستحوذة والمستهدفة من تكامل إمكانياتها وقدراتها المادية والبشرية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قيمة الشركتين. كما حصل في اندماج الشركتين الصيدليتين السويسريتان (سيبا- غيغي وساندوز) وميلاد نوفارتس العالمية (Novartis)، إذ إن شركة ساندوز كانت بحالة جيدة إلا إن سيبا- غيغي كانت تواجه مشاكل على مستوى خط الإنتاج الأمر الذي حفز من عملية الاندماج وبذلك حققت نوفارتس مكاسباً كبيرة بفضل إنتاجها المتواصل لأدوية السرطان. وفي عام (2005) تحولت (نوفارتس) إلى رائد عالمي في مجال الأدوية البديلة بعد شراء شركة هيكزال الألمانية و ايون لايس الأميركية ثم اشترت حقوق تسويق الأدوية التي تباع دون وصفة طبية من شركة بريستول الأميركية. (Swissinfo,2006:1-2). وهذا يعني، إذا ما اندمجت شركتان فباستطاعة الشركة المستحوذة توصيل مستوى كفاية الشركة المستهدفة إلى كفايتها ويحقق هذا مكسباً اجتماعياً ومكسباً شخصياً في الوقت نفسه.

* هناك شكلان للاستحواذ أو الاندماج : الاول الاستحواذ الطوعي (الودي) (Friendly Acquisition) : والذي يتمثل بشراء "الشركة المستهدفة" بواسطة شركة أخرى.. في اغلب حالات الاستحواذ تقرر الشركات الكبرى شراء شركات صغيرة، أو الشركات المتعثرة مالياً، أو التي ستفترق من حالة الإفلاس(الشركة الهدف أو المستهدفة)، لأغراض التكامل الأفقي أو العمودي أو مزيج من الاثنين، وبشكل عام يطلب من حملة الأسهم في الشركة المستهدفة تقديم عطاء مع تفويض موقع بنقل ملكية حصصهم للشركة المستحوذة، ويحصل مساهمو الشركة المستهدفة على قيمة محددة، أما نقداً أو أسهماً عادية (وفي هذه الحالة يصبح المساهمون في الشركة المستهدفة مساهمين في الشركة المستحوذة) أو سندات أو خليطاً من الأوراق المالية والنقد. كما حصل في عملية استحواذ شركة Pfizer-Pharmacia. والثاني: الاستحواذ العدائي (Hostile Acquisition) : وهو الاستحواذ الذي تعارضه إدارة الشركة المستهدفة، نظراً لتدني قيمة السعر المعروض أو لحرص الإدارة على استقلالية شركتهم. وعلى الشركة المستحوذة أن تقدم إغراءاً لحملة أسهم الشركة المستهدفة لكي تكسب صفقة الاستحواذ.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

كما إن عملية تكامل الموارد لا تسعى لها الشركات المستحوذة فقط، وإنما قد تكون هناك شركات ذات مستوى كفاءة أقل من المتوسط، أو إنها تعمل بصورة غير جيدة، وتعمل في الأنشطة نفسها التي تعمل بها الشركات ذات مستوى الكفاءة العالي، مثل هذا النوع من الشركات هي التي تقوم بالاندماج، لذلك فالأمر يستلزم أن يتوافر لديهم خلفية لتحديد الأداء الأقل أو المنخفض، كما يجب أن تتوفر لدى الشركة المستحوذة (الدامجة) الخبرة الإدارية التي تستطيع من خلالها تحسين أداء الشركة المستهدفة (العامري، 2010: 640).

الاستفادة من اقتصاديات الحجم (Economic Of Scale) واقتصاديات التكامل العمودي (Economic Of Vertical Integrtion): إذ إن توسع الشركات في عملياتها الإنتاجية وخطوط إنتاجها يؤدي إلى تزايد تكاليف الإنتاج بمعدل أقل من تزايد الإنتاج وبذلك يتجه متوسط التكلفة إلى الانخفاض في الأجل الطويل، وبذلك تصبح الشركات المندمجة ذات قدرة تنافسية أقوى وأفضل. فضلاً عن تحقيق الوفورات عن طريق توزيع التكاليف على عدد أكبر من الأعمال، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض متوسط العمليات والأعمال والإنفاق على تقانة تكنولوجيا العمليات الحسابية والاتصالات وتكنولوجيا العمليات مما يؤدي إلى زيادة كفاءة العمليات والقدرة على استقطاب الكفاءات فضلاً عن تطوير الملاكات البشرية وتفعيل قدراتها وزيادة الإنتاجية (الجزائري، 2009: 39). هذا من جهة، ومن جهة أخرى، يحصل التكامل العمودي بين شركتين ذات العمليات التشغيلية المختلفة (Aktas,2006:10)، فالشركات الصناعية والإنتاجية الكبيرة تسعى إلى التوسع الخلفي أو ما يسمى بـ (downstream) أي السيطرة على مصادر المواد الأولية أو المواد النصف المصنعة الداخلة في عمليات الإنتاج، أو التوسع الأمامي، أو بما يسمى بـ (upstream) أي السيطرة على مراحل التسويق و منافذ التوزيع وصولاً إلى المستهلك النهائي، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة المخرجات بأكثر من كلف الاندماج ومن ثم تحقيق الأرباح (Rev.2005:969). وخير مثال على ذلك تكامل شركات الصناعة النفطية بين شركات الاستخراج وشركات الإنتاج والتسويق للوصول إلى المستهلك. ويمكن الاستفادة من هذه الاقتصاديات في الاندماج الأفقي والعمودي واللذان يسفران عن خفض تكاليف الإنتاج والتكاليف الإدارية والنمو وتحسين الكفاءة المالية للشركة المندمجة، ذلك إن الاندماج قد يتيح للشركة الدامجة إن تغير أو تدعم إدارة الشركة المستهدفة بما يرفع من كفاءتها وتحسين مؤشراتها المالية والتشغيلية (طلبة، 2009: 3).

شراء الموجودات بأقل من تكاليف إحلاله (Purchase - Replacement): في بعض الأحيان تعول الشركة على الاستحواذ بسبب تكلفة إحلال موجوداتها التي تكون أعلى كثيراً من قيمتها السوقية. فعلى سبيل المثال، في بداية الثمانينات من القرن العشرين استطاعت شركات النفط الأمريكية أن تستحوذ على احتياطات أرخص، عن طريق شراء شركات أخرى مما لو عملن على حفر آبار استكشافية، فاستحوذت (Chevron Texaco) على (Gulf Oil) لتعزيز احتياطاتها.

ضعف سيطرة الإدارة: في بعض الأحيان تختلف توجهات أصحاب المصالح ومنهم المديرين مع أصحاب الأسهم والتي تؤدي إلى نشوء مشكلة الوكالة * إذ قد يكون هناك سوء توجيه للموارد بالطريقة التي تضر بمصالح حملة الأسهم، فيسعى هؤلاء إلى تغيير الإدارة عن طريق بيع حصصهم إلى الشركات الأخرى والأقوى إدارياً ومن ثم الاستحواذ، فيستلم مديرو الشركة المستحوذة زمام الأمور وسيطروا على العمليات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية للشركة المستهدفة، مما يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لشركة المساهمين)

* تنشأ مشكلة الوكالة نتيجة صراعات المصلحة بين المالكين، والإدارة، والدائنين، لأن إدارة الشركة هي وكيلة عن المالكين، تسعى إلى اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل التي من شأنها إن تحقق أهداف المالكين وفي الوقت نفسه قد تتخذ قرارات تتعارض مع مصالح المالكين أو الدائنين بغية تحقيق مصالحها (عبد الحسين، 2009:8).



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

دوافع الربحية، وتتمثل بما يأتي:-

الوفرة (Synergy): إن استحواذ شركة ما على شركة أخرى يؤدي إلى تحقيق منافع أكبر واستغلال أمثل للموارد، ومن ثم تحقيق مكاسب أكبر، إذ إن أهم ما يبرر الاستحواذ والاندماج هو الوفرة (synergy) والتي تعني إن $5=2+2$ (Weston & Brigham,2008:535). وهذا يشير إلى إن القيمة الإجمالية لشركتين مندمجتين هي أكبر من قيمة كل شركة على حده أو تعلمان بانفراد، فإذا ما استحوذت الشركة (X) على الشركة (Y)، فإن القيمة الحالية للشركتين معا أي (PVXY) هي أكبر من (PVX) و(PVy) أي إن (Samuels,et.al,1994:612).

$$PVxy = PVx + PVy + Gain.....(1)$$

اذ ان :

PVxy : القيمة الحالية للشركتين x,y تعلمان معا.

PVx : القيمة الحالية للشركة X

PVy : القيمة الحالية للشركة Y

Gain : المكسب او الربح.

والسؤال الذي يطرح هنا هو : من هو المستفيد من المكسب ؟ هل الشركة (X) أم الشركة (Y) ؟ والجواب عن ذلك هو الشركة (Y)، والسبب يعود إلى إن الشركة (X) إذا ما أرادت الاستحواذ على الشركة (Y) فإنها ستدفع إلى مساهمي الشركة (Y) سعراً (سعر عرض الشراء) أعلى من القيمة الحالية للشركة (Y) لتحقيق الكسب المادي، وفي الوقت نفسه فإن هذا يمثل كلفة الاستحواذ بالنسبة للشركة (X). وعملياً يمكن أن تتحقق وفورات الاندماج من خمسة مصادر: (1) اقتصاديات التشغيل التي تنتج من اقتصاديات الحجم في الإدارة أو التسويق أو الإنتاج أو التوزيع و (2) اقتصاديات التمويل والتي تشمل تكاليف اقل للعمليات الجارية وتغطية أفضل لمحلي الأوراق المالية (3) تأثيرات الضرائب اذ تدفع الشركة المدمجة ضرائب اقل مما تدفعها الشركتين المستقلتين و(4) الكفاءة المميزة التي تعني، إن إدارة إحدى الشركتين تكون أكثر كفاءة، وإن موجودات الشركة الأضعف ستكون أكثر إنتاجية بعد الاندماج، و (5) زيادة قوة السوق بسبب انخفاض المنافسة (بريجهام وايرهاردت، 2009 : 1193). إن اندماج شركتين يؤدي إلى الاستغلال الأمثل للطاقات المتاحة واستبعاد للأنشطة الإنتاجية المتكررة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض التكاليف الثابتة للوحدة الواحدة ومن ثم زيادة الأرباح، هذا يعني إن أرباح شركة الدمج (بعد الاندماج) أكبر من أرباح الشركتين قبل الاندماج. كما إن باستطاعة شركة الدمج تحقيق مضاعف ربحية عالي أي نسبة P/E مرتفعة، وتخفيض كلف المديونية، وزيادة قدرة الشركة على الاقتراض في المستقبل، وكل ذلك يؤدي إلى تحقيق وفورات اقتصادية ومالية.

وعلى وفق ما سبق، فإن الوفرة تشير إلى مدى قدرة الشركة الجديدة (أي شركة الدمج) على تدفقات نقدية موجبة تفوق إجمالي التدفقات النقدية التي كانت تحققها الشركتان قبل الاندماج والذي يزيد تبعاً القيمة الحالية، فضلاً عن إمكانية تحقيق الوفرة في تكاليف التشغيل الثابتة والمتغيرة، فتوزيع التكاليف الثابتة على أكبر عدد من المخرجات يؤدي إلى انخفاض الكلفة الثابتة للوحدة الواحدة، وكذلك إمكانية تسريح عدد من العاملين والاستغناء عنهم أو الاستغناء عن نشاطات التشغيل المتكررة وتخفيض التكاليف وتحقيق الوفرة. فزيادة الاستغلال الأمثل لموارد الشركة وزيادة كفاءتها في التشغيل تحقق أرباح عالية وينعكس ذلك ايجابياً على سعر سهم الشركة في السوق المالية مما يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية.

-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

ب- اعتبارات ضريبية (Tax Considerations): يمكن ان يسهم الاندماج في تخفيض الضرائب، فإذا ما حققت الشركة فوائض نقدية فإنها تعمل على (أ) دفع مقسوم أرباح إضافي أو (ب) تستثمر الفائض في الأوراق المالية القابلة للتسويق أو (ج) تعيد شراء أسهمها الذاتية أو (د) تشتري شركة أخرى. فإذا دفعت مقسوم أرباح إضافي، فسيكون على حملة الأسهم أن يدفعوا ضرائب على مقسوم الأرباح. أما الاستثمار في الأوراق المالية فيقدم عائداً أقل من العائد المطلوب من قبل المساهمين، ويمكن أن ينتج شراء الأسهم مكاسب رأسمالية لحملة الأسهم الباقين. إلا إن استخدام الفائض النقدي في الحصول على شركة أخرى سيجنب الشركة كل هذه المشكلات، إذ عادة ما تكون الوفورات الضريبية المتحققة من الاستحواذ أقل من العلاوة المدفوعة في الاستحواذ. هذه من جانب ومن جانب آخر فإن الاندماج بالاستحواذ على موجودات أو أسهم الشركات الأخرى يرجع بالفائدة على حملة أسهم الشركات المستهدفة ويعودونه (حلاوة المعاملة) (sweete the deal)، وذلك لان عرض الشراء سيخفض سعر شراء السهم والذي يعد مكسباً للمساهمين في الشركة المستهدفة، وهذا المكسب يتحقق من جراء الوفورات الضريبية التي تحققت بسبب انخفاض الدخل الخاضعة للضريبة للمساهمين، ومن ثم انخفاض مبلغ الضريبة الواجب دفعه من قبلهم (Mullins,2001:5).

ت- انخفاض القيمة السوقية للسهم : تزداد احتمالية حالات الاستحواذ عندما يتعرض سهم الشركة إلى تقييم مخفض قياساً لإمكانياتها (الزبيدي، 2009: 10)، وقد يكون السبب في ذلك، هو إن إدارة الشركة لا تقوم بالتنشغيل بأقصى طاقة لديها، أو إن سعر السوق لا يعكس جميع المعلومات المتوفرة حتى لو كانت الأسواق كفوءة ولو بشكل شبه قوي، إذ قد تكون هناك معلومات سرية أو خاصة لم تكشف بعد، وفي هذه الحالة تلجأ بعض الشركات الى استغلال هذه الفرص وشراء أسهم الشركات الأخرى بأسعار متدنية والاستحواذ عليها.

ث- الحصة السوقية والقوة السوقية (Market Share and Market Power Theory): ان زيادة الحصة السوقية يعني زيادة حجم الشركة بالنسبة للشركات الأخرى في الصناعة، مما يوفر لها فرصة الاندماج مع الشركات الأخرى المنافسة التي تنتمي الى القطاع نفسه ومن ثم تمكين الشركة الجديدة من الدخول إلى أسواق جديدة من خلال الإمكانيات والكفاءات الجديدة لتقديم خدمات ومنتجات ذات نوعية أفضل، فضلاً عن امتلاك الشركة الجديدة قوة احتكارية ربما يمكنها من زيادة أسعار المنتج وزيادة الأرباح، وتتمكن الشركة من السيطرة على أكبر قدر من الشركات المنافسة ومن ثم السيطرة على السعر (العامري، 2010 : 644).

استخدام مضاعف الربحية (P/E) : يعد استخدام مضاعف الأرباح مهماً لتحقيق الاندماج. وان مقياس مضاعف الأرباح هي نسبة سعر السهم إلى ربحيته P/E، إذ إن هذا المؤشر يأخذ بنظر العناية اثر الاندماج في أرباح الشركة الدامجة، فالشركة التي تتميز بنسبة P/E عالية يمكنها من السيطرة على الشركات الأخرى والتي تحقق نسبة P/E منخفضة وينعكس ذلك ايجابياً على ربحية السهم الواحد للشركة بعد الدمج، هذا يعني إن الشركة المستحوذة سوف تحقق زيادة في ربحية السهم الواحد، بينما الشركة المستهدفة سوف تعاني انخفاضاً في الربحية. ان النسبة المرتفعة لـ P/E سوف تعكس نمو السهم في المستقبل مقارنة بالأرباح الحالية، وعلى العكس إذا ما انخفضت النسبة فإن ربحية السهم سوف تنمو ببطء. (العامري، 2010 : 643).

4. دوافع الشخصية للمديرين (Managers Personal Incentives): إن الكثير من قرارات الأعمال تبني على الحوافز الشخصية للمديرين من التحليلات المالية والاقتصادية، فيجب قادة الأعمال القوة، وتلحق قوة أكبر بتنشغيل الشركات الأكبر من الشركات الأصغر. فضلاً عن الحصول على رواتب أكثر ومخصصات أفضل إذا ما توسعت الشركة ونمت من خلال الاستحواذ على شركات أخرى وبالمقابل فإن الدافع الشخصي للمديرين يمكن أن يتسبب في استحواذات غير ضرورية.

-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

ثالثاً: طرائق تمويل الاندماج والاستحواذ :

يتم تمويل عمليات الاندماج والاستحواذ بعدة طرائق وهي:

1- التمويل بالنقد (Cash Finance): تستخدم الشركات التي تروم الاستحواذ طريقة الدفع نقداً لشراء أسهم الشركات المستهدفة، وفي هذه الحالة يكون المبلغ المدفوع محدداً ومعروفاً لدى الأطراف المشتركة في عملية الاستحواذ، ومن مميزات الدفع نقداً بالنسبة للشركة المستحوذة ومالكها هو عدم إصدار أسهم جديدة أي إن مساهمي الشركة المستهدفة لا يحصلون على أسهم جديدة في الشركة بعد عملية الاستحواذ، فضلاً عن ذلك فإن عملية الدفع نقداً تتميز بالبساطة والدقة وإن القيمة المدفوعة تكون محددة وواضحة وإضافة موجودات الشركة المستهدفة، مما يؤدي إلى زيادة عوائد الشركة المستحوذة بدون زيادة عدد الأسهم وهذا يعني زيادة ربحية السهم الواحد وانعكاس ذلك على مضاعف الربحية P/E (العالمي و2010:651). هذا من جانب ومن جانب آخر، فإن حملة أسهم الشركة المستهدفة يفضلون الدفع النقدي عن المبادلة بالأسهم، لأنه يزيد من السيولة النقدية بحيث يمكنهم من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة ولكن في الوقت نفسه قد يعرضهم إلى جباية ضريبية إذا ما تحققت لهم المكاسب والتي ستعكس إيجابياً على عوائد الاسهم.

وعلى الرغم من إن عملية الدفع نقداً للاستحواذ ذات فائدة لحملة أسهم الشركة المستحوذة والشركة المستهدفة، إلا أنه من الضروري أن يتم تهيئة النقد اللازم لعملية الشراء، أخذين بنظر الاعتبار التكاليف التي ستحملها الشركة المستحوذة إذا ما لم يتوفر لديها النقد الكافي لتمويل عملية الشراء. وهناك بدائل عدة للتمويل وهي : التمويل من الأرباح المحتجزة المتوفرة لدى الشركة والذي يعد احد مصادر التمويل الداخلي، وإذا لم يلبي هذا المصدر متطلبات التمويل فيتم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية ومنها الاقتراض (الذي سيعتمد على مدى إمكانية المصارف وموافقتها على الإفراض وبمبالغ كبيرة نسبياً) أو إصدار السندات (الذي سيعتمد على مدى قدرة الشركة المستحوذة على إصدار سندات بضمانات معينة حتى تكسب ثقة الجمهور، ومدى إمكانية الحصول على التصنيف الائتماني عالٍ لتضمن بيع اكبر عدد من السندات) لتوفير النقد اللازم لعملية الشراء.

2- التمويل بالأسهم Stocks Finance: وفي هذه الحالة تقدم الشركة المستحوذة بعرض سهم مقابل سهم لغرض الاستحواذ على الشركة المستهدفة، ومن مميزات هذه الطريقة بالنسبة للشركة المستهدفة، هو إن حاملي الأسهم في الشركة المستهدفة مازالوا يمتلكون أسهما حتى وإن أصبحوا جزءاً من شركة كبيرة، فضلاً عن تفادي تكاليف السمسرة، فيما لو تم استلامهم النقد، ومن ثم إعادة استثماره في الأوراق المالية وتفادي الالتزامات الضريبية على ذلك. (Watson and Head,1998:313). وعلى الرغم من الفائدة التي يقدمها هذا النوع من التمويل لحملة أسهم الشركة المستهدفة إلا أنه يترتب عليه زيادة في تكاليف التمويل، إذ إن تكاليف إصدار الأسهم العادية تحمل الشركة تكاليف إدارية وتسويقية إضافية، فهو وإن كان تمويل ممتلك لكنه مكلف، فضلاً عن إن إصدار أسهم جديدة سيزيد من حصة أسهم الشركة المستحوذة والذي قد يؤدي إلى انخفاض ربحية السهم الواحد إذا ما لم تحقق الشركة أرباحاً عالية بحيث إن الارتفاع في الأرباح يزيد عن الارتفاع في عدد أسهم الشركة المستحوذة. لكن قد تتوفر لدى الشركة المستحوذة ميزة إصدار الأسهم العادية وتمويل عملية الشراء وهو تحقيقها لمضاعف ربح عالٍ أي نسبة P/E عالية في وقت عملية الشراء، حتى تستطيع توجيه أية زيادة في ربحية السهم الواحد (Earning Per Share) إذ تحقق لدى الشركة المستهدفة نسبة P/E منخفضة.

- دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

3- التمويل بالأوراق المالية (السندات Bonds، السندات القابلة للتحويل، الأسهم الممتازة Preferred Stocks): في بعض الأحيان تقوم الشركة المستهدفة بإصدار الأسهم الممتازة* أو السندات للمساهمين في الشركة المستهدفة بدلا من النقد أو الأسهم العادية لغرض تهيئة التمويل اللازم لعملية الاستحواذ، مقابل ذلك على الشركة المستحوذة ان تحدد معدلات الفائدة التي ستدفع على السندات وجدولة سدادها والتي تكون ذات الأجل الطويل، ومن ثم فان الفوائد المحددة مسبقاً على السندات تعد تكاليف ثابتة ستتحملها الشركة ولاسيما إذا ما انخفضت أسعار الفائدة في المستقبل ومن ثم ستشكل ثقلاً على الشركة المستحوذة. أما إذا أصدرت سندات قابلة للتحويل فيمكن الشركة المستحوذة إغراء مساهمين الشركة المستهدفة لقبول عرض الشراء، إذ انها ستحدد معدل فائدة ثابتة تدفع لمدة معينة تحدد مسبقاً وبعد انتهاء تلك المدة يتم استلام حصص أسهم عادية في الشركة المستحوذة (Samuels,et.al,1994:633). أما فيما يخص الأسهم الممتازة، فطى الرغم من تفضيلها من قبل المساهمين في الشركة المستهدفة، إلا إنها تحكم الشركة المستحوذة بتوزيع الأرباح بمعدل ثابت سنويا (حتى وان تقرر الشركة تأجيل توزيع الأرباح) فضلا عن إن حملة الأسهم الممتازة يحق لهم التصويت في مجلس الإدارة.

خامساً : إعلان الاندماج والاستحواذ : مؤشرات الاداء المالي وعوائد الأسهم

يعد الإعلان عن الاندماج من المعلومات العامة والمتاحة لجميع المشتركين في السوق المالية، فإذا ما انعكست تلك المعلومات المتوفرة حالياً بشكل كامل، سريع، غير متحيز في الأسعار الحالية، فانه من غير المجدي للمشاركين الذين يتداولون بالاعتماد على تحليل هذه المعلومات البحث عن فرص تحقيق عوائد غير عادية منها، لان جميع المشاركين يستخدمون المعلومات نفسها كونها متوفرة بشكل علني (الحسناوي،1997: 8). لكن قد يكون للمطلعين كالمديرين او المالكين معلومات أكثر من تلك التي يمتلكها المشاركون الآخرون، وبذلك فان هؤلاء يستطيعون بامتلاكهم للمعلومات الخاصة التي تؤدي إلى عدم تماثل المعلومات بينهم وبين المشاركون الآخرون من تحقيق عوائد غير عادية. بسلام آخر، إن إدارة الشركة هي وكيلة عن المالكين التي تسعى إلى تحقيق ثروتهم، إلا إنها في الوقت نفسه تكون لها مصالحها الخاصة التي قد تتعارض مع مصالح موكلها، ولان إن قرار الاندماج او الاستحواذ يتخذ من قبل إدارة الشركة، فسيكون هناك أطراف في المعاملة (ومن بينهم المفاوضون في عملية الشراء او البيع) يمتلكون معلومات أكثر من الأطراف الأخرى، مما يولد لا تماثل في المعلومات بين المطلعين والمستثمرين الخارجين بمعنى إن المطلعين سينقلون هذه المعلومات إلى المستثمرين الخارجين في السوق المالية لغرض رفع سعر سهم شركتهم والاستفادة من التسعير الخاطي للسهم، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية، أي تحقيق قيمة مضافة لمالك تلك المعلومات. ومما تجدر الإشارة إليه انه ليس كل من يمتلك معلومات عن الشركة يستطيع تحقيق عوائد غير عادية، إذ إن امتلاك شخص معين للمعلومة يرتبط بامتلاكه او تداوله للأسهم.

وعلى وفق مفهوم كفاءة السوق المالية والتي تعتمد بشكل أساسي على نوع المعلومات المتداولة فيها يتوقع ان تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، فيكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للأسهم، وبما إن المعلومات ترد إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها بعضاً، فمن المتوقع ان تكون حركة الأسعار عشوائية إذ تتجه صعوداً مع الأنباء الايجابية وهبوطاً مع الأنباء السلبية، والتي تحصل دون سابق إنذار. وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتمكن أي منهم من تحقيق السبق في الحصول على تلك المعلومات او في تحليلها ومن ثم فلن تتاح لهم الفرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب الآخرين (الزبيدي،2009: 56)، وإذا ما كانت السوق غير كفوءة فيمكن المشاركين من تحقيق عوائد غير عادية (Abnormal Return-AR)، والتي تتمثل بالمبلغ الناجم من زيادة العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة، وهي في الوقت نفسه مقياس لـ لا تماثل المعلومات، وترتبط عوائد المطلعين المنخفضة مع انخفاض لا تماثل المعلومات، ويصح العكس، كما في المعادلة الآتية(Sharp&Alexander,1990:527):

* الأسهم الممتازة هي أوراق مالية ذات طبيعة هجينة بمعنى أنها تمتلك صفات من الأسهم والسندات حيث تعتبر من حقوق الملكية لها نفس حقوق الأسهم العادية، لكن في حالة تأجيل توزيع أرباحها فان حقوق حامل السهم الممتاز في هذه الأرباح لا تسقط عند تأجيل الدفع. كما تشبه السندات من حيث استلام مالكاها عائد ثابت دوري يطلق عليه الكوبون وهو مبلغ يمثل نسبة معينة من القيمة الاسمية التي تصدر بها، وفي حالة التصفية يتم تسديد قيمتها من أموال التصفية قبل الأسهم العادية (العلي، 2010 : 230).



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

$$e_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt}) \dots \dots \dots (2)$$

اذ إن :

e_{jt} : يشير إلى العائد غير الاعتيادي للورقة المالية z في المدة t

R_{jt} : يشير إلى العائد الفعلي المتحقق للورقة المالية z في المدة t

$E(R_{jt})$: يشير إلى العائد المتوقع للورقة المالية z في المدة t

ويحسب العائد الفعلي للورقة المالية عن طريق جمع عائد المقسوم للسهم مع العوائد الرأسمالية للسهم على وفق المعادلة الآتية (Roa,1992:195):

$$R_{jt} = D_t + P_1 - P_0 \dots \dots \dots (3)$$

P_0 P_0

اذ إن :

D_t : تمثل مقسوم الارباح للسهم الواحد في المدة t

P_0 : يمثل سعر السهم في المدة 0

P_1 : يمثل سعر السهم في المدة 1

أما العائد المتوقع فيقاس وعلى وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وكالاتي:

$$E(R_{jt}) = R_f + (R_m - R_f)B_j \dots \dots \dots (4)$$

اذ إن :

R_f : يشير إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة

R_m : تشير إلى معدل عائد السوق

B_j : يشير إلى بيتا الورقة المالية وهي مقياس المخاطرة النظامية، وتحسب من خلال قسمة التباين المشترك

(Coefficient OF Variation-COV) لعائد السهم وعائد السوق على تباين عائد السوق (Varians-

Q^2).

ومما تجدر الإشارة إليه، إن اعتماد منهج دراسة الحدث لا يشير إلى أهمية العائد الفعلي والعائد غير

الاعتيادي (الإضافي) للسهم فحسب، وإنما تشير إلى أهمية قياس العائد غير الاعتيادي المتراكم

(Cumulative Abnormal Return-CAR)، والذي يشير إلى التغييرات الايجابية او السلبية الممكنة

الحدوث في قيمة الشركة نتيجة حدث معين، فإذا كان معدل العائد غير الاعتيادي المتراكم مساوياً للصفر، فهذه

دلالة إلى عدم تأثير الحدث في قيمة الشركة، وإذا كان معدل العائد غير الاعتيادي المتراكم اكبر من صفر، فهذه

دلالة على وجود تأثيرات ايجابية في قيمة الشركة، ويصح العكس. ومما يلاحظ فإن تأثير الاندماج على قيمة

الشركة وأرباحها من الاستثمارات يتبين بصورة جلية في الأجل الطويل، إلا إن تأثيره على الاداء التشغيلي

يمكن ملاحظة في الأجل القصير، وعلى وفق المؤشرات المالية الموضحة في الجدول (2) وكالاتي :



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

جدول رقم (2)

المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الاداء التشغيلي والمالي لمدة ما بعد الإعلان عن الاندماج

ت	متغيرات الاداء	المؤشر
1	كفاءة التشغيل	دوران الموجودات نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب/مجموع الموجودات
2	الرافعة المالية	1- مجموع المطلوبات/ مجموع الموجودات، 2- مجموع المديونية/ مجموع الموجودات
3	السيولة	الموجودات المتداولة / المطلوبات المتداولة
4	حجم الموجودات الثابتة	نسبة الموجودات الثابتة /إجمالي الموجودات
5	الربحية	هامش الربح التشغيلي، معدل العائد على الموجودات (ROA)، معدل العائد على حق الملكية (ROE)، ربحية السهم الواحد EBS
6	نمو المبيعات	التغير في مبيعات السنة الحالية

المصدر : اعداد الباحث وبالاعتماد على (MARC,2009:16).

المحور الثالث/ الجانب التطبيقي

أولاً: حالة اندماج Wyeth مع Pfizer

1- مناقشة نتائج تحليل الاداء المالي للشركة المستهدفة* (Wyeth) والشركة الدامجة (Pfizer) لمرحلة ما ما قبل الاندماج.

تشير نتائج التحليل لشركة Wyeth وكما موضح في الجدول (3) وللمدة السابقة لحدث الاندماج (2004-2008) بأداء تشغيلي جيد من حيث كفاءة تشغيل الموجودات وتوافر السيولة وتحقيق العوائد التشغيلية مقارنة بأكبر الشركات المنافسة في هذا القطاع- ألا وهي (Pfizer) - فضلاً عن أداء مالي عالٍ متمثلاً بارتفاع العائد على حق الملكية وربحية السهم الواحد على الرغم من اعتماد رافعة مالية عالية في التمويل. إن هذه النتائج وإن دلت على شيء فإنما تدل على إن الشركة تتمتع بوضع مالي وتشغيلي سليم (جيد)، إذ إن نتائج التحليل لم تشخص أية حالة من حالات العسر أو الإفلاس المالي وبالتحديد خلال مرحلة الأزمة المالية، وإن ما حدا بها إلى الاندماج هو نتيجة لحالة عدم التأكد العالية التي سادت الأسواق بشكل عام والأسواق المالية على وجه التحديد، وفيما ستكون عليه أسعار الأسهم في المستقبل وإغراءات السعر المرتفع التي قدمتها Pfizer للمساهمين والذي قدر بـ (\$50.19) للسهم الواحد (أي بزيادة مقدارها 33.1%) عن سعر الإغلاق لـ (Wyeth) قبل نشر خبر الاندماج في الصحف) فضلاً عن إن تمويل الاندماج كان نقداً، مما يعطي فرصة لحملة الأسهم لاستثمارها مستقبلاً أو الاستثمار في أسهم شركة (Pfizer) بعد الدمج إن رغبوا بذلك، ناهيك عن رغبة الشركة في الحصول على مركز تنافسي قوي من خلال السعي إلى تكامل مواردها الإنتاجية وزيادة قوتها التشغيلية.

تمثل شركة Wyeth إحدى أهم شركات الصناعة الدوائية في الولايات المتحدة الأمريكية والمهتمة بعلم البيولوجي، إذ تمتلك خط إنتاجي خاص بصناعة اللقاحات ضد الأمراض السارية والمعدية.

تمتلك شركة Pfizer بمركز تنافسي ومركز جذب قوي في سوق صناعة الأدوية (الخاصة بأمراض الجهاز العصبي، الأورام، ومشكلات البول) تتمثل بقوة مبيعاتها وقدراتها العالية في التسويق وامتلاكها لشهادات براءة الاختراع والامتيازات، مما يعني أنها تكتشف وتصنع وتسوق منتجها من خلال امتلاكها لسلسلة القيمة. فضلاً عن امتلاكها لنشاط مهم ألا وهو البحث والتطوير. مقابل ذلك فإن الشركة حصلت على فرص كبيرة في التوسع العالمي من خلال اندماجها مع شركة (Pharmacia) عام (2003) والذي نقلها من المركز الرابع إلى المركز الأول في السوق الأوروبية، ومن مركزها الثالث إلى المركز الأول في السوق اليابانية، ومن المركز الخامس إلى المركز الأول في أمريكا اللاتينية، إن هذا التوسع والانتشار نتيجة لإنتاجها الأدوية العلاجية والاستشفائية فضلاً عن دعم وإسناد علاج أمراض نقص المناعة والمشاركة في معالجة مرض العمى والتراخوما في الولايات المتحدة وغيرها.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

فيما تشير نتائج التحليل لشركة (Pfizer) وللمدة من 2004 إلى 2008 وكما موضح في الجدول (3) باستقرار نسبي في حجم المبيعات وخاصة المدة التي سبقت الأزمة المالية، وانخفاض في العائد التشغيلي نتيجة ارتفاع التكاليف التشغيلية بأكثر من ارتفاع الإيرادات مما أدى إلى انخفاض الأرباح قبل الفوائد والضرائب ومن ثم ارتفاع الضريبة وانخفاض صافي الدخل تباعاً، وبالمقابل كانت الشركة تتمتع بسيولة جيدة وكفاءة في تشغيل موجوداتها. ونظراً لتطلعات الشركة في التوسع والتكامل، فإن الاندماج مع (Wyeth) يوفر فرصة للوصول إلى القيادة (ولاسيما في الأسواق الناشئة) في مجال البيولوجي، ودخول سوق التلقيح بأنواعها المختلفة وتوسيع الاستثمارات، إذ أن (Wyeth) سوف تعزز مركز (Pfizer) ليس فقط في مجال الرعاية الصحية للإنسان وإنما للحيوان أيضاً، وهذا يجعلها من الشركات نادرة الوجود ذات التنوع الصحي في مجال الرعاية الصحية، وتقدر (Pfizer) بأن عملية الاندماج ستحقق لها وفرة بمقدار (4) مليون دولار منها (50%) في مجال البحث والتطوير و (50%) في الأعمال الأخرى (Wyeth, 2009:68)



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

جدول (3) نتائج تحليل المؤشرات التشغيلية والمالية للشركة المستهدفة والشركة الدامجة- قبل الاندماج

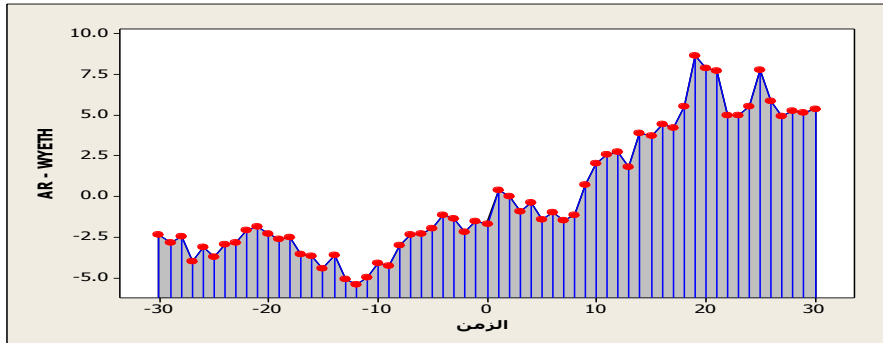
2008	2007	2006	2005	2004	2008	2007	2006	2005	2004	
5.045	5.061	5.060	5.068	5.090	4.643	4.630	4.562	4.554	4.526	حجم الشركة (log مع الموجودات)
0.482	0.435	0.378	0.437	0.445	0.564	0.573	0.598	0.695	0.715	الملاءة المالية (العصر المالي): المطلوبات/ الموجودات
1.594	2.145	2.195	1.649	1.477	3.427	3.138	2.425	1.81	1.691	السيولة
0.434	0.420	0.421	0.405	0.398	0.518	0.524	0.557	0.523	0.516	كفاءة التشغيل: دوران الموجودات
0.087	0.080	0.113	0.009	0.108	0.244	0.259	0.263	0.235	0.479	EBIT / مع الموجودات
0.612	0.593	0.591	0.599	0.682	0.466	0.461	0.519	0.496	0.570	نسبة الموجودات الثابتة / مع الموجودات
(0.003)	0.001	0.020	(0.032)	0.020	0.019	0.100	0.085	0.080	0.08	نمو المبيعات
0.200	0.191	0.269	0.022	0.273	0.471	0.494	0.473	0.449	0.928	الربحية: العائد التشغيلي
0.140	0.125	0.270	0.122	0.166	0.230	0.253	0.286	0.334	0.128	العائد على حق الملكية ROE
1.19	1.18	2.67	1.1	1.51	3.31	3.44	3.12	2.73	0.9	ربحية السهم الواحد EBS
-	-	-	-	-	0.533	0.538	0.480	0.503	0.429	الأفلاس المالي: راس المال العامل / مع الموجودات
-	-	-	-	-	0.100	0.108	0.115	0.102	0.0366	صافي الدخل / مع الموجودات
-	-	-	-	-	0.518	0.524	0.557	0.523	0.516	دوران الموجودات
					0.939	0.943	0.996	1.370	1.621	المديونية طويلة الأجل/حق الملكية

-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

2- مناقشة نتائج تحليل سلوك أسعار الأسهم والعوائد الفعلية والعوائد غير العادية خلال مدة الإعلان عن الاندماج. بسبب اندماج (Wyeth) مع (Pfizer) فإن الاتجاه العام لأسعار أسهم (Wyeth) أخذ بالارتفاع نتيجة ورود معلومات مباشرة عن الاندماج، وإجراءات السعر التي قدمتها الشركة الدامجة التي دفعت بالمستثمرين (مالكي أسهم الشركة) إلى بيع أسهمهم، وتوقعات بارتفاع الأرباح في المستقبل، إن هذا الارتفاع في أسعار الأسهم أدى إلى تحقيق بعض العوائد الرأسمالية اليومية الناتجة عن ارتفاع سعر السهم في نهاية المدة عما كانت عليه في بداية المدة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى وبسبب توقعات المستثمرين غير المتفائلة لما ستكون عليها أسعار الأسهم نتيجة ورود أنباء عن الاندماج وتقلبات أسعار مؤشرات السوق والخسائر التي مني بها في تلك المدة (قبل مرحلة الاندماج)، أدى ذلك إلى انخفاض العوائد المتوقعة ولغاية يوم الإعلان والتي بلغت (0.098). وبسبب ارتفاع الأسعار بأقل مما هو متوقع فقد سجلت العوائد الفعلية اليومية لفترة (-30) بمستوى أدنى من العائد المتوقع ومن ثم تحقيق عوائد غير اعتيادية سالبة. إذ تراوحت بين (- 1.14) كحد أدنى، وبين (-5.38) كحد أعلى. وكما مبين في الجدول (4) والموضحة بيانياً في الشكل (1). إذ يلاحظ إن العوائد الإضافية ترتفع عند اقتراب يوم الإعلان. في حين أشارت نتائج التحليل لما بعد يوم الإعلان (+30 يوم) إلى ارتفاع أسعار الأسهم الحالية وذلك يعود إلى ان تمويل الاندماج كان نقداً، وهذا شجع المساهمين من بيع أسهمهم والحصول على النقد لاستثماره في مجالات أخرى، ولانخفاض العوائد المتوقعة في هذه المدة، (مقارنة بمدة -30 يوم)، فإن العوائد غير الاعتيادية أخذت بالارتفاع محققة عوائد موجبة بعد ثمانية أيام من إعلان الاندماج، مع ارتفاع تقلبات العائد الإضافي لمدة +30 يوم والتي بلغت (3.06) مقارنة بمدة -30 يوم والتي بلغت (1.11). وعلى اثر ذلك فإن العائد غير الاعتيادي المتراكم (CAR) كان سالباً لمدة -30 يوم ويوم الإعلان، واخذ بالارتفاع لما بعد يوم الإعلان أي مدة +30 يوم، مسجلاً عوائد تراكمية موجبة وابتداءً من اليوم التاسع بعد الإعلان، وهذا لا يدعم فرضية البحث (وكما مبين في الجدول (4) والموضح بيانياً في الشكل (2)). والسبب في ذلك قد يعود إلى الانعكاس غير الكامل وغير السريع لمعلومات الاندماج فضلاً عن تداعيات الأزمة المالية في ذلك الوقت.

شكل (1)

العوائد غير الاعتيادية للشركة المستهدفة Wyeth خلال فترة الإعلان (-30 يوم، يوم الإعلان، +30 يوم)

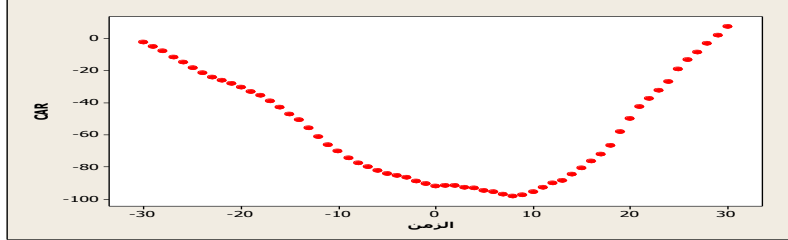




-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

شكل (2)

العوائد غير الاعتيادية المتركمة (CAR) للشركة المستهدفة Wyeth خلال فترة الإعلان
(-30 يوم، يوم الإعلان، +30 يوم)



جدول (4)

نتائج تحليل العوائد الفعلية اليومية والعوائد غير الاعتيادية اليومية لأسهم الشركة المستهدفة Wyeth خلال
فترة الإعلان (-30يوم، يوم الإعلان، +30 يوم)

DATE	عدد الأيام ما قبل وبعد الاعلان	Pw \$ سعر السهم	Rw % - العائد الفعلي	العائد المتوقع %	العائد غير الاعتيادي AR %	CAR العائد المتراكم (%)
10-Dec.-08	30-	34.74	0.0152	2.336075	-2.3209	-2.32088
11	29-	35.55	0.0233	2.876948	-2.8536	-5.17451
12	28-	36	0.0127	2.492299	-2.4796	-7.65415
15	27-	35.26	-0.021	3.96918	-3.9897	-11.6439
16	26-	36.39	0.032	3.144147	-3.1121	-14.756
17	25-	37.1	0.0195	3.727124	-3.7076	-18.4636
18	24-	37.3	0.0054	2.934078	-2.9287	-21.3923
19	23-	37.17	-0.003	2.838507	-2.842	-24.2343
22	22-	36.46	-0.019	2.074918	-2.094	-26.3283
23	21-	36.18	-0.008	1.821996	-1.8297	-28.158
24	20-	36.09	-0.002	2.295198	-2.2977	-30.4557
25	19-	36.09	0	2.594508	-2.5945	-33.0502
26	18-	36.14	0.0014	2.51435	-2.513	-35.5631
29	17-	36.44	0.0083	3.57909	-3.5708	-39.1339
30	16-	37.09	0.0178	3.675326	-3.6575	-42.7914
31	15-	37.51	0.0113	4.440549	-4.4292	-47.2206
2-Jan-09	14-	38.39	0.0235	3.627165	-3.6037	-50.8243
5	13-	38.07	-0.008	5.063494	-5.0718	-55.8962
6	12-	38.56	0.0129	5.399371	-5.3865	-61.2827
7	11-	38.18	-0.01	4.964267	-4.9741	-66.2568
8	10-	38.33	0.0039	4.122796	-4.1189	-70.3757
9	9-	37.97	-0.009	4.259701	-4.2691	-74.6448
12	8-	36.92	-0.028	2.957217	-2.9849	-77.6296
13	7-	38.09	0.0317	2.378825	-2.3471	-79.9768
14	6-	37.89	-0.005	2.299732	-2.305	-82.2817



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

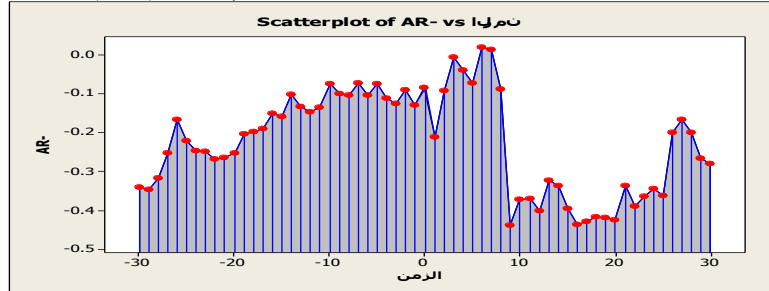
15	5-	38.38	0.0129	1.996274	-1.9833	-84.2651
16	4-	38.81	0.0112	1.157109	-1.1459	-85.411
20	3-	38.17	-0.016	1.340304	-1.3568	-86.7678
21	2-	39.56	0.0364	2.196928	-2.1605	-88.9283
22	1-	38.83	-0.018	1.5234	-1.5419	-90.4701
الانحراف المعياري للAR					1.117	
23	يوم الاعلان	43.74	0.1264	1.831668	-1.7052	-92.1754
26	1+	43.39	-0.008	-0.37272	0.36472	-91.8106
27	2+	44.2	0.0187	0.033049	-0.0144	-91.825
28	3+	43.85	-0.008	0.938596	-0.9465	-92.7715
29	4+	43.62	-0.005	0.395053	-0.4003	-93.1718
30	5+	42.97	-0.015	1.411228	-1.4261	-94.598
2-Feb	6+	43.2	0.0054	0.990163	-0.9848	-95.5828
3	7+	43.42	0.0051	1.464988	-1.4599	-97.0427
4	8+	42.96	-0.011	1.152855	-1.1634	-98.2061
5	9+	43.08	0.0028	-0.70676	0.70955	-97.4966
6	10+	43.42	0.0079	-1.99274	2.00063	-95.4959
9	11+	43.31	-0.003	-2.55903	2.55649	-92.9395
10	12+	42.77	-0.012	-2.72343	2.71096	-90.2285
11	13+	43	0.0054	-1.81125	1.81663	-88.4119
12	14+	43.51	0.0119	-3.87403	3.88589	-84.526
13	15+	43.42	-0.002	-3.74499	3.74292	-80.783
17	16+	42.92	-0.012	-4.46164	4.45012	-76.3329
18	17+	42.86	-0.001	-4.21467	4.21327	-72.1197
19	18+	42.7	-0.004	-5.5377	5.53397	-66.5857
20	19+	42.51	-0.004	-8.64247	8.63802	-57.9477
23	20+	41.75	-0.018	-7.87764	7.85976	-50.0879
24	21+	42.38	0.0151	-7.68772	7.70281	-42.3851
25	22+	41.51	-0.021	-4.97767	4.95715	-37.4279
26	23+	41.14	-0.009	-4.96153	4.95262	-32.4753
27	24+	40.82	-0.008	-5.54098	5.53321	-26.9421
2-Mar	25+	40.05	-0.019	-7.77009	7.75122	-19.1909
3	26+	40.27	0.0055	-5.85444	5.85993	-13.3309
4	27+	40.72	0.0112	-4.89762	4.9088	-8.42215
5	28+	40.85	0.0032	-5.23709	5.24028	-3.18187
6	29+	40.83	-5E-04	-5.12384	5.12335	1.941482
9	30+	40.76	-0.002	-5.33987	5.33815	7.279636
متوسط العائد غير الاعتيادي المتراكم						-56.0267
الانحراف المعياري للAR					3.069	

-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

في حين تشير نتائج التحليل إلى ان اتجاه أسعار أسهم (Pfizer) أخذ بالارتفاع لمدة (30 يوماً) والتي شهدت انتشاراً لمعلومات اندماج Wyeth مع Pfizer، وهذا الاندماج من شأنه ان يسهم في رفع الكفاءة التشغيلية للشركة وزيادة حصتها السوقية في سوق الرعاية الصحية. الأمر الذي أدى إلى رفع سعر السهم في السوق و تحقيق بعض المكاسب الرأسمالية اليومية. في حين أشارت نتائج التحليل إلى ان يوم الإعلان عن الاندماج شهد استقراراً في سعر السهم إذ بلغ (\$17.5) وبمكسب رأسمالي قدره (0.01) وكما موضح في الجدول (5). وعلى الرغم من ان العائد المتوقع أخذ بالانخفاض ابتداءً من اليوم (30-) قبل الإعلان وحتى اليوم الثامن بعد الإعلان، إلا ان العائد الفعلي سجل انخفاضاً اكبر منه، إذ ان سعر السهم حقق خسائر رأسمالية وان كانت هناك بعض المكاسب الرأسمالية إلا انها قليلة جداً وفي بعض الأيام تكون صفرية. ونتيجة لذلك فان المشتركين لم يحققوا أية عوائد غير اعتيادية (إضافية) موجبة، وإنما تم تحقيق عوائد إضافية سالبة أخذت بالانخفاض لمدة -30 يوم من الإعلان ويوم الإعلان وصولاً لليوم الثامن بعد الإعلان، ثم أخذت بالارتفاع السالب في اليوم التاسع من الإعلان، وقد تراوحت تلك العوائد بين (-0.01) كحد أدنى و (0.43) كحد أعلى، (وكما مبين في الجدول 5 والموضح بيانياً في الشكل 3) وهذا الفرق السالب بين العائد الفعلي والمتوقع يعود إلى انتكاسات الاقتصاد المالي العالمي والتي انعكست في أسعار مؤشرات الأسهم للسوق الأميركية ومنها مؤشر S&P، إذ ان التقلبات العالية في أسعار المؤشر أدت إلى زيادة علاوة المخاطرة السوقية وارتفاع بيتا السهم للشركة (مؤشر المخاطرة النظامية) ومن ثم ارتفاع العائد المتوقع للسهم. وعلى أساس ذلك، فان سهم الشركة حقق عوائد غير اعتيادية متراكمة سالبة خلال مدة الحدث، وكما هو واضح في الشكل (4)، وهذا لا يدعم فرضية البحث. مع الإشارة إلى ارتفاع تقلبات العائد الإضافي بعد الإعلان عن الاندماج إلى 0.15 مقارنةً لما قبل الإعلان عنه.

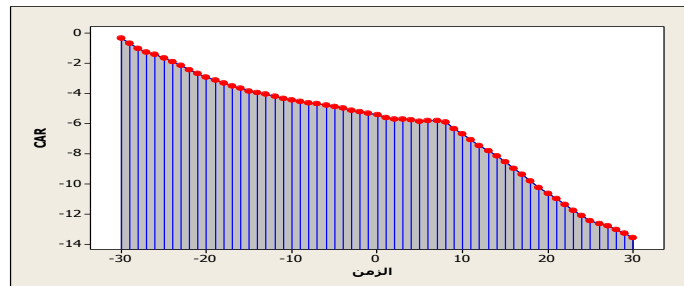
شكل رقم (3)

العوائد غير الاعتيادية للشركة الدامجة Pfizer خلال فترة الإعلان (-30 يوم، يوم الإعلان، +30 يوم)



شكل رقم (4)

العوائد غير الاعتيادية المتراكمة (CAR) للشركة الدامجة Pfizer خلال فترة الإعلان (-30 يوم، يوم الاعلان، +30 يوم)





-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

جدول (5)

نتائج تحليل العوائد الفعلية وغير الاعتيادية لأسهم الشركة الدامجة Pfizer

(-30 يوماً، يوم الاعلان، و+30 يوماً)

DATE	عدد الايام ما قبل وبعد الاعلان	Ppf \$ سعر السهم	Rw % العائد الفعلي	العائد المتوقع ER %	العائد غير الاعتيادي AR %	العائد المتراكم CAR %
10-Dec-08	30-	16.57	0.006072	0.34685	-0.34077	-0.34077
11	29-	16.56	-0.0006	0.34593	-0.34653	-0.68731
12	28-	16.92	0.021739	0.34002	-0.31828	-1.00559
15	27-	16.63	-0.01714	0.23472	-0.25186	-1.25745
16	26-	17.36	0.043897	0.21135	-0.16745	-1.4249
17	25-	17.43	0.004032	0.22469	-0.22066	-1.64556
18	24-	17.12	-0.01779	0.22931	-0.24709	-1.89265
19	23-	17.3	0.010514	0.2595	-0.24899	-2.14164
22	22-	17.18	-0.00694	0.26137	-0.2683	-2.40994
23	21-	17.03	-0.00873	0.25563	-0.26436	-2.6743
24	20-	17.01	-0.00117	0.25242	-0.2536	-2.9279
25	19-	17.01	0	0.20414	-0.20414	-3.13204
26	18-	17.1	0.005291	0.20341	-0.19812	-3.33016
29	17-	17.29	0.011111	0.20081	-0.1897	-3.51986
30	16-	17.75	0.026605	0.17795	-0.15134	-3.6712
31	15-	17.71	-0.00225	0.15638	-0.15863	-3.82983
2-Jan-09	14-	18.27	0.031621	0.13336	-0.10174	-3.93157
5	13-	18.16	-0.00602	0.12639	-0.13241	-4.06398
6	12-	17.8	-0.01982	0.12664	-0.14646	-4.21044
7	11-	17.49	-0.01742	0.11731	-0.13473	-4.34516
8	10-	17.65	0.009148	0.0843	-0.07515	-4.42032
9	9-	17.44	-0.0119	0.08833	-0.10023	-4.52055
12	8-	17.36	-0.00459	0.10024	-0.10483	-4.62537
13	7-	17.59	0.013249	0.08648	-0.07324	-4.69861
14	6-	17.24	-0.0199	0.0834	-0.1033	-4.80191
15	5-	17.39	0.008701	0.08404	-0.07534	-4.87725
16	4-	17.5	0.006325	0.11798	-0.11166	-4.98891
20	3-	17.2	-0.01714	0.10816	-0.1253	-5.11421
21	2-	17.48	0.016279	0.10574	-0.08946	-5.20366
22	1-	17.21	-0.01545	0.11345	-0.12889	-5.33255



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

الانحراف المعياري لAR					0.082	
23	يوم الاعلان	17.45	0.013945	0.09884	-0.0849	-5.41745
26	1+	15.65	-0.10315	0.10864	-0.21179	-5.62924
27	2+	15.82	0.010863	0.10261	-0.09175	-5.721
28	3+	15.44	-0.02402	-0.01722	-0.0068	-5.72779
29	4+	15.12	-0.02073	0.01949	-0.04021	-5.76801
30	5+	14.58	-0.03571	0.03709	-0.07281	-5.84082
2-Feb	6+	14.89	0.021262	0.00205	0.019215	-5.8216
3	7+	15.2	0.020819	0.00786	0.012961	-5.80864
4	8+	14.57	-0.04145	0.04748	-0.08892	-5.89756
5	9+	14.5	-0.0048	0.43482	-0.43963	-6.33719
6	10+	14.84	0.023448	0.39537	-0.37192	-6.70911
9	11+	14.71	-0.00876	0.36203	-0.37079	-7.0799
10	12+	14.07	-0.04351	0.35851	-0.40202	-7.48192
11	13+	14.38	0.022033	0.34602	-0.32399	-7.80591
12	14+	14.65	0.018776	0.35486	-0.33609	-8.14199
13	15+	14.58	-0.00478	0.39022	-0.395	-8.53699
17	16+	14.25	-0.02263	0.41423	-0.43686	-8.97385
18	17+	14.16	-0.00632	0.42293	-0.42925	-9.4031
19	18+	14.03	-0.00918	0.40724	-0.41642	-9.81952
20	19+	13.71	-0.02281	0.39695	-0.41975	-10.2393
23	20+	13.27	-0.03209	0.39368	-0.42578	-10.6651
24	21+	13.59	0.024115	0.36073	-0.33662	-11.0017
25	22+	13.08	-0.03753	0.35133	-0.38886	-11.3905
26	23+	12.7	-0.02905	0.33616	-0.36521	-11.7557
27	24+	12.31	-0.03071	0.31458	-0.34529	-12.101
2-Mar	25+	11.66	-0.0528	0.30881	-0.36161	-12.4626
3	26+	11.87	0.01801	0.21727	-0.19926	-12.6619
4	27+	12.5	0.053075	0.21918	-0.1661	-12.828
5	28+	12.67	0.0136	0.21433	-0.20073	-13.0287
6	29+	12.73	0.004736	0.27184	-0.2671	-13.2958
9	30+	12.63	-0.00786	0.27282	-0.28067	-13.5765
متوسط العائد غير الاعتيادي المتراكم						-6.19597
الانحراف المعياري لAR					0.155	

3- مناقشة نتائج تحليل مؤشرات الاداء التشغيلي والمالي لشركة الدمج (Combined)

تشير نتائج تحليل شركة الدمج (Pfizer) وللمدة من (2009-2010) وكما موضح في الجدول (6) إلى ارتفاع كل من مؤشر السيولة والرافعة المالية للشركة الدامجة مقابل انخفاض في مؤشرات كفاءة تشغيل الموجودات والربحية والمتمثلة بهامش الدخل التشغيلي ومعدل العائد على حق الملكية (ROE) وهذا يعود إلى إن ارتفاع المصروفات التشغيلية كان أكبر من ارتفاع الإيرادات الأمر الذي أدى إلى انخفاض الأرباح التشغيلية وانخفاض صافي الدخل تباعاً، فضلاً عن استقرار الـ (EBS)، مما يعني إنها لم تتأثر بسبب الدمج. في حين تشير نتائج التحليل للشركة المندمجة Wyeth إلى انخفاض السيولة وانخفاض العائد التشغيلي والـ (ROE) (على الرغم من مضاعفة صافي الدخل عما كان عليه قبل الدمج) فضلاً عن انخفاض الـ (EBS)، والسبب في ذلك يعود إلى إن زيادة صافي الدخل وبمعدل (95%) كانت أقل من زيادة عدد أسهم شركة الدمج، ومن ثم انخفاض حصة السهم الواحد من الأرباح الصافية المتحققة.



- دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

جدول رقم (6)

نتائج تحليل المؤشرات التشغيلية والمالية لشركة الدمج Pfizer (المبالغ بالمليون دولار)

2010	2009	المؤشرات التشغيلية والمالية
5.290	5.328	حجم الشركة
0.59	0.577	الملاءة المالية (العسر المالي) المطلوبات / الموجودات
2.113	1.656	السيولة
0.347	0.234	كفاءة التشغيل دوران الموجودات
0.048	0.050	مجم EBIT/مجم الموجودات
0.689	0.710	الموجودات الثابتة/ مج الموجودات
0.138	0.216	الربحية العائد التشغيلي
0.094	0.095	العائد على حق الملكية ROE
1.02	1.22	ربحية السهم الواحد EBS

ثانياً: حالة استحواذ Novartis على Alcon

1- مناقشة نتائج تحليل الاداء المالي للشركة المستهدفة (Alcon) والشركة المستحوذة (Novartis) لمرحلة ما قبل الاندماج. تشير نتائج التحليل للشركة المستهدفة* وكما موضح في الجدول (7) وللمدة من 2009-2005 الى أنها تحقق معدلات جيدة جداً مقارنة بأقوى المنافسين Pfizer، إذ حققت الشركة معدلات مرتفعة في السيولة وكفاءة تشغيل الموجودات ومعدلات العائد التشغيلي والـEBS. وفي السنتين المتتاليتين التي أعقبت الأزمة المالية أشارت النتائج إلى انخفاض الـ ROE وهذا يعود إلى ارتفاع رأس المال الممتلك بمعدلات أكبر من ارتفاع صافي الدخل الأمر الذي أدى إلى نتائج منخفضة في ROE، وبشكل عام فإن نتائج التحليل تشير إلى أن الشركة في وضع مالي سليم ولا تشخص أية حالة إفلاس مالي أو عسر مالي، وهذا الذي شجع Novartis على استحواذها. وعلى الشاكلة نفسها، فإن نتائج التحليل لشركة Novartis تشير إلى ارتفاع مؤشرات السيولة والكفاءة التشغيلية والربحية فضلاً عن نمو مبيعاتها، وهنا يتبادر إلى الذهن السؤال الآتي: إذن ما هي الأسباب التي دعت (Novartis) للاستحواذ على (Alcon)، على الرغم من أنها تتمتع بمركز تنافسي قوي من حيث - على سبيل المثال لا الحصر- التنوع المنتج والانتشار الجغرافي وحجم المبيعات؟ والجواب على ذلك، يتحدد ب:

أ- إن (Alcon) مكون إستراتيجي من ضمن مكونات محفظة الرعاية الصحية والتي تضيف نمواً إضافياً متمثل بصحة العيون ولا سيما في الأسواق الناشئة.

جدول 7

المؤشرات	الشركة المستهدفة (Alcon)	الشركة المستحوذة (Novartis)
----------	--------------------------	-----------------------------

* تعد شركة Alcon "ألكون" شركة رائدة عالمياً في مجال رعاية العيون، وصلت مبيعاتها إلى ما يقرب من 6.5 مليار دولار في عام 2009. تقوم شركة "ألكون"، المتخصصة في صناعة البصريات منذ 65 عاماً ببحث وتطوير وتصنيع وتسويق الأدوية والمعدات والأجهزة الجراحية وحلول العدسات اللاصقة وغيرها من منتجات العناية بالبصر التي تعالج الأمراض والاضطرابات وغيرها من مشكلات العين. تعمل "ألكون" في 75 دولة وتبيع منتجاتها في 180 سوقاً. لمزيد من المعلومات حول شركة "ألكون"، يمكنكم زيارة موقع الشركة الإلكتروني www.alcon.com

† Novartis هي واحدة من أكبر شركات صناعة الأدوية، وهي شركة متعددة الجنسية مقرها بازل - سويسرا، والتي تختص بصناعة أدوية أمراض القلب والسرطان والأعصاب والتنفس والجلد والأمراض المعدية والأدوية المساعدة في مجال زرع الأعضاء وأمراض المفاصل والمعدة وأمراض المسالك البولية و امتلاكها وحدة تصنيع متخصصة في صناعة حقن التطعيم وتحليل الدم ووحدة متخصصة في "صحة المستهلك" والخاصة بالتغذية الصحية (للإنسان والحيوان)، وما يميز إنتاج الشركة هو اعتمادها على البيوتكنولوجي إذ إن هذه الطريقة لا تكفي بمعالجة الأعراض، بل التصدي للعنصر المسبب للمرض في حد ذاته، وطورت الشركة بالاشتراك مع هيئة التنمية الاقتصادية في سنغافورة "معهد Novartis لأمراض المناطق الاستوائية، وفي 25 اب 2010 استحوذت على 77% من ملكية Alcon.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
5.091	4.980	4.893	4.877	4.832	4.761	4.003	3.938	3.878	3.846	3.734	3.718	حجم الشركة (log مج الموجودات)
0.487	0.399	0.357	0.347	0.392	0.425	0.280	0.320	0.378	0.518	0.463	0.511	الملاءة المالية) العسر المالي): المطلوبات/ الموجودات
1.730	1.730	1.265	1.648	1.318	1.3989	3.388	2.953	2.383	1.685	1.730	1.433	السيولة
0.418	0.472	0.543	0.516	0.529	0.537	0.712	0.748	0.833	0.798	0.902	0.835	كفاءة التشغيل: دوران الموجودات
0.093	0.104	0.112	0.088	0.116	0.11782	0.245	0.260	0.293	0.268	0.289	0.227	مج /EBIT الموجودات
0.783	0.647	0.733	0.636	0.685	0.628	0.397	0.328	0.308	0.312	0.362	0.374	نسبة الموجودات الثابتة / مج الموجودات
0.143	0.059	0.093	0.080	0.162	0.156	0.104	0.032	0.124	0.143	0.121	0.120	نمو المبيعات
0.223	0.220	0.206	0.171	0.220	0.219	0.344	0.347	0.351	0.336	0.321	0.271	الربحية: العائد التشغيلي
0.155	0.146	0.162	0.242	0.169	0.183	0.304	0.339	0.436	0.469	0.462594	0.364	العائد على حق الملكية ROE
4.26	3.69	3.56	2.8	3.04	2.62	7.34	6.72	3.68	5.32	4.43	3.04	ربحية السهم الواحد EBS
-	-	-	-	-	-	0.602	0.671	0.691	0.687	0.637	0.625	الإفلاس المالي: راس المال العامل / مج الموجودات
-	-	-	-	-	-	0.219	0.231	0.271	0.226	0.248	0.178	صافي الدخل / مج الموجودات
-	-	-	--	-	-	0.712	0.748	0.833	0.798	0.902	0.835	دوران الموجودات
						0.142	0.136	0.142	0.230	0.175	0.153	المديونية طويلة الاجل/حق الملكية

- ب- إن دخول سوق العناية بصحة العين يقدم فرصاً مهمة لـ نوفارتس من خلال زيادة الحاجات غير الملباة لمجتمع الشيخوخة.
- ج- القدرة على التكامل الخلفي (مصادر التجهيز) والتكامل الأمامي (نحو الزبائن) والتوسع وتطوير الإبداع في منتجات العناية بالعدسات التي يبحث عنها السوق.
- د- تعزيز فرص التوسع في المناطق عالية النمو.

2- مناقشة نتائج تحليل سلوك أسعار الأسهم وعوائدها خلال مدة الإعلان عن الاندماج تشير نتائج تحليل سلوك الأسعار لأسهم الشركة المستهدفة (Alcon) و للمدة (-30 يوماً) بأنه أخذ بالانخفاض، وإن المشتركين في أغلب الأيام حققوا مكاسب رأسمالية سلبية أو صفرية، (وإن كانت هناك مكاسب رأسمالية موجبة، فإنها لا تتجاوز (1%)، تراوحت بين (-0.01) كحد أعلى



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

و (- 0.02 كحد أدنى) وبسبب تغييرات السوق الاقتصادية في الفترة التي سبقت الـ (30 يوماً)، والتي اتصفت بمرحلة التعافي للأسواق المالية الأمريكية، والتي أخذت أسعار مؤشرات الأسهم فيها- ومنها مؤشر (S&P)- بالارتفاعات المتعاقبة مع تقلبات طفيفة (هذا يعني ارتفاع أسعار مؤشر السوق في هذه المرحلة مقارنة بمرحلة اندماج Wyeth مع Pfizer والتي ستعكس اختلاف عوائد السوق)، أدت إلى زيادة انخفاض تباين عوائد السوق، ولأن الزيادة في عوائد السوق كانت أكبر من الزيادة في عوائد أسهم (Alcon)، فكانت النتيجة ارتفاع العائد المتوقع (بالرغم من انخفاض معدل أسعار الفائدة الخالية من المخاطرة لسنة 2010 مقارنةً بسنة 2008- كما موضح في الملحق 3)، ومن ثم حجب المشتركين من تحقيق أية عوائد غير عادية موجبة، وكما مبين في الجدول (8)، و بسبب انخفاض العائد الفعلي عن العائد المتوقع للسهم. فإن العوائد غير الاعتيادية السالبة انخفضت مع قرب موعد إعلان الاستحواذ. لكنها تعاود الارتفاع السالب بعد يوم الإعلان عن الاستحواذ مع انخفاض تقلبات العائد غير الاعتيادي لما بعد الإعلان عن الاستحواذ فضلاً عن تحقيق عائداً غير اعتيادياً متراكماً سالب خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ، وهذا لا يدعم فرضية البحث. وكما مبين في الجدول (8) والموضح بيانياً في الشكل (5) و (6)

جدول (8)

نتائج تحليل أسعار الأسهم اليومية وعوائدها الفعلية وغير الاعتيادية اليومية للشركة المستهدفة

Alcon (-30 يوماً، ويوم الإعلان، و+30 يوماً)

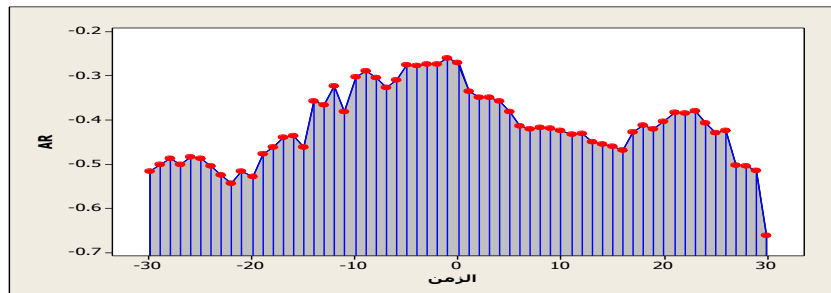
Date	عدد أيام ما قبل وبعد الإعلان	PA-سعر السهم \$	العائد الفعلي %	العائد المتوقع ER %	العائد غير الاعتيادي AR %	العائد المتراكم % CAR
NOV-10-2	30-	167.64	0.004614	0.521317	-0.5167	-0.5167
3	29-	167.35	-0.00173	0.499634	-0.50136	-1.01807
4	28-	168	0.003884	0.491052	-0.48717	-1.50523
5	27-	167.2	-0.00476	0.496404	-0.50117	-2.0064
8	26-	165.77	-0.00855	0.475487	-0.48404	-2.49044
9	25-	164.01	-0.01062	0.477424	-0.48804	-2.97848
10	24-	163.6	-0.0025	0.502449	-0.50495	-3.48343
11	23-	163.5	-0.00061	0.525431	-0.52604	-4.00947
12	22-	162.35	-0.00703	0.537429	-0.54446	-4.55394
15	21-	162.76	0.002525	0.518476	-0.51595	-5.06989
16	20-	160.48	-0.01401	0.515446	-0.52945	-5.59934
17	19-	160.8	0.001994	0.479531	-0.47754	-6.07688
18	18-	163.68	0.01791	0.479356	-0.46145	-6.53832
19	17-	163.39	-0.00177	0.438084	-0.43986	-6.97818
22	16-	162.85	-0.0033	0.432988	-0.43629	-7.41447
23	15-	159.27	-0.02198	0.439742	-0.46173	-7.8762
24	14-	159.71	0.002763	0.360238	-0.35747	-8.23367
26	13-	159.03	-0.00426	0.361421	-0.36568	-8.59935
29	12-	160.17	0.007168	0.330318	-0.32315	-8.9225
30	11-	157.25	-0.01823	0.363572	-0.3818	-9.3043
1-Dec	10-	160.54	0.020922	0.323303	-0.30238	-9.60669
2	9-	161.17	0.003924	0.293811	-0.28989	-9.89657
3	8-	162.36	0.007384	0.312449	-0.30507	-10.2016
6	7-	160.63	-0.01066	0.316804	-0.32746	-10.5291
7	6-	160.45	-0.00112	0.309596	-0.31072	-10.8398
8	5-	160.38	-0.00044	0.274513	-0.27495	-11.1148
9	4-	160.4	0.000125	0.278191	-0.27807	-11.3928
10	3-	161.07	0.004177	0.27884	-0.27466	-11.6675
13	2-	160.72	-0.00217	0.271321	-0.27349	-11.941
14	1-	162.43	0.01064	0.270644	-0.26	-12.201
12-15 يوم الإعلان	0	164.1	0.010281	0.281158	-0.27088	-12.4719
الاتحراف المعياري لAR					0.099	
16	1+	162.25	-0.01127	0.324115	-0.33539	-12.8073
17	2+	162.03	-0.00136	0.347251	-0.34861	-13.1559
20	3+	161.7	-0.00204	0.346369	-0.34841	-13.5043
21	4+	162.13	0.002659	0.360729	-0.35807	-13.8623



- دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

22	5+	162.05	-0.00049	0.381757	-0.38225	-14.2446
23	6+	162.39	0.002098	0.416098	-0.414	-14.6586
27	7+	162.25	-0.00086	0.420096	-0.42096	-15.0795
28	8+	162.76	0.003143	0.420465	-0.41732	-15.4969
29	9+	163.35	0.003625	0.423185	-0.41956	-15.9164
30	10+	163.56	0.001286	0.424855	-0.42357	-16.34
31	11+	163.4	-0.00098	0.43147	-0.43245	-16.7724
3/1/2011	12+	163.43	0.000184	0.431182	-0.431	-17.2034
4	13+	163.39	-0.00024	0.450562	-0.45081	-17.6543
5	14+	163.15	-0.00147	0.453196	-0.45466	-18.1089
6	15+	163.47	0.001961	0.462853	-0.46089	-18.5698
7	16+	162.87	-0.00367	0.465711	-0.46938	-19.0392
10	17+	162.28	-0.00362	0.423812	-0.42743	-19.4666
11	18+	162.32	0.000246	0.412486	-0.41224	-19.8789
12	19+	162.77	0.002772	0.423433	-0.42066	-20.2995
13	20+	162.87	0.000614	0.404133	-0.40352	-20.703
14	21+	163.13	0.001596	0.384338	-0.38274	-21.0858
18	22+	163.51	0.002329	0.387223	-0.38489	-21.4707
19	23+	163.43	-0.00049	0.379949	-0.38044	-21.8511
20	24+	162.9	-0.00324	0.403693	-0.40694	-22.2581
21	25+	162.84	-0.00037	0.429069	-0.42944	-22.6875
24	26+	163.39	0.003378	0.427024	-0.42365	-23.1111
25	27+	163.7	0.001897	0.504022	-0.50213	-23.6133
26	28+	163.59	-0.00067	0.503894	-0.50457	-24.1178
27	29+	163.08	-0.00312	0.511857	-0.51497	-24.6328
28	30+	162.95	-0.0008	0.661491	-0.66229	-25.2951
متوسط العائد المتراكم						-12.9168
الانحراف المعياري لـ AR						0.063

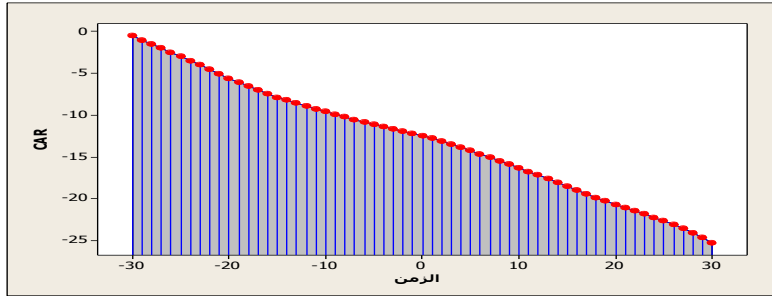
شكل رقم (5)
العوائد غير الاعتيادية للشركة المستهدفة- ALCON خلال مدة الإعلان
(-30 يوم، يوم الاعلان، +30 يوم)



شكل رقم (6)

-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

العوائد غير الاعتيادية المتركمة (CAR) للشركة المستهدفة ALCON خلال مدة الإعلان
(-30 يوم، يوم الاعلان، +30 يوم)



كما أشارت نتائج تحليل سلوك أسعار سهم الشركة المستحوذ (Novartis) وللمدة (-30 يوماً) أخذها بالاتجاه النازل، وعلى اثر ذلك فإن المساهمين حققوا بعض المكاسب الرأسمالية ليضعة أيام تراوحت بين (1%) كحد أدنى و (2%) كحد أعلى فيما حققت خسائر رأسمالية في معظم الأيام وتراوحت بين (1%) كحد أدنى و (2.7%) كحد أعلى، ولارتفاع العائد المتوقع عن العائد الفعلي فإن المساهمين لم يحققوا أي عوائد غير اعتيادية موجبة تذكر، وإنما تم تحقيق عوائد غير اعتيادية سالبة، والسبب في ذلك يعود الى إن انتشار نياً استحواذ Novartis على Alcon يحمل في طياته نتائج سلبية على ثروة المساهمين، وهناك تخوف من قبل مساهمي الشركة المستحوذ على حصص أرباحهم في المستقبل فيما لو تم دخول منافسين جدد الأمر الذي أدى إلى تخفيض سعر السهم في السوق، فضلاً عن إن معلومات الاستحواذ متاحة لجميع المشتركين، ولا توجد فرصة لتفرد مشترك معين بامتلاك المعلومات وتحقيق ارباح مضاربة. فيما أظهرت نتائج التحليل إلى ارتفاع سعر السهم يوم الإعلان إلى \$58.99 محققاً مكاسب رأسمالية قدرها (0.05) ولارتفاع العائد المتوقع عن العائد الفعلي فإن سهم الشركة حقق عائداً غير عادياً سالباً بلغ (-0.129). أما المدة التي أعقبت الإعلان عن الاستحواذ فإن أسعار الأسهم أخذت بالانخفاض التدريجي إلى إن وصل سعر السهم إلى \$55.92 في اليوم الثلاثين بعد الاستحواذ، مما أدى إلى تحقيق مكاسب وخسائر رأسمالية خلال تلك المدة والتي تراوحت بين (-2%، 2%)، وعلى الرغم من تحقيق بعض العوائد الفعلية، إلا إنها كانت أقل من العائد المتوقع، والذي نجم عنه تحقيق عوائد غير اعتيادية سالبة. مع ارتفاع تقلبات تلك العوائد لمدة ما قبل الإعلان عن الاستحواذ والذي بلغ (0.219) ومن ثم انخفاضه لما بعد الإعلان عن الاستحواذ والذي بلغ (0.05). فضلاً عن تحقيق عائداً غير اعتيادياً متراكماً سالب (كما مبين في الجدول 9)، وهذا يعني ضمناً توقعات غير جيدة بشأن أداء سهم الشركة. وهذا لا يدعم فرضية البحث.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

جدول (9)

سلوك أسعار الأسهم اليومية وعواندها الفعلية وغير الاعتيادية لشركة Novartis - الشركة المستحوذة (-30)

يوم، ويوم الإعلان، و+30 يوم)

Date	عدد أيام ما قبل وبعد الاعلان	سعر السهم \$ PN	العائد الفعلي %	العائد المتوقع ER %	العائد غير الاعتيادي AR %	العائد المتراكم CAR %
NOV-10-2	30-	58.28	0.013213	0.7076	-0.6944	-0.6944
3	29-	58.52	0.004118	0.7737	-0.76954	-1.46394
4	28-	59.05	0.009057	0.753	-0.74395	-2.20788
5	27-	58.63	-0.00711	0.7057	-0.71281	-2.9207
8	26-	57.98	-0.01109	0.7175	-0.72855	-3.64925
9	25-	56.92	-0.01828	0.7101	-0.72841	-4.37766
10	24-	56.8	-0.00211	0.7564	-0.75853	-5.13619
11	23-	56.44	-0.00634	0.7619	-0.76827	-5.90446
12	22-	55.64	-0.01417	0.7659	-0.7801	-6.68456
15	21-	56.35	0.012761	0.722	-0.70922	-7.39377
16	20-	55.74	-0.01083	0.715	-0.72584	-8.11961
17	19-	55.69	-0.0009	0.6697	-0.67062	-8.79022
18	18-	56.79	0.019752	0.6733	-0.65359	-9.44381
19	17-	56.64	-0.00264	0.6126	-0.61522	-10.059
22	16-	56.59	-0.00088	0.6614	-0.66227	-10.7213
23	15-	55.03	-0.02757	0.6642	-0.69176	-11.4131
24	14-	55.08	0.000909	0.5581	-0.55716	-11.9702
26	13-	54.87	-0.00381	0.5613	-0.56513	-12.5354
29	12-	54.58	-0.00529	0.65	-0.65531	-13.1907
30	11-	53.41	-0.02144	0.6283	-0.64976	-13.8404
1-Dec	10-	54.11	0.013106	0.5838	-0.57071	-14.4111
2	9-	54.61	0.00924	0.5642	-0.55498	-14.9661
3	8-	54.75	0.002564	0.5576	-0.55504	-15.5212
6	7-	54.5	-0.00457	0.4717	-0.47622	-15.9974
7	6-	54.57	0.001284	0.154	-0.15269	-16.1501
8	5-	54.64	0.001283	0.1619	-0.16061	-16.3107
9	4-	54.83	0.003477	0.1635	-0.16006	-16.4707
10	3-	54.73	-0.00182	0.1596	-0.16146	-16.6322
13	2-	55.12	0.007126	0.1724	-0.16531	-16.7975
14	1-	55.83	0.012881	0.1734	-0.16055	-16.9581



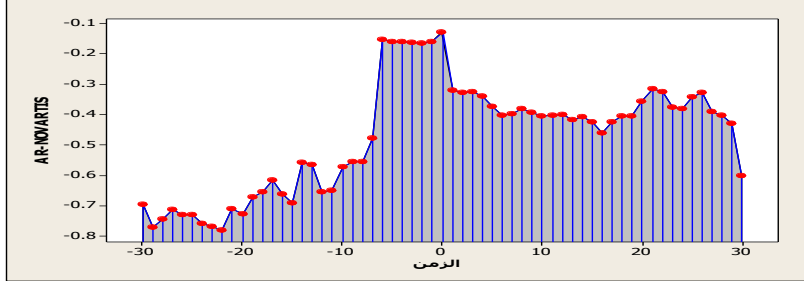
-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

15-12-2010 / يوم الإعلان	0	58.99	0.0566	0.1858	-0.12922	-17.0873
الانحراف المعياري ل AR					0.2191	
16	1+	58.86	-0.0022	0.3184	-0.3206	-17.4079
17	2+	58.74	-0.00204	0.3246	-0.32662	-17.7345
20	3+	58.77	0.000511	0.3243	-0.32379	-18.0583
21	4+	58.9	0.002212	0.3419	-0.33965	-18.3979
22	5+	59.17	0.004584	0.3767	-0.37213	-18.7701
23	6+	58.82	-0.00592	0.3959	-0.40177	-19.1718
27	7+	58.61	-0.00357	0.3937	-0.39728	-19.5691
28	8+	59.12	0.008702	0.3891	-0.3804	-19.9495
29	9+	59.15	0.000507	0.3942	-0.39365	-20.3432
30	10+	58.94	-0.00355	0.4005	-0.4041	-20.7473
31	11+	58.95	0.00017	0.4031	-0.40295	-21.1502
3/1/2011	12+	59.24	0.004919	0.4054	-0.40045	-21.5507
4	13+	58.4	-0.01418	0.4019	-0.41605	-21.9667
5	14+	57.73	-0.01147	0.3952	-0.40665	-22.3734
6	15+	58.04	0.00537	0.4301	-0.42477	-22.7981
7	16+	57.05	-0.01706	0.4444	-0.4615	-23.2596
10	17+	56.8	-0.00438	0.4196	-0.42401	-23.6837
11	18+	57	0.003521	0.4072	-0.40363	-24.0873
12	19+	57.69	0.012105	0.4173	-0.40524	-24.4925
13	20+	57.03	-0.01144	0.3458	-0.35727	-24.8498
14	21+	56.82	-0.00368	0.3123	-0.31597	-25.1658
18	22+	57.47	0.01144	0.3355	-0.32408	-25.4898
19	23+	57.07	-0.00696	0.3677	-0.37462	-25.8645
20	24+	56.25	-0.01437	0.3657	-0.38012	-26.2446
21	25+	56.42	0.003022	0.3443	-0.34128	-26.5859
24	26+	57.5	0.019142	0.3453	-0.32619	-26.912
25	27+	57.8	0.005217	0.3956	-0.39037	-27.3024
26	28+	57.94	0.002422	0.4054	-0.40295	-27.7054
27	29+	56.28	-0.02865	0.3995	-0.42813	-28.1335
28	30+	55.92	-0.0064	0.5938	-0.60018	-28.7337
متوسط العائد المتراكم						-16.661
الانحراف المعياري ل AR.					0.0554	

-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

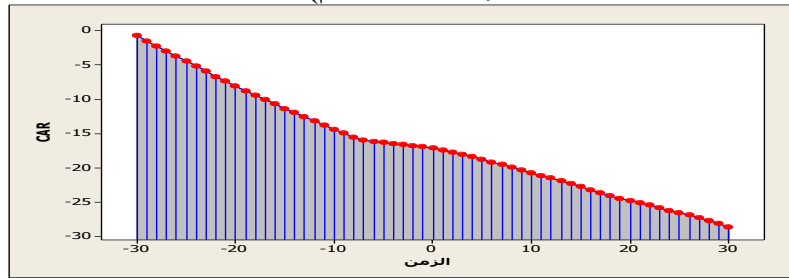
شكل رقم (7)

العوائد غير الاعتيادية للشركة المستحوذة- Novartis خلال مدة الإعلان(-30 يوم، يوم الإعلان، +30 يوم)



شكل رقم (8)

العوائد غير الاعتيادية المتركمة (CAR) للشركة المستحوذة- Novartis خلال مدة الإعلان(-30 يوم، يوم الإعلان، +30 يوم)



3- مناقشة نتائج تحليل مؤشرات الاداء التشغيلي والمالي للشركة المستهدفة بعد الاستحواذ. تشير نتائج التحليل وكما في 31/12/2010*، إلى إن الشركة المستهدفة تحقق أعلى المؤشرات التشغيلية والمالية مقارنة بالشركة المستحوذة وكما تم توضحه في الجدول (10)، كما إن ربحية السهم الواحد (EBS) للشركة المستهدفة تبلغ (7.49 دولار) في حين بلغت في شركة المستحوذة (4.28) دولار وذلك بسبب انخفاض عدد أسهم الشركة المستهدفة مقارنة بالشركة المستحوذة (على الرغم من ارتفاع صافي الدخل المتحقق للشركة المستحوذة مقارنة بالشركة المستهدفة)، وبسبب عملية الاستحواذ فإن التقارير المالية ستكون موحدة، أي تجميع البيانات المالية التشغيلية في تقرير واحد (وهذه نتيجة حتمية لعملية الاستحواذ)، وتشير نتائج التحليل للتقارير المالية الموحدة وكما في (2010/12/31) إلى انخفاض هامش الدخل التشغيلي للشركتين إذ بلغ (21.6%)، لأن الارتفاع في الدخل التشغيلي كان أقل من الارتفاع في صافي المبيعات الناجم من استحواذ Alcon وانخفاض ربحية السهم الواحد لكل من مساهمي الشركة المستحوذة والمستهدفة والتي بلغت (\$ 3.91)، والذي نجم عن انخفاض صافي الدخل مقابل الارتفاع في عدد المساهمين (Alcon,2011:29).

* تشير التقارير المالية لشركة Novartis إلى اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS-International Reporting Financial Standards) الصادر عن مجلس المعايير المحاسبية الدولية (IASB-International Accounting Standards Board)



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

وبالاعتماد على التقارير المالية للشركة المستحوذة وللصليين الأول والثاني لعام 2011 والموضحة في المرفق (1) فإن نتائج التحليل تشير إلى ارتفاع صافي مبيعاتها مقارنة بنفس الفترة من عام (2010)، بسبب استحواذ (Alcon) وارتفاع مبيعاتها مقارنة بعام 2010 في الوقت نفسه إذ شكلت صافي مبيعات Alcon ما نسبته (13.7%) و (17.6%) من صافي مبيعات Novartis وعلى التوالي. وبلغت نسبة مساهمة Alcon في زيادة الدخل التشغيلي وللصلي الأول والثاني من عام 2011 ما نسبته (6%) و (11%) على التوالي. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن الاستحواذ وكما تشير نتائج التحليل إلى ارتفاع هامش الدخل التشغيلي للشركة المستهدفة في ال ف1 وانخفاضه للفصل ال 2، ونمو المبيعات في الأسواق الناشئة (البرازيل، روسيا، الهند، والصين)، فيما عكست نتائج الاستحواذ تأثيراً سلبياً للمؤشرات التشغيلية والمالية وربحية السهم الواحد للشركة المستحوذة، إذ أظهرت نتائج التحليل انخفاض المؤشرات للفصل 1 و2 من عام 2011 عما كانت عليه في عام 2010 وخلال نفس المدة، والسبب في ذلك يعود، إلى إن الاستحواذ من المشاريع الاستثمارية والتي تحتاج إلى تمويل ومن ثم قد يعرض الشركة المستحوذة إلى الافتراض الخارجي واستخدام رأس المال العامل لتمويل الاستحواذ والذي سيزيد من الرافعة المالية ويخفض من السيولة، فضلاً عن إن هكذا استثمارات تحتاج إلى وقت طويل لتؤتي أكلها بوصفها استثمارات طويلة الأجل وان نتائج تحسين الربحية، وكفاءة التشغيل، والسيولة، والنمو لا يمكن إن تظهر إلا بعد استرداد رأس المال الذي استثمر في ذلك المشروع ومن ثم تحقيق العوائد، وكما أشارت إليه التقارير المالية لشركة Novartis، إن الشركة تروم تحقيق أربعة أهداف مالية من استحواذ Alcon وهي: توظيف الموالم المتاحة في فرص نمو مستقبلية، وتحسين التدفقات النقدية للعائد على الاستثمار لقس Alcon توفير في التكاليف وتخفيف وطأة تخفيض

جدول (10)

نتائج تحليل المؤشرات التشغيلية والمالية لشركة Novartis بعد الاستحواذ (المبالغ بالمليون دولار)

المؤشرات التشغيلية والمالية	Alc.		Nov.	
	ف1/2011	ف2/2011	ف1/2011	ف2/2011
الإيرادات	12356	2628	1931	15123
مجمد الربح	9035	1469	949	10296
المصاريف التشغيلية	8845	N.A	N.A	11801
الدخل التشغيلي	3511	371	207	3322
الملاءة المالية: المطلوبات/ الموجودات	0.423	0.467	0.480	0.480
السيولة	2.053	0.9015	0.903	0.903
كفاءة التشغيل: دوران الموجودات	0.128	0.120	0.111	0.111
EBIT/ مج الموجودات	0.086	0.026	0.026	0.026
نسبة الموجودات الثابتة / مج الموجودات	0.626	0.788	0.771	0.771
الربحية: العائد التشغيلي	0.284	0.219	0.239	0.239
العائد على حق الملكية ROE	0.053	0.040	0.024	0.024
ربحية السهم الواحد EBS	1.28	1.11	1.12	1.12

وبمقارنة نتائج التحليل لحالة الاندماج مع نتائج التحليل لحالة الاستحواذ للشركات المستهدفة، يظهر إن أسعار الشركة المستهدفة في حالة الاندماج تأخذ بالارتفاع خلال فترة الإعلان، وبالرغم من ذلك، فإن



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

المشتركون لم يتمكنوا من تحقيق عوائد غير اعتيادية موجبة قبل وأثناء الإعلان عن الاندماج، إذ كشفت النتائج عن عوائد غير اعتيادية سالبة وبعض الأحيان صفرية، الأمر الذي أدى الى ارتفاع العائد المتراكم السالب، كما إن الشركة المستهدفة في حالة الاندماج مقارنة بحالة الاستحواذ- حققت أعلى عائد متراكم سالب والذي بلغ كمتوسط (-56.02)، مع ارتفاع تقلبات العائد غير الاعتيادي للشركة المستهدفة، وترتفع تلك التقلبات بعد الإعلان عن الاندماج. بسبب التوقعات المتشائمة لما ستكون عليه ارباح المساهمين وعوائدهم الرأسمالية نتيجة السيطرة من قبل واحدة من اكبر الشركات في الصناعة الدوائية. وعند مقارنة نتائج التحليل لحالة الاندماج مع نتائج التحليل لحالة الاستحواذ للشركات المستحوذة، يتبين إن أسعار الشركة الدامجة تأخذ بالارتفاع القليل قبل الإعلان عن الاندماج، ومن ثم تنخفض الأسعار بعد الإعلان، على عكس ما حدث لأسعار الشركة المستحوذة والتي أخذت بالانخفاض التدريجي قبل الإعلان ومن ثم أخذت أسعار الأسهم تتجه صعوداً بعد الإعلان، بالمقابل وفي كلا الحالتين فإن الشركات سجلت عوائد غير اعتيادية متراكمة سالبة، لكن الشركة المستحوذة سجلت أعلى عائداً غير اعتيادياً متراكماً سالباً من الشركة الدامجة والذي بلغ (-16.66)، وبالمقابل فإن تقلبات العائد غير الاعتيادي كانت الأكبر في الشركة المستحوذة من الشركة الدامجة لمدة ما قبل الإعلان عن الاندماج.

وانخفاض تلك التقلبات بعد الإعلان عنه، وهذا ناجم من إن السوق لم يعكس بالكامل معلومات الاستحواذ كما إن الانعكاس كان بطيئاً. وهذا ربما يفسر بان الحادثتين غير مواتية للشركة ناهيك عن الظروف الاقتصادية العامة وأزمة المديونية التي واجهتها الأسواق المالية وبالتحديد الأسواق الأمريكية في ذلك الوقت. فضلاً عن ذلك فإن الاندماج والاستحواذ انعكس سلباً على الاداء المالي للشركة الدامجة والمستحوذة إذ انخفضت مؤشرات التشغيل

والملاءة المالية والربحية في شركة الدمج كما انخفضت مؤشرات الربحية ومنها حصة المساهم من الأرباح المتحققة مع انخفاض السيولة لكن كان هناك ارتفاع في الإيرادات والملاءة المالية نتيجة زيادة امتلاك حصة كبيرة في الشركة المستهدفة. وهذا يشير الى إن الاندماج والاستحواذ تعد قرارات استثمارية طويلة الأمد، مما يعني إمكانية حصاد نتائج ايجابية ملموسة لا يتبين أثرها إلا في الأجل القصير وان كان هناك انعكاس فوري على أرباح السهم الواحد.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

المحور الرابع/ الاستنتاجات

لا يرتبط الاندماج والاستحواذ بحالات الإفلاس او العسر المالي- حتى وان كانت هناك أزمة مالية- إذ انه يعد احد خيارات النمو الخارجي، لكن الأزمة المالية ممكن إن تخلق فرصاً لعمليات الاندماج والاستحواذ نتيجة عدم التأكد العالي بشأن ما ستكون عليه أسعار الأسهم في المستقبل الذي كان سائداً في تلك المدة، مما يستعدي إن يكون هناك تحرك سريع واندفاع قوي حتى لا تفقد الفرصة التي ستزيد من قيمة الشركة، فضلاً عن اعتماده لغرض تكامل الموارد الإنتاجية والمالية و البشرية لامتلاك الشركة الجديدة قوة احتكارية ربما يمكنها من زيادة أسعار المنتج وزيادة الأرباح، وتتمكن الشركة السيطرة على اكبر قدر من الشركات المنافسة ومن ثم السيطرة على السعر. بسبب تأثر أسعار مؤشر (S&P) بالأزمة المالية العالمية وبشكل سلبي، أدى الى إن يكون هناك تباين عالٍ مابين أسعار السوق وأسعار أسهم الشركة الدامجة او المستحوذة والتي نجم عنها ارتفاع معامل بيتا السهم ومن ثم ارتفاع العائد المتوقع عن العائد الفعلي. بسبب اختلاف الاندماج عن الاستحواذ من حيث ملكية الأسهم، فإن المحاسبة المالية لإصدار الأسهم ستكون مختلفة، إذ تفرض الحالة الأولى وبسبب ضم الشركة المندمجة (المستهدفة) و انتقال حقوقها والتزاماتها إلى الشركة الدامجة، هذا يعني أن تكون ملكية الأسهم مشتركة بين الشركة الدامجة والمندمجة، أي إن التداولات في الأسواق المالية سيكون لسهم الشركة الدامجة فقط، على أساس أنها أصبحت شركة الدمج (الشركة الموحدة). أما في الحالة الثانية وهي حالة الاستحواذ فيسبب شراء الشركة المستحوذة لملكية أسهم الشركة المستهدفة، او نسبة منها، فهذا يعني ان التعاملات في سوق الأسهم تكون لأسهم الشركة الدامجة (المستحوذة) واسهم الشركة المستهدفة على أساس ان الأخيرة لم تنته الشخصية الاعتبارية لها.

انعكست الأزمة المالية التي منبت بها الأسواق الامريكية في نهاية عام 2007 واستمرارها في عام 2008 وتقلبات مؤشر السوق المالية S&P في ذلك الوقت في عوائد الأسهم المتوقعة ومن ثم في العوائد غير الاعتيادية للأسهم، إذ تمكن المشتركين في الشركة المستهدفة Wyeth من تحقيق عوائد غير اعتيادية موجبة، مما يشير إلى عدم الانعكاس الكامل والسريع للمعلومة في السعر.

لا يمكن للمساهمين في شركة الدمج أو في الشركة المستحوذة من تحقيق أي عوائد غير اعتيادية موجبة خلال مدة الإعلان عن الاندماج او الاستحواذ، وان كان هناك ارتفاع في العائد غير الاعتيادي قبل الإعلان عن الاندماج، لكنه يعاود وينخفض بعد الإعلان مباشرة، وهذا يعكس أيضاً تقلبات الأسعار في السوق ومنها مؤشر السوق S&P بفعل الأزمة المالية في ذلك الوقت والتي قد تكون أدت إلى الانعكاس غير الكامل والسريع للمعلومات. تختلف الشركة المستهدفة والمستحوذة في تعرضها لتقلبات العائد غير الاعتيادي في حالة الاندماج عنها في حالة الاستحواذ، إذ تتعرض الشركة المستهدفة في حالة الاندماج الى تقلبات في العائد غير الاعتيادي اكبر من تلك التي تحققها الشركة المستهدفة في حالة الاستحواذ. وترتفع تلك التقلبات بعد مدة الإعلان عن الاندماج. فيما تتعرض الشركة المستحوذة في حالة الاستحواذ إلى تقلبات في العائد غير الاعتيادي اكبر من تلك التي تتعرض له الشركة الدامجة، وترتفع تلك التقلبات قبل الإعلان عن الاستحواذ. يؤدي الاندماج إلى تخفيض ربحية السهم الواحد في الشركة (المندمجة) وارتفاعه في الشركة الدامجة لما كانت عليه قبل الاندماج، ويظهر ذلك في السنة الأولى بعد الاندماج.

يؤدي الاستحواذ الى تخفيض ربحية السهم لكل من الشركة المستحوذة والشركة المستهدفة وهي في حالة الـ (Combined) مقارنة بما كانت عليه قبل الاستحواذ.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

قائمة المصادر

المصادر العربية

أولاً: الكتب:

- 1 العامري، ا.د. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان – الأردن. 2010.
2. العلي، د. اسعد حميد ، الإدارة المالية ، الوراق للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2010.
- 3.جاسم، فاروق إبراهيم، "الموجز في الشركات التجارية"، المكتبة القانونية، بغداد، ط1، 2007.
- 4.ويستون، فرد، وبرجام، يوجين، التمويل الإداري – تعريب بيبة ، د. عبد الرحمن دعالة والنعمانى، عبد الفتاح السيد، دار المريخ للنشر، ج2 ، 2009.
- ثانياً: الرسائل والاطاريح الجامعية
- 5.الحسناوي، ميثم ربيع هادي، اختبار كفاءة السوق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة بغداد - كلية الإدارة والاقتصاد ، 1997.
- 6.الزبيدي ، شذى عبد الحسين جبر ، العلاقة بين هيكل رأس المال ومقسوم الأرباح وأثرهما في لا تماثل المعلومات ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة بغداد -كلية الإدارة والاقتصاد ، 2009.

المصادر الأجنبية

المنشورات والتقارير

7. Alcon.Financial Report, 2005-2010,www.alcon.com.
8. Novartis.Financial Report, 2005-2010,www. Novartis.com.
- 9..Pfizer. Financial Report, 2004-2010,www. Pfizer.com.
10. Wyeth.Financial Report, 2004-2008,www.google-finance.com.



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

الدوريات

11. Boglarsky, Cheryl A., Fife Steps to Successful Mergers and Acquisition, the Magazine of World at Work, human Synergistic International, February, 2005.
12. Gersdorff, Nick Von, and Bacon, Frank, U.S Mergers and Acquisition: Atest of Market Efficiency, Journal of Finance and Accountary, _____, _____.
13. MARC, The Good and The BAD AND The Ugly: Aguid to M&A in distressed times, Cass Business School, M&A Research Center, June, 2009
14. Mullins, Gany E., Mergers and Acquisition: Boor or Bane. L.E.K Consulting Executive Insight, Using Shareholders Value, Issue 2,
15. Sirower, Mark I. and O'Byrne , Stephen F., The Measurement of Post Acquisition Performance Toward A value – Based Benchmarking Methodology, Journal of Applied Corporate Finance.1994.

الكتب

16. Brigham Eugene f. Financial Management –Theory and Practice, Thomson Learning, 2002
- 17.Gup,BentonE.,Principles of financial management, John Wiley,Inc,1983
18. Jones, Charles P .,Investment Analysis and Management, .,Jon Wiley and Sons, Inc, 7th ed 2000.
- 19.Rao, Ramesh K.S, Financial Management,: Concepts & Application ,Singapore :Macmillan Publishing Co. 2nd,ed.,1996
20. Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph and Jordan, Bradford D., Fundamental of Corporate Finance, McGraw-Hill, 2008
- 21.Ross, Stephen A., Westerfield ,Randolph and Jordan ,Bradford D. Corporate Finance , McGraw-Hill,2002
- 22.Ross, Stephen A.,Westerfield , Randolph and Jordan ,Bradford D. ,Fundamental of Corporate Finance , McGraw-Hill , Fifth ed.,2000.
23. Samuels, S.M., Wilkes, F.M.,Brayshaw, R.E. , Management of Company Finance,., Chapman and Hill, Fifth ed.,1994
24. Sharp, William F., Alexander, Gordon J. ,Investment , N.J,PrenticHill,Inc.4th ,ed.1990



-دراسة تطبيقية لكبرى الشركات العالمية لصناعة الأدوية -

25. Smart, Scott B., Megginson, William L., Gitman, Lawrence J., Corporate Finance, Thomson. South- Western, 2004.
26. Watson, Denzel and Head, Antony, Corporate Finance , McGraw-Hill, 1994
27. Weston, J. Fred & Brigham, Eugene F., Managerial Finance, 7 ed.

مصادر شبكة المعلومات الدولية

28. السحيباني، صالح، وموسى ، عبد العظيم، الاندماج والاستحواذ – الاضطراب المالي العالمي والفرص الجديدة، شركة الراجحي للخدمات المالية، ديسمبر 2008.
29. طلبية، محمد، الاندماجات والاستحواذات الى اين تتجه، 2009، www.google.com
30. Proverbs, Pamal, Mergers and Acquisition pharmaceutical Industry, 2005
31. www.swissinfo-2006.