

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



**ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS**

**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
Κατεύθυνση Χρηματοοικονομικής
Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών**

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ
ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΗΠΑ**

Διαμαντώνη Ελένη

Εργασία υποβληθείσα στο
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Νοέμβριος 2017

Εγκρίνουμε την εργασία της

Διαμαντώνη Ελένης

Λελεδάκης Γεώργιος

Χαλαμανδάρης Γεώργιος

Τσεκρέκος Ανδριανός

10 Νοεμβρίου 2017

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο.

Διαμαντώνη Ελένη

Πίνακας Περιεχομένων

Πρόλογος.....	5
Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή.....	7
Κεφάλαιο 2 : Βιβλιογραφική Επισκόπηση	11
2.1. Οικονομικό Περιβάλλον και Αιτίες Ενοποίησης του Κλάδου.....	11
2.2. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Φαρμακευτικό κλάδο.....	17
2.3. Ευρήματα Εμπειρικών Μελετών.....	25
Κεφάλαιο 3 : Μεθοδολογία.....	31
Κεφάλαιο 4: Δεδομένα.....	39
Κεφάλαιο 5 : Συμπεράσματα	45
Επίλογος.....	51
Βιβλιογραφία.....	53
Παράρτημα.....	57
1.1. «Δείγμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών».....	57
1.2 «Εξεταζόμενες Εταιρείες»	60
1.3 «Αποτελέσματα Παλινδρόμησης»	62

Πρόλογος

Στην παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζεται η αντίδραση της τιμής που λαμβάνει κάθε μετοχή σε περιπτώσεις συγχώνευσης ή εξαγοράς για κάθε ένα από τα εμπλεκόμενα μέρη. Η έρευνα έχει βασιστεί σε εταιρείες οι οποίες ανήκουν στον φαρμακευτικό κλάδο, ο οποίος τις τελευταίες δύο δεκαετίες έχει απασχολήσει έντονα λόγω της εξίσου έντονης δραστηριοποίησής του σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Μετά από μια πληθώρα περιπτώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στον φαρμακευτικό κλάδο, μπορούν να καταγραφούν κάποιες από τις κυριότερες αιτίες για τις οποίες συντρέχουν οι λόγοι για να προχωρήσει μια εταιρεία σε συγχώνευση ή εξαγορά μιας άλλης εταιρείας. Επιπρόσθετα, μέσα από τις περιπτώσεις που ήδη έχουν πραγματοποιηθεί μπορούν να καταγραφούν τα σχετικά κίνητρα τα οποία κατέχουν τα εμπλεκόμενα μέρη σε μία συγχώνευση ή εξαγορά. Επιπρόσθετα, η βιβλιογραφία και γενικότερα η αρθρογραφία έχει καταγράψει τόσο τις αιτίες και τα κίνητρα που ωθούν τις εταιρείες προς τις συγκεκριμένες ενέργειες, όσο και τις συνέπειες που φέρουν αυτές – θετικές ή αρνητικές – που έχει ή μπορεί να επιφέρει ο σημαντικός αριθμός εξαγορών και συγχωνεύσεων στον φαρμακευτικό κλάδο τις τελευταίες δεκαετίες. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί πως το θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο διαφέρει από χώρα σε χώρα με αποτέλεσμα οι εν λόγω αιτίες και κίνητρα ενδέχεται να έχουν επηρεαστεί από άλλους εσωτερικούς παράγοντες. Παρ' όλα αυτά υπάρχει ένα κοινό πλαίσιο το οποίο ωθεί τον φαρμακευτικό κλάδο προς ενοποίηση.

Σε κεφάλαιο “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Φαρμακευτικό κλάδο” γίνεται μια ανασκόπηση σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στον φαρμακευτικό κλάδο. Στη συγκεκριμένη ενότητα έχουν επιλεγθεί οι σημαντικότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές που σηματοδότησαν τόσο την οικονομία όσο και τον φαρμακευτικό κλάδο καθώς και οι μεγαλύτερες με βασικό κριτήριο το ύψος της συναλλαγής που πραγματοποιήθηκε κατά την διαδικασία εξαγοράς ή συγχώνευσης.

Η πρακτική εφαρμογή της παρούσας διπλωματικής εργασίας γίνεται με την παρουσίαση της μεθοδολογίας που εφαρμόζεται σε σχετιζόμενα γεγονότα τα οποία είναι γνωστά στην βιβλιογραφία ως event studies. Όσον αφορά ο δείγμα της έρευνας που χρησιμοποιήθηκε, αντλήθηκε από συγχωνεύσεις και εξαγορές οι οποίες έλαβαν μέρος στον φαρμακευτικό κλάδο στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής κατά το διάστημα 1997 έως 2017. Η βάση δεδομένων που χρησιμοποιήθηκε για την αναζήτηση των παραπάνω εταιρειών είναι η

Thomson Reuters Eikon της εταιρείας Thomson Reuters. Η έρευνα που εφαρμόστηκε αφορά στην εύρεση της στατιστικής σημαντικότητας των μη κανονικών αποδόσεων που εντοπίζονται ανά διαφορετικά χρονικά διαστήματα γύρω στην ημερομηνία ανακοίνωσης συγχώνευσης ή εξαγοράς. Για την πραγματοποίηση της συγκεκριμένης ανάλυσης χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα που αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων Datastream της εταιρείας Thomson Reuters.

Στο κεφάλαιο “Δεδομένα” η διπλωματική εργασία επιδιώκει την ανάλυση των δεδομένων και καταλήγει σε ανάλογα συμπεράσματα των εμπειρικών μελετών και ερευνών που έχουν ήδη διενεργηθεί. Τα συμπεράσματα προκύπτουν με την χρήση των event study statistics.

Στην συνέχεια ακολουθήθηκε ανάλυση παλινδρόμησης για τον εντοπισμό των παραγόντων εκείνων που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις οι οποίες λαμβάνουν χώρα στον φαρμακευτικό κλάδο μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την οικονομική κατάσταση που έχει μια χώρα. Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση επηρέασε προφανώς το σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα, αλλά η επιρροή δεν σταμάτησε σε αυτόν. Αποτελεί γεγονός πως υπήρξε μια αρνητική επίδραση στους χρηματοοικονομικούς τομείς και ιδιαίτερα στον σπουδαιότερο χρηματοοικονομικό διαμεσολαβητή ο οποίος είναι ο τραπεζικός κλάδος καθώς είναι το σπουδαιότερο κανάλι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Ως εκ τούτου γίνεται σαφές πως επηρεάζεται ταυτόχρονα και η υπόλοιπη οικονομία με άμεση επίπτωση την πτώση της οικονομικής ευστάθειας. Ο φαρμακευτικός κλάδος συνεπώς, επηρεασμένος από τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν αμύνεται με μια σειρά από κινήσεις, με την προσπάθεια για ενοποίηση του κλάδου να είναι μια από αυτές. Για τον λόγο αυτό οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις έχουν μελετηθεί εις βάθος σε διάφορους κλάδους και χώρες. Συνεπώς, έγινε προσπάθεια στην παρούσα εργασία να γίνει μια επιλογή ορισμένων αντιπροσωπευτικών άρθρων, χωρίς αυτό να σημαίνει πως αποτελούν το σύνολο αυτών αλλά ταυτόχρονα διασφαλίζεται πως παρουσιάστηκαν τα βασικά συμπεράσματα όλων των μελετών. Σημειώνεται ότι η θεωρητική αρθρογραφία και η πρακτική έρευνα ταυτοχρόνως έχει δείξει ότι οι συνέπειες από μία συγχώνευση ή μια εξαγορά όσον αφορά τις επιδράσεις που αυτές επιφέρουν στον ανταγωνισμό παραδείγματος χάριν μπορεί ενδεχομένως να διαφέρουν ανά περίπτωση.

Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής είναι η εύρεση της αντίδρασης στις τιμές των μετοχών των εταιρειών που εμπλέκονται σε συγχώνευση ή εξαγορά. Ο τομέας έρευνας της διπλωματικής εργασίας προσανατολίζεται στις εταιρείες που εντάσσονται στον φαρμακευτικό κλάδο. Από τα αποτελέσματα της μελέτης διαπιστώνεται πως οι εταιρείες που αγοράζονται ή συγχωνεύονται από άλλη εταιρεία πετυχαίνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, ενώ οι εταιρείες που αναλαμβάνουν τον ρόλο να συγχωνεύσουν ή εξαγοράσουν άλλες εταιρείες πετυχαίνουν σχεδόν μηδενικές και στατιστικά μη σημαντικές έκτακτες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας δεν διαφέρουν από τα αποτελέσματα των ερευνών της διεθνούς βιβλιογραφίας. Οι εμπειρικές μελέτες που έχουν ασχοληθεί με τις έκτακτες αποδόσεις σε ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών κάνουν λόγο για στατιστικά σημαντικές και θετικές υπεραποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες.

Τα τελευταία χρόνια ο φαρμακευτικός κλάδος συζητείται όχι μόνο από την επιστημονική κοινότητα η οποία παρακολουθεί με μεγάλη αγωνία όλα τα επιτεύγματα γύρω από την ιατρική και την φαρμακολογία, αλλά αυτό που κάνει τον φαρμακευτικό κλάδο ευρέως να συζητείται αποτελεί η έντονη δραστηριότητα που αναλαμβάνει σε συγχωνεύσεις και εξαγορές των εταιρειών του. Ενδεικτικά, το 2015, η εταιρεία AbbVie, ενίσχυσε σε μεγάλο βαθμό το χαρτοφυλάκιό της με φάρμακα που έχουν στόχο την αντιμετώπιση του καρκίνου και με φάρμακα που έχουν στόχο την θεραπεία των ασθενειών του ανοσοποιητικού συστήματος, μέσω συμφωνίας για εξαγορά έναντι 21 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Επίσης, η εταιρεία του φαρμακευτικού κλάδου Valeant έγινε γνωστή με την εξαγορά της Salix Pharmaceuticals, μια εταιρία που η ειδικότητά της ήταν το γαστρεντερικό σύστημα, έναντι 10 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Μόλις πρόσφατα, το 2016, παρακολουθήσαμε την εταιρεία Shire να εξαγοράζει για το τεράστιο ποσό των 32 δισεκατομμυρίων δολαρίων την εταιρεία Baxalta, η οποία επικεντρώνει τις λειτουργίες της σε αιμορραγικές διαταραχές.

Αυτή η μεγάλη τάση σε συγχωνεύσεις και εξαγορές στον φαρμακευτικό κλάδο δεν φαίνεται να επιβραδύνεται. Έτσι και αλλιώς, οι φαρμακευτικές εταιρείες είναι αναγκασμένες να κάνουν ό, τι είναι απαραίτητο για να καλύψουν τις ανάγκες των επενδυτών τους οι οποίες συνεχώς αυξάνονται. Μετά το πέρας της διάρκειας που πιστοποιείται μία ευρεσιτεχνία και το υψηλό κόστος της έρευνας και ανάπτυξης που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες του κλάδου, η εξαγορά ή η συγχώνευση μίας εταιρείας ενδέχεται τις περισσότερες φορές να είναι η καλύτερη ή η μόνη επιλογή για να επιφέρει επαρκή έσοδα τα οποία θα υπερκαλύψουν τα εν

λόγω έξοδα. Αυτό που συμβαίνει στις μεγάλες φαρμακοβιομηχανίες είναι το γεγονός ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές καθοδηγούνται σε μεγάλο βαθμό από τη διαθεσιμότητα ελκυστικών στόχων, δηλαδή αρκετοί επενδυτές διαθέτουν σημαντικά ποσά χρημάτων και παράλληλα σε ορισμένες περιπτώσεις έχουν την προσωπική ανάγκη για την εύρεση νέων θεραπειών. Γίνεται σαφές ότι οι μεγάλες εταιρείες που χάνουν τα έσοδα από φάρμακα εκτός ευρεσιτεχνίας (off-patent) κινητοποιούνται άμεσα προς την εξαγορά εταιρειών οι οποίες έχουν την δυνατότητα αυτή. Με αυτόν τον τρόπο θα αυξάνουν τα έσοδά τους εκμεταλλευόμενες τις νέες ευρεσιτεχνίες που περνούν στην διάθεσή τους. Η μόνη δυσκολία βρίσκεται στην οικονομική δυνατότητα να προβούν σε μια εξαγορά.

Πέραν βέβαια της οικονομικής δυνατότητας που θα πρέπει να υπάρχει, η εξαγορά ή η συγχώνευση μια εταιρείας θα πρέπει να συνοδεύεται επίσης από την απαραίτητη προετοιμασία και την στρατηγική έρευνα που θα διεξαχθεί πριν από κάθε κίνηση εξαγοράς ή συγχώνευσης. Ο καθορισμός δηλαδή σαφών κατευθυντήριων γραμμών για την εξαγορά ή την συγχώνευση κάποιας εταιρείας είναι ιδιαίτερα σημαντικός έτσι ώστε να είναι επιτυχημένη και επικερδής.

Παρατηρείται τον τελευταίο καιρό, ακόμη και στον κλάδο της φαρμακοβιομηχανίας, εξαγορές μικρών, αλλά ταυτόχρονα τεχνολογικά ανεπτυγμένων εταιρειών όπως η Bend Research από την Capsugel, ή την εξαγορά της Agere Pharma από την Patheon, καθώς και η απόκτηση της Pharmatek & Micron Technologies από την Catalent. Αυτή η τάση τείνει να δείξει ότι σε κάθε μικρή επιχείρηση της φαρμακοβιομηχανίας, το στοιχείο της ύπαρξης μιας ανεπτυγμένης τεχνολογίας, βοηθά στην απόκτηση μακροπρόθεσμης συνεργασίας με μεγαλύτερες εταιρείες στον συγκεκριμένο κλάδο.

Το σίγουρο είναι ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές εταιρειών θα συνεχιστούν και το 2018 και οι οποίες φαίνεται πως θα μεταμορφώσουν και θα αναδιαρθρώσουν τον κλάδο της φαρμακοβιομηχανίας.

Στα επόμενα κεφάλαια ακολουθεί μια ολοκληρωμένη μελέτη των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον φαρμακευτικό κλάδο των ΗΠΑ. Πιο συγκεκριμένα, στο δεύτερο κεφάλαιο που ακολουθεί γίνεται η βιβλιογραφική επισκόπηση. Σε αυτό το κεφάλαιο αναφέρεται το οικονομικό περιβάλλον και οι αιτίες ενοποίησης του κλάδου καθώς και οι σημαντικότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές του φαρμακευτικού κλάδου που έχουν πραγματοποιηθεί. Στο τέλος του δεύτερου κεφαλαίου γίνεται αναφορά στις εμπειρικές μελέτες της βιβλιογραφίας.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στην παρούσα έρευνα και στο τέταρτο κεφάλαιο αποτυπώνονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της μεθοδολογίας. Στο πέμπτο κεφάλαιο βρίσκονται τα συμπεράσματα της μελέτης που ακολουθήθηκε και τέλος ο επίλογος με την αναφορά για την περαιτέρω έρευνα που μπορεί να ακολουθήσει στο μέλλον.

Κεφάλαιο 2 : Βιβλιογραφική Επισκόπηση

2.1. Οικονομικό Περιβάλλον και Αιτίες Ενοποίησης του Κλάδου

Η φαρμακευτική βιομηχανία έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές στις πρόσφατες δεκαετίες. Κατά τις πιο πρόσφατες έρευνες, αίτιες αποτελούν, μεταξύ άλλων, ο έντονος ανταγωνισμός λόγω των γενόσημων φαρμάκων, η επέκταση της ισχύος των φαρμακευτικών μονάδων, το αυξανόμενο κόστος της ανάπτυξης φαρμάκων και οι κίνδυνοι της προβολής του κλάδου δημιουργούν ένα τεταμένο κλίμα στην οικονομία των φαρμάκων. Η αντίδραση πολλών επιχειρήσεων είναι να συνενούνται με άλλες είτε για να μειώσουν το κόστος είτε για να δημιουργήσουν νέα πηγή εσόδων. Ως αποτέλεσμα, ο αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη φαρμακευτική βιομηχανία έχει φτάσει το ανώτερο επίπεδο όλων των εποχών. Η συνολική αξία που πέτυχαν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές του κλάδου έφτασε στο υψηλότερο σημείο το 2015 και η ετήσια αξία διαπραγμάτευσης ήταν τουλάχιστον διπλάσια από την τιμή διαπραγμάτευσης σε σχέση με την προηγούμενη δεκαετία. Η αυξανόμενη δραστηριότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον φαρμακευτικό κλάδο έχει προκαλέσει ένα αντίστοιχο επίπεδο ανησυχίας σχετικά με τις επιπτώσεις που θα προκύψουν στην προβλεπόμενη ενοποίηση του κλάδου. Ενώ οι συγχωνεύσεις έχουν υπό αντικειμενικά κριτήρια διερευνηθεί από τις ενδεχόμενες βλάβες έως και τον ανταγωνισμό που θα προκαλέσουν, οι ερευνητές αλλά και οι εποπτικοί οργανισμοί θέτουν λιγότερο κλασικές ανησυχίες και διερευνούν τις ενδεχόμενες βλάβες έως και την καινοτομία. Αυτές οι ανησυχίες βασίζονται στο γεγονός ότι η συγχώνευση ανταγωνιστών μέσα σε μία επιχείρηση, θα μειώσει τα κίνητρα για την ανάπτυξη νέων προϊόντων στο μέλλον. Αυτές οι ανησυχίες εκφράστηκαν στη ακαδημαϊκή κοινότητα κατά την οποία υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της φαρμακευτικής ενοποίησης και των καινοτόμων δραστηριοτήτων στο πλαίσιο της νεοσυσταθείσας επιχείρησης.

Επιπρόσθετα θα πρέπει να τονιστεί ότι η παγκόσμια φαρμακευτική βιομηχανία έχει φτάσει τα τελευταία χρόνια σε ένα σημείο το οποίο απαιτεί μια συλλογική αντιμετώπιση των προβλημάτων που ανακύπτουν στον κλάδο καθώς και μια κοινή πορεία ως προς τις λύσεις που θα διαμορφώσουν το νέο περιβάλλον. Το επαναλαμβανόμενο, λοιπόν, χαρακτηριστικό, δηλαδή των προβλημάτων του κλάδου στην παγκόσμια φαρμακευτική βιομηχανία αφορούν κυρίως τις πιέσεις για την παρασκευή φαρμάκων, την έρευνα και την ανάπτυξη τα οποία έχουν αυξηθεί λόγω του ανταγωνιστικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Ως αποτέλεσμα, η φαρμακευτική βιομηχανία σε παγκόσμιο επίπεδο έχει φτάσει σε σημείο κορεσμού.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν πλέον αναπόσπαστο κομμάτι στην μελέτη του κλάδου των φαρμακευτικών εταιρειών. Ο λόγος είναι ότι μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών προσπαθούν συνεχώς για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και την προσθήκη νέων αγορών, καινοτόμων φαρμάκων και νέων τεχνολογιών. Το 2015, πραγματοποιήθηκαν 236 συμφωνίες παγκοσμίως, με αξία άνω των 403 δις δολαρίων, υψηλότερη αξία έως τότε για την συγκεκριμένη βιομηχανία. Παρόλο που το 2016 σημειώθηκε μείωση, η δραστηριότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων εξακολουθεί να είναι σημαντική. Η ετήσια αξία διαπραγμάτευσης είναι με τα νεότερα στοιχεία διπλάσια της μέσης ετήσιας αξίας συναλλαγής κατά τη δεκαετία πριν από το 2014. Επιπλέον, πολλοί σχολιαστές προβλέπουν ότι τα επόμενα χρόνια θα υπάρξει έκρηξη των φαρμακευτικών συγχωνεύσεων.

Η βιομηχανία κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών έχει αλλάξει δραματικά, με έναν από τους κύριους λόγους να είναι η προσπάθεια για την ενοποίηση των εταιρειών του φαρμακευτικού κλάδου. Οι αλλαγές αυτές έχουν ως αποτέλεσμα την μείωση των εσόδων των φαρμακευτικών εταιρειών αυξάνοντας παράλληλα το κόστος τους. Πολλές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σοβαρές οικονομικές δυσχέρειες και πολλές έχουν ανταποκριθεί είτε με περεταίρω μείωση του λειτουργικού τους κόστους είτε με την εύρεση νέων πηγών εσόδων. Πολλές επιχειρήσεις συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν ως αμυντική στρατηγική για την αντιστάθμιση ζημιών σε μερίδια αγοράς και για να επιτύχουν την απαραίτητη εξοικονόμηση κόστους όπως εξηγεί ο Grabowski (2011). Τα στοιχεία δείχνουν ότι η τάση για ενοποίηση στον κλάδο έχει επιτρέψει σε πολλές συγχωνευόμενες επιχειρήσεις να εξορθολογήσουν και να εξαλείψουν οποιαδήποτε επιρροή που θα είχαν λόγω των ταχέως μεταβαλλόμενων βιομηχανικών συνθηκών. Άλλες επιχειρήσεις σύμφωνα με τους Gugler και Yurtoglu (2008) προσδοκούν μέσω της συγχώνευσης να αυξήσουν τα έσοδα ενισχύοντας την ποικιλομορφία των προϊόντων τους, εισάγοντας νέες θεραπευτικές αγωγές ή αποκτώντας καινοτόμες τεχνολογίες. Πράγματι, οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι οι φαρμακευτικές εταιρείες οι οποίες δεν έχουν ανανεώσει για χρόνια τα προϊόντα τους είναι πιθανότερο να συγχωνευθούν προκειμένου να αυξήσουν τα έσοδά τους όπως δείχνουν τα αποτελέσματα των Danzon, Epstein και Nicholson (2003), οι οποίοι εξέτασαν τους λόγους για τους οποίους μια φαρμακευτική εταιρεία οδηγείται στην συγχώνευση ή εξαγορά.

Βέβαια αρκετοί αναλυτές πιστεύουν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν είναι σε θέση να δημιουργήσουν την επιθυμητή αξία για τον συγχωνευμένο οργανισμό, καθώς θεωρούνται ως πηγή διακοπής για τα τρέχοντα προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης. Ωστόσο, τα συνολικά

οφέλη της στρατηγικής συγχώνευσης και εξαγοράς υπερισχύουν των διαταραχών σε όλα τα σημεία. Σύμφωνα με τους αναλυτές, οι συγχωνεύσεις είναι κρίσιμες για τα μακροπρόθεσμα οφέλη της φαρμακευτικής βιομηχανίας και για τη βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη επιβίωση τους.

Πράγματι, οι περισσότερες φαρμακευτικές εταιρείες που έμειναν στην κορυφή των 20 μεταξύ 1995 και 2005 έχουν συμμετάσχει σε μεγάλες συγχωνεύσεις. Οι αναλυτές ταξινομούν τις "μεγάλες συγχωνεύσεις" ως αξία διαπραγμάτευσης και μέγεθος που ξεπερνά τα 10 δισεκατομμύρια δολάρια. Ο πραγματικός αντίκτυπος των μεγαλύτερων συγχωνεύσεων μπορεί να αναλυθεί από τα έτη 1995-2011, όπου όλα τα μεγέθη συναλλαγών άνω των 10 δισεκατομμυρίων δολαρίων μπορούν να θεωρηθούν ως οι δυνάμεις που διαμορφώνουν τη φαρμακευτική βιομηχανία.

Σύμφωνα με τους υπολογισμούς των αναλυτών, οι μεγάλες συγχωνεύσεις ενισχύουν τη συνολική αξία των μετόχων και συμβάλλουν συνολικά στο μεγάλο μερίδιο εσόδων σε ποσοστό σχεδόν 40% στα υφιστάμενα χαρτοφυλάκια προϊόντων, και σε σχεδόν 20% στο νέο χαρτοφυλάκιο προϊόντων. Μετά τη συγχώνευση των εταιρειών, σημειώνεται αύξηση του οικονομικού κέρδους της συγχωνευθείσας εταιρείας. Έχει παρατηρηθεί ότι το οικονομικό κέρδος της συγχωνευθείσας εταιρείας συνεχίζει να αυξάνεται με σταθερό ρυθμό που κυμαίνεται σχεδόν στο 50% δύο χρόνια μετά την συγχώνευση.

Οι περισσότερες από τις συμφωνίες συγχώνευσης στη φάση της περιόδου 1995-2005 αποσκοπούσαν στην εδραίωση και τον προσανατολισμό της ανάπτυξης. Οι συμφωνίες εξυγίανσης επικεντρώθηκαν πάντοτε στο κέρδος μακροπρόθεσμα για την απορροφώσα εταιρεία λόγω αλληλεπικαλύψεων με την αποκτώμενη εταιρεία. Οι προσανατολισμένες προς την ανάπτυξη προσφορές επικεντρώθηκαν σε νεότερες αγορές και δημιούργησαν νεότερες εταιρίες κυρίως επειδή έχουν επενδύσει και έχουν υποστεί πιέσεις από τη δημιουργία μιας «νέας» στρατηγικής.

Ορισμένα σημαντικά παραδείγματα συμφωνιών συγχώνευσης και εξαγοράς με γνώμονα την εξυγίανση ήταν η εξαγορά της Warner-Lambert από την Pfizer, η οποία ανακοινώθηκε το 1999. Όλες οι συγχωνεύσεις δεν ήταν αναγκαστικά κερδοφόρες για μεγάλες εταιρείες όπως η Pfizer. Αυτό είναι εμφανές στη συγχώνευση της Pfizer Wyeth. Το χαρτοφυλάκιο της Wyeth συνέβαλε στην αύξηση των εσόδων στην αγορά και οι εκκινήσεις νέων προϊόντων για την

αντιστάθμιση της λήξης των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας δεν θα μπορούσαν να αποδώσουν την πολυαναμενόμενη αύξηση των εσόδων.

Μερικές συγχωνεύσεις δημιουργούν μια νέα εταιρεία, ενώ άλλες συνεπάγονται τη μετάβαση σε νέες αγορές (παραδείγματος χάριν, η συμφωνία Sanofi και Genzyme) ή οι γεωγραφικές περιοχές.

Ένα άλλο παράδειγμα μιας επικερδούς συγχώνευσης είναι η εξαγορά της Genentech από τη Roche. Η Genentech, παρέμεινε μια αυτόνομη μονάδα με ετήσιο ρυθμό αύξησης 4% ακόμη και μετά την πλήρη εξαγορά. Η Genentech πριν από την απόκτηση της από τη Roche εστίαζε σημαντικά στην έρευνα και ανάπτυξη και διατήρησε έναν πλούσιο αγωγό φάσης III κλινικής δοκιμής.

Σύμφωνα με πρόσφατη ανάλυση της Joanna Shepherd (2017), οι λόγοι που οδηγούν φαρμακευτικές εταιρείες προς συγχώνευση ή εξαγορά βασίζονται στον υψηλό ανταγωνισμό των εταιρειών που παράγουν και εμπορεύονται τα γενόσημα, στην αυξανόμενη δύναμη των προμηθευτών φαρμάκων και στα υψηλά κόστη αλλά και τους κινδύνους που υφίστανται στην παραγωγή φαρμάκων. Πιο αναλυτικά, η βιομηχανία φαρμάκων επαναπροσδιορίστηκε μετά από τον Νόμο των Hatch-Waxman το 1984, οι οποίοι ανέπτυξαν την διαδικασία μέσω της οποίας θα ξεκινούσε η χρήση των γενοσήμων, υποκατάστατα των φαρμάκων. Η πράξη αυτή ενθάρρυνε τις εταιρείες να παράγουν και να πωλούν φθηνότερα τα φάρμακα τους. Ειδικότερα τα φάρμακα γενικής χρήσης ενισχύθηκαν περαιτέρω από το ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει την υποκατάσταση μέσω γενοσήμων και σε πολλές περιπτώσεις οι φαρμακοποιοί υποκαθιστούν αυτόματα ένα γενόσημο ισοδύναμο φάρμακο όταν ένας ασθενής παρουσιάζει συνταγή για φάρμακο συγκεκριμένης ετικέτας. Αυτές οι ρυθμιστικές αλλαγές επέτρεψαν στα γενόσημα να καταλάβουν σημαντικό μερίδιο αγοράς από εταιρείες μάρκας. Ενώ τα γενόσημα αποτελούσαν μόνο το 19% όλων των φαρμάκων που χορηγήθηκαν πριν από το 1984, έως το 2012 η καταγραφή έδειξε πως το ποσοστό εκτοξεύτηκε στο 78 % για χορήγηση γενοσήμων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Αυτή η ταχεία διάβρωση του μεριδίου αγοράς έχει ως αποτέλεσμα για πολλές φαρμακευτικές εταιρείες να αντιμετωπίζουν σημαντικές μειώσεις των εσόδων τους, ειδικά στο χρονικό σημείο κατά το οποίο λήγει το δίπλωμα ευρεσιτεχνίας που κατέχουν λήξει και τα γενόσημα πάρουν την θέση τους στην αγορά. Πρόσφατη μελέτη του Γραφείου προϋπολογισμού του Κογκρέσου των ΗΠΑ, όπως επισημαίνει η Shepherd (2017), διαπίστωσε ότι κατά την πρώτη δεκαετία μετά τον νόμο Hatch-Waxman, τα συνολικά καθαρά έσοδα προερχόμενα από φάρμακα μειώθηκαν κατά 12% λόγω της εισόδου των

γενόσημων και μεταξύ το 2012 και 2018, εκτιμάται ότι οι φαρμακευτικές εταιρείες θα χάσουν σχεδόν 150 δισεκατομμύρια δολάρια εξαιτίας της εισόδου των γενόσημων μετά την εκπνοή των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας τους.

Επιπρόσθετα, οι φαρμακοποιοί και άλλοι προμηθευτές φαρμάκων έχουν μειώσει σε μεγάλο βαθμό την πώληση φαρμάκων με επιτυχία, απαιτώντας στις συνταγογραφήσεις την αντικατάσταση αυτών με γενόσημα όταν φυσικά αυτό είναι κλινικά και ιατρικά αποδεκτό. Επειδή η δράση των φαρμακείων έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τις πωλήσεις ενός φαρμάκου, οι προμηθευτές είναι σε θέση να διαπραγματευτούν για σημαντικές εκπτώσεις που θα λάβουν από τις φαρμακοβιομηχανίες. Με τις παραπάνω δράσεις τα έσοδα που αποφέρει η κατανάλωση φαρμάκων έχουν συρρικνωθεί. Οι αλλαγές στον φαρμακευτικό κλάδο δεν περιορίζονται μόνο ως προς την κατεύθυνση των καταναλωτών στην χρήση γενόσημων, αλλά και στην επιρροή της τιμολογιακής πολιτικής που ακολουθείται από τις εταιρείες. Τη δεκαετία του 1970 ο μεγαλύτερος αριθμός των συνταγογραφήσεων πραγματοποιούνταν από τους ίδιους τους γιατρούς, παραγγέλνονταν από τους φαρμακοποιούς και πληρώνονταν από τον τελικό καταναλωτή ο οποίος είχε την ελάχιστη επιρροή ως προς την επιλογή του φαρμάκου και προφανώς της τιμής που πλήρωνε. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι παρασκευαστές φαρμάκων να έχουν τον μεγαλύτερο έλεγχο στην τιμή. Αντιθέτως σήμερα, η διαδικασία με την οποία συνταγογραφούνται τα φάρμακα είναι αυτή στην οποία το σύνολο προμηθευτών φαρμάκων, συμπεριλαμβανομένων των φαρμακοποιών, διαπραγματεύονται μειωμένες τιμές μόνο των συνταγογραφούμενων φαρμάκων.

Τέλος, οι φαρμακευτικές εταιρείες έχουν επίσης σημειώσει σημαντικές αυξήσεις σχετικά με το κόστος της έρευνας και ανάπτυξης νέων φαρμάκων και τους ενδεχόμενους κινδύνους αποτυχίας των ερευνών τους σχετικά με τα νέα προϊόντα. Με το πέρασμα των ετών και λόγω της ραγδαίας ανάπτυξης της επιστήμης έχουν διαμορφωθεί αυστηρότερες απαιτήσεις σχετικά με την κατασκευή φαρμάκων, σε συνδυασμό με την περιπλοκότητα της επιστήμης που αφορά τα εξειδικευμένα φάρμακα, έχουν αυξησει σημαντικά το κόστος της ανάπτυξης φαρμάκων και της έγκρισής τους

Το οικονομικό περιβάλλον την τελευταία δεκαετία πήρε άλλη μορφή όσον αφορά την φαρμακευτική βιομηχανία. Ως αντίδραση των αλλαγών αυτών πολλές επιχειρήσεις προχώρησαν σε συνένωση με κύριο στόχο την μείωση του κόστους και την δημιουργία νέων πηγών εσόδων. Καθώς οι φαρμακευτικές συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν εντατικοποιηθεί, προκύπτει ταυτόχρονα η ανησυχία για τις επιπτώσεις της ενοποίησης του κλάδου. Οι

επιπτώσεις αυτές επικεντρώνονται κυρίως στην έλλειψη ανταγωνισμού που θα προκύψει, με τους ερευνητές και τους οργανισμούς να επικεντρώνονται στην απουσία της καινοτομίας στις νέες συγχωνευόμενες επιχειρήσεις.

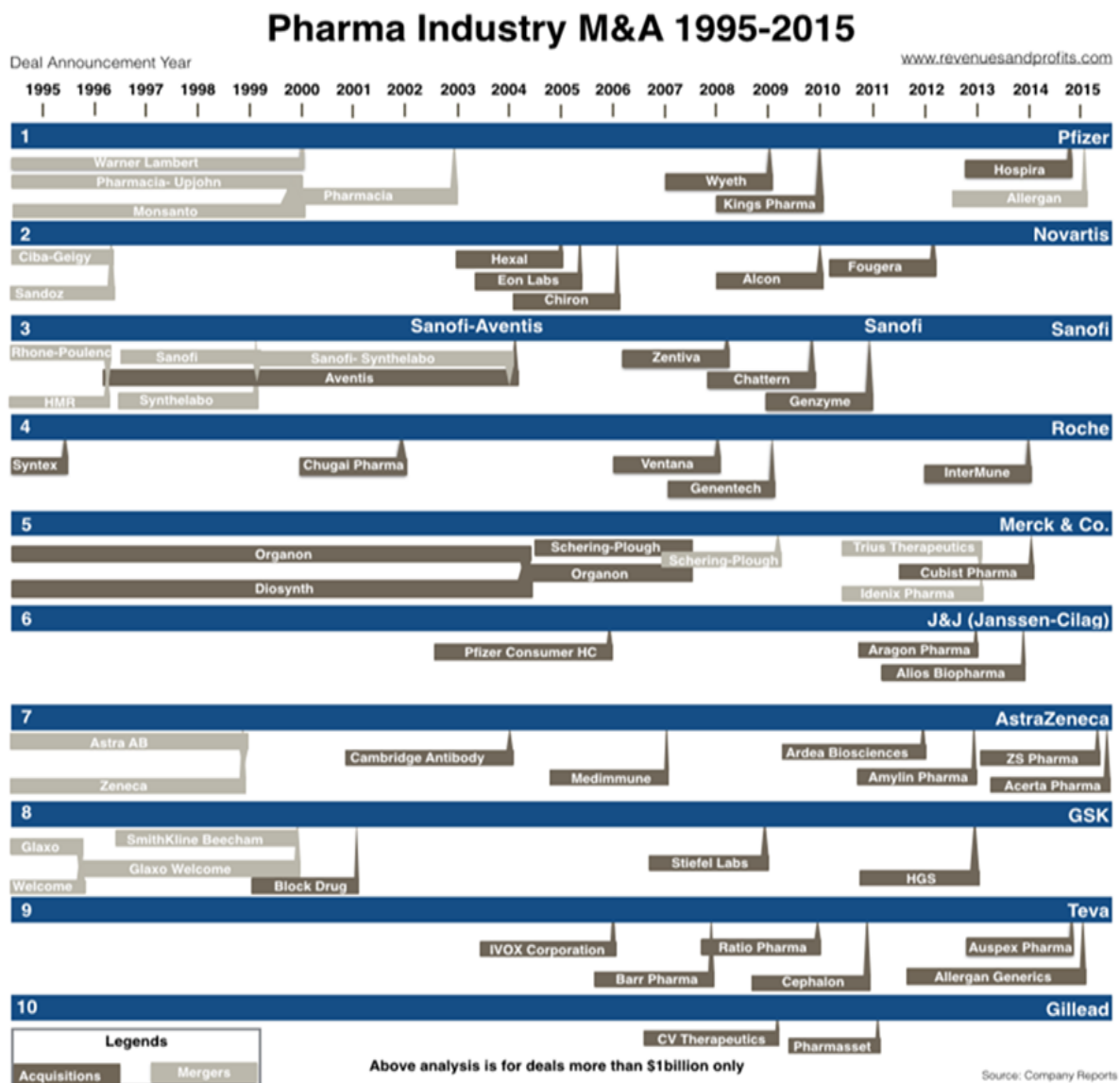
2.2. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Φαρμακευτικό κλάδο

Οι τελευταίες δύο δεκαετίες έχουν σηματοδοτηθεί για την έντονη συγχώνευση στον φαρμακευτικό κλάδο. Στην συγκεκριμένη ενότητα θα γίνει μια σύντομη αναφορά για την πορεία που διαμόρφωσε την σημερινή σύγχρονη εικόνα του κλάδου. Επίσης αναφορά θα γίνει στις σημαντικότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν τις τελευταίες δύο δεκαετίες με έμφαση σε αυτές των τελευταίων ετών οι οποίες επιβεβαιώνουν τόσο την έντονη δραστηριοποίηση στον τομέα όσο και την αλλαγή του πολιτικο-οικονομικού σκηνικού που αυτές επιφέρουν.

Ειδικά για το έτος 2015, μεγάλος αριθμός από τις κορυφαίες φαρμακευτικές εταιρείες πραγματοποίησαν τις υψηλότερες σε αριθμό συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες ειδικά για τους πρώτους 10 μήνες ανήλθαν στο ποσό των 367,6 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Από αυτήν την έντονη δραστηριοποίηση προκύπτει πως τα φαρμακευτικά προϊόντα ήταν η μεγαλύτερη πηγή εσόδων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και συγκεκριμένα συγκέντρωσαν συναλλαγές αξίας 271,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Η ορολογία «Big Pharma» δεν είναι άγνωστη για τους εμπλεκόμενους της φαρμακευτικής αγοράς και της οικονομίας. Με τον όρο αυτό περιγράφονται οι συσσωρευμένες εταιρείες του κλάδου. Αποτελεί γεγονός πως τις τελευταίες δεκαετίες από τον αριθμό των 60 εταιρειών, έχουν παραμείνει 10 συγχωνευμένες εταιρείες. Το πλεονέκτημα που επέφερε η συγκεκριμένη ενοποίηση στις «Big Pharma» είναι η μεγαλύτερη δύναμη που απέκτησαν τα μέλη της ώστε να καταφέρουν να επηρεάσουν το ρυθμιστικό πλαίσιο που τις διέπει και παράλληλα τη μείωση του ανταγωνισμού.

Το παρακάτω διάγραμμα περιγράφει την μετάβαση από τις 60 στις 10 φαρμακευτές εταιρείες :



Η εταιρεία Pfizer αποτέλεσε την πρώτη εταιρεία όσον αφορά τα έσοδα που απέκτησε κατά την δραστηριοποίησή της σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Το 2000 εξαγόρασε την Warner-Lambert έναντι 111,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων, με απώτερο σκοπό τον έλεγχο της ατορβαστατίνης η οποία διατίθεται στο εμπόριο με την εμπορική ονομασία Lipitor και εντάσσεται στην κατηγορία φαρμάκων που είναι γνωστή ως στατίνες, οι οποίες χρησιμοποιούνται κυρίως ως παράγοντας μείωσης των λιπιδίων και για την πρόληψη συμβάντων που σχετίζονται με καρδιαγγειακές διαταραχές. Το έτος 2002, η Pfizer συμφώνησε στην εξαγορά της εταιρείας Pharmacia με μετοχές αξίας 60 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η εξαγορά αυτή πραγματοποιήθηκε και αυτή για την απόκτηση των πλήρη

δικαιωμάτων σε ένα προϊόν, αυτή τη φορά το Celebrex. Η ίδια η Pharmacia είχε προγενέστερα σχηματιστεί ύστερα από σειρά συγχωνεύσεων, μεταξύ των οποίων ήταν οι εταιρείες Upjohn, η Searle και η Monsanto. Στις αρχές του έτους 2009, ο αμερικανικός φαρμακευτικός γίγαντας Pfizer συμφώνησε για εξαγορά της εταιρείας Wyeth έναντι 68 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η πιο πρόσφατη κίνηση για εξαγορά για την εταιρεία Pfizer ήταν κατά το έτος του 2015 και αφορούσε την εξαγορά της εταιρείας Hospira έναντι 17 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η Pfizer συμφώνησε να αγοράσει την Hospira, η οποία επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των φαρμάκων της και θα προσθέσει το χαρτοφυλάκιο της Hospira για θεραπείες και βιολογικά φάρμακα. Η συμφωνία αναμένεται να εξοικονομήσει περίπου 800 εκατομμύρια δολάρια ετησίως σε εξοικονόμηση κόστους έως το 2018. Η Pfizer πέτυχε έσοδα ύψους 49 δισεκατομμυρίων δολαρίων κατά το 2015 και σήμερα παρέχει περισσότερες από 78.000 θέσεις εργασίας στον τομέα των φαρμάκων. Το ίδιο έτος κατά τον μήνα Νοεμβρίου, οι φαρμακευτικές εταιρείες Pfizer και Allergan ανακοίνωσαν την συγχώνευσή τους για ποσό περίπου 160 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Το 1996 οι εταιρείες Ciba-Geigy και Sandoz Laboratories συγχωνευτήκαν, και από την συγχώνευση αυτή δημιουργήθηκε ο κολοσσός των φαρμακευτικών εταιρειών η εταιρεία Novartis. Η εταιρεία Ciba-Geigy η οποία δημιουργήθηκε με τη συγχώνευση των εταιρειών J.R. Geigy Ltd και CIBA. Το 2006, η Novartis συμφώνησε να αποκτήσει τον πλήρη έλεγχο της εταιρείας Chiron Corp. με αντάλλαγμα το ποσό των 5,1 δισεκατομμύρια δολαρίων. Το 2010, η Novartis πλήρωσε 39,3 δισεκατομμύρια δολάρια για να αποκτήσει πλήρη δικαιώματα πάνω στην εταιρεία Alcon, η οποία αποτελεί την μεγαλύτερη εταιρεία περιποίησης ματιών στον κόσμο. Τέλος όσον αφορά την εταιρεία Novartis κατά το 2012 προχώρησε στην αγορά της εταιρείας Fougere Pharmaceuticals με 1,5 δισεκατομμύρια δολάρια σε μετρητά.

Η εταιρεία του φαρμακευτικού κλάδου η οποία και αυτή δημιουργήθηκε μετά από την συγχώνευση των εταιρειών Sanofi-Synthelabo και Aventis, είναι η εταιρεία Sanofi. Η Sanofi-Synthelabo ιδρύθηκε κατά το έτος 1999 μετά από την συγχώνευση των Sanofi και Synthelabo. Η Aventis επίσης ιδρύθηκε το έτος 1999 και δημιουργήθηκε μετά από την συγχώνευση της Rhône-Poulenc S.A. και της Hoechst Marion Roussel. Η ίδια η Hoechst Marion Roussel ιδρύθηκε μετά από την συγχώνευση των εταιρειών Hoechst AG, Cassella Roussel Uclaf και Marion Merrell Dow κατά το 1995. Η Sanofi-Aventis ιδρύθηκε το έτος 2004 όταν η Sanofi-Synthelabo εξαγόρασε την Aventis έναντι 65 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η Sanofi-Aventis κατά το έτος 2010 εξαγόρασε την εταιρεία Chatterton Inc. για 1,9

δισεκατομμύρια δολάρια. Η Sanofi- Aventis μετονομάστηκε στη γνωστή πλέον Sanofi μετά την εξαγορά της εταιρείας Genzyme για περίπου 20,1 δισεκατομμύρια δολάρια κατά το έτος 2011.

Η φαρμακευτική εταιρεία Roche ξεκίνησε τη δραστηριοποίηση της στον τομέα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών για να εδραιώσει τη θέση της στην αγορά φαρμάκων των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής μετά την ανακοίνωση της πρώτης εξαγοράς της εταιρείας Syntex Corporation το έτος 1994 έναντι 5,3 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η εταιρεία Roche προχώρησε σε συγχώνευση της Ιαπωνική θυγατρικής της με την επωνυμία Nippon Roche με την Chugai το 2002 σε μια συμφωνία αξίας περίπου 1,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων ώστε να λάβει το υψηλότερο δυνατό μερίδιο της ιαπωνικής εταιρείας. Στις αρχές του έτους 2008, η Roche εξαγόρασε επίσης την εταιρεία Medical Systems για 3,4 δισεκατομμύρια δολάρια. Σε μία από τις μεγάλες συμφωνίες που έγιναν το 2009, η Roche εξαγόρασε την Genentech έναντι του ποσού των 46,8 δισεκατομμυρίων.

Η Merck & Co. ιδρύθηκε το έτος 1668 και αποτελούσε μια οικογενειακή επιχείρηση στον κλάδο των φαρμάκων. Έπειτα από 330 χρόνια, κατά το έτος του 1993, η εταιρεία Merck εξαγόρασε την Medco Containment Services Inc. έναντι 6 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το 2009, η εταιρεία Merck προχώρησε σε συγχώνευση με τη Schering-Plough, σε μια συμφωνία ύψους 41,0 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η Schering-Plow εξαγόρασε την Organon από την εταιρεία Akzo Nobel έναντι 14,4 τρισεκατομμυρίων δολαρίων το 2007. Η εταιρεία Organon προερχόταν και εκείνη από συγχώνευση μεταξύ των Diosynth και Organon το 2004. Τέλος, το 2014, η εταιρεία Merck εξαγόρασε την Cubist Pharmaceuticals για 8,4 δισεκατομμύρια δολάρια, η οποία αποτελούσε το αποτέλεσμα της συγχώνευσης των εταιρειών Idenix Pharmaceuticals και Trius Therapeutics.

Η J & J αποτελεί μια εταιρεία με πολλαπλές δραστηριότητες στον φαρμακευτικό κλάδο. Τα τμήματα που διαχειρίζεται αφορούν τον καταναλωτικό τομέα των φαρμάκων, την υγειονομική περίθαλψη και την εμπορία ιατρικών συσκευών και φαρμακευτικών προϊόντων. Η εταιρεία J & J προέρχεται από την συγχώνευση των Janssen & Cilag.

Κατά το έτος 1999, οι εταιρείες Astra και Zeneca συγχωνεύθηκαν για να σχηματίσουν την εταιρεία AstraZeneca. Η πορεία όμως της εταιρείας δεν σταμάτησε εκεί και ακολούθησαν πρόσθετες εξαγορές. Η πρώτη εξαγορά που ανακοίνωσε η εταιρεία αφορούσε εκείνη με την εταιρεία Cambridge Antibody Technology κατά το έτος του 2004. Στην συνέχεια η εταιρεία

απέκτησε την MedImmune για περίπου 15,2 δισεκατομμύρια δολάρια το 2007. Επίσης, το 2012, η AstraZeneca εξαγόρασε την Ardea Biosciences για 1,3 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι εξαγορές συνεχίστηκαν με την απόκτηση της εταιρείας Amylin από την BMS για 4,3 δισεκατομμύρια δολάρια το 2013 και την εξαγορά της ZS Pharma για 2,7 δισεκατομμύρια δολάρια το 2015. Η πιο πρόσφατη κίνηση για εξαγορά που έχει πραγματοποιήσει η εταιρεία AstraZeneca είναι η εξαγορά του 55% πλειοψηφικού μεριδίου στην Acerta για 4 δισεκατομμύρια δολάρια το 2015.

Η GSK είναι το αποτέλεσμα σειράς συγχωνεύσεων μεταξύ των εταιρειών Glaxo, Wellcome και SmithKline Beecham. Οι Glaxo και Burroughs Wellcome συγχωνεύθηκαν κατά το έτος 1995 για να ιδρύσουν την εταιρεία Glaxo Wellcome. Η SmithKline Beecham είναι το αποτέλεσμα συγχωνεύσεων μεταξύ της SmithKline και της Beckman Inc. το 1982 και με την Beecham το 1989. Η Glaxo Wellcome και η SmithKline Beecham συγχωνεύθηκαν στις αρχές του 2000 για να σχηματίσουν την GSK ή αλλιώς GlaxoSmithKline. Η GSK απέκτησε το Block Drug το 2001 έναντι 1,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το 2009 η GSK απέκτησε την εταιρεία Stiefel Laboratories για 3,6 δισεκατομμύρια δολάρια. Επίσης το έτος 2013 η GSK προχώρησε σε εξαγορά της εταιρείας Human Genome Sciences για 3 δισεκατομμύρια δολάρια.

Η πορεία της ισραηλινής φαρμακευτικής εταιρείας Teva έχει χαρακτηριστεί από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που αυτή έχει πραγματοποιήσει. Η σημερινή εικόνα της εταιρείας Teva είναι το αποτέλεσμα συγχώνευσης των εταιρειών Assia, Zori και της Teva το 1976. Η Teva ολοκλήρωσε την πρώτη της εξαγορά με την απόκτηση της εταιρείας IVAX Corporation το 2006 έναντι 7,4 δισεκατομμύρια δολάρια. Η Teva επίσης απέκτησε την εταιρεία Barr Pharmaceuticals έναντι 7,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Σε συνέχεια των εξαγορών απέκτησε την Ratiopharm για 5 δισεκατομμύρια δολάρια το έτος 2010. Στην πορεία απέκτησε την Cephalon για 6,8 δισεκατομμύρια δολάρια το αμέσως επόμενο έτος. Μετά την απόκτηση της Ausprex Pharma για 3,5 δισεκατομμύρια δολάρια το 2015, η Teva ανακοίνωσε τη μεγαλύτερη συμφωνία που είχε πραγματοποιήσει έως τότε, συναλλαγή αξίας 40,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων για να αποκτήσει την ιδιοκτησία της πλήρους δραστηριότητας της Allergan. Η εταιρεία Teva αγόρασε τη μονάδα γενόσημων φαρμάκων της Allergan για ένα τεράστιο ποσό της τάξεως των 40,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων σε μετρητά και μετοχές. Η συμφωνία περιελάμβανε τον όρο ότι η Allergan έλαβε 33,75 δις δολάρια σε μετρητά και μετοχές της Teva αξίας 6,75 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Οι επενδυτές πίεζαν την Teva να ολοκληρώσει

τη συμφωνία, καθώς η απαξίωση των φαρμάκων σήμαινε ότι η επιχείρηση θα μπορούσε να αντιμετωπίσει σοβαρές απώλειες ύψους 4,2 δισεκατομμύρια δολάρια ετησίως. Η Teva ελπίζει ότι η συμφωνία με την Allergan θα δημιουργήσει ένα θεμέλιο για μακροπρόθεσμη βιώσιμη ανάπτυξη και θα βοηθήσει στην οικοδόμηση ενός ισχυρού χαρτοφυλακίου προϊόντων. Η Teva πέτυχε έσοδα ύψους περίπου 20 δισεκατομμύρια δολάρια το 2014 και απασχολεί σήμερα περισσότερα από 40.000 άτομα.

Για την εταιρεία Gilled Sciences η δραστηριότητα των εξαγορών είναι πολύ έντονη καθ'όλη την διάρκεια της πορείας της. Κατά το διάστημα από το 1999 έως σήμερα έχει πραγματοποιήσει περίπου 15 εξαγορές. Οι εν λόγω εξαγορές περιλαμβάνουν την απόκτηση της CV Therapeutics έναντι 1,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων το έτος 2009 και την εξαγορά της Pharmasset έναντι 10,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων το έτος 2011.

Από τις πιο πρόσφατες συμφωνίες στον φαρμακευτικό κλάδο αποτελεί η περίπτωση της Abbott-Alere. Στις αρχές του έτους 2016 η αμερικανική εταιρεία Abbott συμφώνησε για την αγορά της Alere έναντι 5,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων, ή εναλλακτικά έναντι 56 δολαρίων ανά μετοχή ώστε να καταστεί ο κύριος μέτοχος στην αγορά που περιλαμβάνει τις ιατρικές εξετάσεις και διαγνώσεις. Η εταιρεία Alere έχει ετήσιες πωλήσεις ύψους περίπου 2,5 δισεκατομμύρια δολάρια και ασχολείται με δοκιμές για λοιμώξεις όπως είναι η ελονοσία, ο ιός HIV, και η φυματίωση. Η Abbott δήλωσε ότι στα τέλη του 2015 οι πωλήσεις που αφορούσαν τις διαγνώσεις ανήλθαν σε 4,6 δισεκατομμύρια δολάρια, ποσό το οποίο θα ξεπερνούσε το όριο των 7 δισεκατομμυρίων δολαρίων μετά την κίνηση της εξαγοράς. Η Abbott έχει καταφέρει σήμερα να απασχολεί περισσότερους από 73.000 υπαλλήλους και τα έσοδά της να ξεπερνούν τα 20 δισεκατομμύρια δολάρια.

Επίσης στις αρχές του 2016 η εταιρεία Mylan συμφώνησε για την εξαγορά της σουηδικής εταιρείας παραγωγής φαρμάκων Meda έναντι 7,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η νέα εταιρεία σύμφωνα με τις οικονομικές μελέτες που έχουν γίνει αναμένεται να έχει πωλήσεις ύψους 11,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η συμφωνία αυτή ενισχύει, επίσης, τον κατάλογο των φαρμάκων με επώνυμα και γενόσημα φάρμακα της Mylan και της προσδίδει ένα πρόσθετο πλεονέκτημα στον τομέα των μη συνταγογραφούμενων φαρμάκων, που θα επιτύχουν πλέον πωλήσεις γύρω από 1 δισεκατομμύριο δολάρια ετησίως. Αξίζει επίσης να σημειωθεί πως η εταιρεία Mylan είχε επιδιώξει την εξαγορά της Meda και στο παρελθόν, κάνοντας δύο προσφορές που απορρίφθηκαν το 2014 και εκτιμήθηκαν στα 6,7 δισεκατομμύρια δολάρια. Η Mylan είναι μια εξειδικευμένη φαρμακευτική εταιρεία με παγκόσμια παρουσία η οποία

ανήκει στις Κάτω Χώρες με έδρα στο Ηνωμένο Βασίλειο. Αυτή τη στιγμή παρέχει περισσότερες από 30.000 θέσεις εργασίας στον τομέα των φαρμακευτικών προϊόντων.

Η αμερικανική εταιρεία βιοτεχνολογίας Celgene ιδρύθηκε το 1986 και σήμερα απασχολεί περισσότερους από 4.100 εργαζομένους. Το 2015 η εταιρεία σημείωσε αύξηση 21% σε ετήσια βάση στις πωλήσεις των προϊόντων φτάνοντας τα 9,2 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 2015, η Celgene εξαγόρασε την εταιρεία Recceptos για 7,2δισεκατομμύρια δολάρια και απέκτησε τα δικαιώματα για την αυτοάνοση θεραπεία για την ελκώδη κολίτιδα και τη σκλήρυνση κατά πλάκας. Οι οικονομικές μελέτες προβλέπουν πως το φάρμακο θα μπορούσε να φέρει σε κορυφαίες πωλήσεις στο ποσό των 6 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Η Endo International, με έδρα την Ιρλανδία και τις Η.Π.Α., είναι μια παγκόσμια φαρμακευτική εταιρεία που απασχολεί περισσότερους από 6.200 εργαζομένους. Κατά την διάρκεια του 2015 ολοκλήρωσε την εξαγορά της Par Pharmaceutical η οποία ανήλθε σε 8,1 δισεκατομμύρια δολάρια. Η εξαγορά αυτή εδραιώνει την Endo ως μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες και αξιολογες επιχειρήσεις παρασκευής φαρμάκων παγκοσμίως και θα βοηθήσει την εταιρεία να επιτύχει ισχυρή ανάπτυξη τα επόμενα χρόνια.

Στα μέσα του έτους 2015, η εταιρεία Alexion Pharmaceuticals με έδρα το Κοννέκτικατ ολοκλήρωσε με επιτυχία την εξαγορά της Synageva BioPharma έναντι 8,4 δισεκατομμύρια δολάρια. Η εξαγορά αυτή ενίσχυσε την ηγετική θέση της Alexion σε παγκόσμιο επίπεδο για καταστροφικές και σπάνιες ασθένειες και δημιούργησε ένα από τα ισχυρότερα χαρτοφυλάκια σπάνιων ασθενειών στον τομέα της βιοτεχνολογίας. Η Alexion ιδρύθηκε το 1992 και απασχολεί περισσότερους από 3.000 ανθρώπους που εξυπηρετούν 50 χώρες παγκοσμίως.

Η εταιρεία του φαρμακευτικού κλάδου Valeant με έδρα το Καναδά προχώρησε σε εξαγορά της εταιρείας Salix Pharmaceuticals για 15,8 δισεκατομμύρια δολάρια, προσθέτοντας με αυτόν τον τρόπο στο χαρτοφυλάκιό της τα γαστρεντερολογικά φάρμακα που μέχρι τότε δεν είχε. Δίνοντας μια μικρή εικόνα αναφορικά με το περίπλοκο παρασκήνιο που υπάρχει στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που περιγράφονται έως τώρα, αναφέρεται πως η συμφωνία των 158 δολαρίων ανά μετοχή ήρθε μετά από πληροφορίες ότι η Valeant ανταγωνίζονταν την Shire για την εξαγορά της Salix. Εκτός από την τιμή των 15,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων, η Valeant συμφώνησε να απορροφήσει δάνεια ύψους 5 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η συγχώνευση αναμένεται να προσφέρει 500 εκατομμύρια δολάρια ετησίως δημιουργώντας ευκαιρίες για εξοικονόμηση κόστους και θα μειώσει τον φόρο επί των εσόδων της Salix που

ανερχόταν στο 35% των καθαρών κερδών της. Η Valeant απασχολεί σήμερα περίπου 17.000 άτομα και πέτυχε έσοδα ύψους 10,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2015.

Με την σειρά της η εταιρεία Shire πραγματοποίησε τελικά συμφωνία για την εξαγορά της Baxalta για 32 δισεκατομμύρια δολάρια μετά από 6 μήνες διαπραγματεύσεων το 2015. Η Shire υποσχέθηκε στους νέους μετόχους τη ότι θα είναι σε θέση να επιτύχει διψήφιο ρυθμό αύξησης των πωλήσεων, δηλαδή πωλήσεις πάνω από 20 δισεκατομμύρια δολάρια μέχρι το 2020. Περίπου τα δύο τρίτα των εσόδων προέρχονται από την ανοσολογία, τη νευροεπιστήμη, την αιματολογία, τις διαταραχές της αποθήκευσης λυσοσωμάτων, τις γαστρεντερικές παθήσεις και το αγγειοίδημα κληρονομικότητας. Και οι δύο εταιρείες προβλέπουν σύμφωνα με τις οικονομικές μελέτες που έχουν προηγηθεί ετήσια εξοικονόμηση κόστους ύψους περίπου 500 εκατομμυρίων δολαρίων κατά τα πρώτα τρία χρόνια, ενώ ο νέος φορολογικός συντελεστής μειώνεται κατά 7%, προσδίδοντας έτσι περισσότερα κέρδη.

Η γνωστή εταιρεία του φαρμακευτικού κλάδου AbbVie έκλεισε συμφωνία για την εξαγορά της Pharmacyclics με έδρα την Καλιφόρνια για 21 δισεκατομμύρια δολάρια. Η τεράστια συμφωνία στοχεύει στη σημαντική ενίσχυση του χαρτοφυλακίου της AbbVie που αφορά τον καρκίνο. Η AbbVie ως κύριο προϊόν εμπορεύεται σε μεγάλο βαθμό το αντιφλεγμονώδες φάρμακο Humira ενάντια της γήρανση και αποκομίζει κέρδη από αυτήν την δραστηριότητα περίπου 10 δισεκατομμύρια δολάρια το χρόνο. Ένας από τους παράγοντες που οδήγησαν στη συγχώνευση ήταν το φάρμακο της εταιρείας Pharmacyclics, Imbruvica, το οποίο αναμένεται να επιτύχει παγκόσμιες πωλήσεις ύψους 5,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων μέχρι το 2020. Η AbbVie πέτυχε έσοδα ύψους 22 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2015 και απασχολεί σήμερα περισσότερους από 28.000 άτομα προσωπικό.

2.3. Ευρήματα Εμπειρικών Μελετών

Οι έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά επηρεάζεται από παράγοντες όπως ο τρόπος πληρωμής της εξαγοράς, ο βαθμός αντίστασης και ο τύπος την προσφοράς. Οι έρευνες δείχνουν πως ακόμα και η αλληλεξάρτηση αυτών των παραγόντων είναι εξίσου σημαντική και επηρεάζει τις έκτακτες αποδόσεις. Από την μελέτη της βιβλιογραφίας αποδεικνύεται ότι οι αγοράζουσες εταιρείες έχουν σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις έκτακτες αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιρειών.

Οι Mulherin και Boone (2000) στην μελέτη τους με δείγμα 376 αγοράζουσες εταιρείες για την περίοδο 1990-1998 βρίσκουν έκτακτες αποδόσεις της τάξεως του 21,20 %, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν τρεις ημέρες πριν από την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Για το χρονικό διάστημα μιας ημέρας πριν και μιας ημέρας μετά την ημερομηνία της ανακοίνωσης οι έκτακτες αποδόσεις ανήλθαν σε 18,40 %. Επίσης στην μελέτη τους διαπίστωσαν, ότι το σχετικό μέγεθος των επιχειρήσεων που εμπλέκονται σε μια συγχώνευση είναι αυτό που κυρίως επηρεάζει τις έκτακτες αποδόσεις αυτών.

Οι Huang και Walkling (1987) εξέτασαν 204 περιπτώσεις εξαγορών κατά την χρονική περίοδο μεταξύ των ετών 1977 και 1982. Οι έκτακτες αποδόσεις των εταιρειών του δείγματος υπολογίζονται κατά το διάστημα πενήντα ημερών πριν την ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς και πενήντα ημέρες μετά. Συγκεκριμένα οι έκτακτες αποδόσεις οκτώ ημέρες πριν από την ημερομηνία της ανακοίνωσης είναι κατά μέσο όρο 0,30 % και φθάνουν περίπου στο 1,00 % κατά την χρονική στιγμή των τριών ημερών πριν την ανακοίνωση. Σωρευτικά, οι έκτακτες αποδόσεις για το σύνολο του δείγματος είναι 9,10 % για το διάστημα μεταξύ πενήντα και 2 ημερών πριν την ανακοίνωση.

Για τις αγοραζόμενες εταιρείες σύμφωνα με τη διεθνή αρθρογραφία, η ανακοίνωση της συγχώνευσης θεωρείται θετική είδηση, γεγονός που αντικατοπτρίζεται στην άνοδο της τιμής της μετοχής της εταιρείας, λόγω των έκτακτων κερδών που αυτή αποφέρει.

Ταυτόχρονα έχει εξετασθεί εκτενώς και σε παγκόσμιο επίπεδο η αντίδραση των τιμών μετόχων σε μία ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Υπάρχει πλούσιο βιβλιογραφικό υλικό το οποίο καταπιάνεται με την κατεύθυνση που ακολουθεί μια ανάλογη είδηση. Τα αποτελέσματα των ερευνών δεν προσανατολίζονται ως προς την ίδια κατεύθυνση, ειδικά στην περίπτωση των αποδόσεων των εξαγοράζουσων εταιρειών. Αντίθετα, όσον αφορά τις

εξαγοραζόμενες εταιρείες υπάρχει κοινή άποψη αναφορικά με τις αποδόσεις όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη παράγραφο.

Σε ένα μέρος της παγκόσμιας ερευνητικής κοινότητας τόσο στην πρόσφατη όσο και στην παλαιότερη βιβλιογραφία γίνεται λόγος για θετικές υπεραποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιρειών.

Η ερευνητική μελέτη των Cakici, Hessel, Tandon (1994) ασχολήθηκε με τις αποδόσεις σε 195 περιπτώσεις εξαγορών αμερικάνικων εταιρειών στην περίοδο 1983-1992. Διαπίστωσαν πως οι ξένες εταιρείες εκτός των αμερικανικών συνόρων που εξαγόρασαν την περίοδο αυτή προσκόμισαν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις της τάξεως του 2,00 % στο διάστημα 10 ημερών πριν το γεγονός και 10 ημέρες μετά (-10,+10). Η ανάλυση τους επεκτείνεται στην σύγκριση των αποδόσεων που επιτυγχάνονται ανάλογα με τον κλάδο βιομηχανίας στον οποίο πραγματοποιείται η εξαγορά και καταλήγουν σε στατιστικά σημαντικές και θετικές αποδόσεις μόνο στον τομέα της ενέργειας.

Όμοια οι Eckbo και Thorburn (2000), στην έρευνά τους κατά την οποία εξέτασαν 9.294 συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν μετά από το 1945 έως το 1983 στον Καναδά και στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Τα ευρήματα της έρευνας τους έδειξαν, πως οι εξαγοράζουσες εταιρείες του Καναδά αποκτούν θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, ενώ οι αμερικάνικες εξαγοράζουσες εταιρείες φαίνεται να έχουν μικρές έως και μηδενικές έκτακτες αποδόσεις.

Στην ίδια έρευνα υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις που πετυχαίνουν οι αγοραζόμενες εταιρίες στο ύψος του 6,20 % για την ημέρα πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης έως μια ημέρα μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης, ενώ για το χρονικό διάστημα 20 ημερών πριν την ημέρα ανακοίνωσης και 10 ημέρες μετά της ανακοίνωσης υπολογίζουν έκτακτες αποδόσεις ύψους 14,00%.

Οι Doukas, Holmén και Travlos (2002) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 93 εταιρειών που εξαγόρασαν στο σύνολό τους 101 εταιρείες μεταξύ των ετών 1980-1995 δείχνουν πως για το διάστημα 5 ημερών πριν το γεγονός και 5 ημέρες αφού έχει ανακοινωθεί η εξαγορά οι έκτακτες αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιρειών είναι θετικές αλλά μη στατιστικά σημαντικές.

Επίσης οι Markides και Ittner (1994) στην έρευνά τους με στατιστικό δείγμα 276 εξαγορές και συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1975-1988 αναφέρουν πως το 32,00 % αυτών πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10,00 %.

Επιπροσθέτως οι Song και Walkling (2005) εξέτασαν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ των ετών 1985 και 2001. Μεταξύ των 3.389 εξαγοράζουσων εταιρειών υπολόγισαν έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 0,18 %, θετικές αλλά μη στατιστικά σημαντικές.

Ο Asquith (1983) υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις για συγχωνεύσεις που συνέβησαν την περίοδο 1962-1976 στο 2,80 % στην έρευνά που αφορούσε την επίδραση των συγχωνεύσεων στον πλούτο των μετόχων των υπονήφιων επιχειρήσεων. Στην έρευνά του υπολογίζει πως οι εταιρείες που εμπλέκονται στην διαδικασία της συγχώνευσης άλλης εταιρείας κερδίζουν σημαντικά κατά τη διάρκεια των 21 ημερών πριν την ημέρα της ανακοίνωσης.

Επίσης υπολογίζει τις αντίστοιχες έκτακτες αποδόσεις για τις αγοραζόμενες εταιρίες την ίδια περίοδο δηλαδή μεταξύ του έτους 1962 έως το 1976 στο 6,20 % και όταν μελετάει το διάστημα 20 ημερών πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης, τις υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών στο 13,30 %.

Με 663 εταιρείες προς συγχώνευση την διάρκεια των ετών μεταξύ 1962 και 1985 οι Jarrell και Poulsen (1987) υπολόγισαν στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις της τάξεως του 1,00 % έως 2,00 % σε μικρή διάρκεια από την ημέρα της ανακοίνωσης για τις εξαγοράζουσες εταιρείες. Ενώ όσον αφορά τις αγοράζουσες εταιρείες το ποσοστό αλλάζει σε μεγάλο βαθμό. Οι ερευνητές υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών σε 29,00 % για την ίδια περίοδο.

Επίσης οι Mortynova και Renneboog (2006) στην έρευνά του συνέλεξαν στοιχεία από 2.419 συγχωνεύσεις που συνέβησαν στην Ευρώπη κατά την διάρκεια του 1993 έως 2001. Στα αποτελέσματα τους υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις των εξαγοράζουσων εταιρειών στο ύψους του 0,90 % για χρονικό διάστημα 40 ημερών πριν, έως την ημερομηνία ανακοίνωσης, και υπογραμμίζουν, ότι τα αποτελέσματα που η συγχώνευση επιφέρει καθορίζονται και από άλλους παράγοντες, όπως το είδος της συγχώνευσης. Αν δηλαδή η εξαγορά και η συγχώνευση είναι επιθετική, τα έκτακτα κέρδη των αγοραζόμενων είναι μεγαλύτερα, ενώ στις φιλικού τύπου συγχωνεύσεις ισχύει το αντίθετο. Επίσης, ο τρόπος πληρωμής επηρεάζει

την πορεία των τιμών μετοχών και της αγοραζόμενης και της αγοράζουσας, συνεπώς και τα έκτακτα κέρδη τους.

Στην ίδια έρευνα οι ερευνητές υπολόγισαν πως οι αγοράζουσες εταιρείες πέτυχαν υψηλές έκτακτες αποδόσεις της τάξεως του 21,00 %.

Παρόλα αυτά, αρκετές από το σύνολο των μελετών που ασχολούνται με τις έκτακτες αποδόσεις των απορροφουσών επιχειρήσεων καταλήγουν σε μικρές αρνητικές αποδόσεις

Οι ερευνητές για περισσότερα από τριάντα έτη κατά την ενασχόληση τους με τις έκτακτες αποδόσεις που παρατηρούνται σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων καταλήγουν με βάση την βιβλιογραφία στην καταγραφή μηδενικών ή και αρνητικών αποδόσεων. Όπως οι Jensen and Ruback (1983), Jarrell, Brickley and Netter (1988) και Andrade, Mitchell and Stafford (2001).

Οι Jensen και Ruback (1983), ισχυρίζονται ότι οι αγοράζουσες επιχειρήσεις δεν πραγματοποιούν έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης δηλαδή πραγματοποιούν 0,00% απόδοση.

Οι Andrade, Mitchell, and Stafford (2001) αναφέρουν ότι οι αγοράζουσες εταιρείες έχουν έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο 1973-98 κατά μέσο όρο -0,70 %.

Ο Dodd (1980) στη μελέτη του, συγκέντρωσε δημοσιευμένες προτάσεις για συγχώνευση ή εξαγορά από εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης κατά το διάστημα 1970-1977, καταγράφοντας την πορεία των μετοχών των απορροφώμενων και απορροφουσών επιχειρήσεων. Κατά τη διάρκεια αυτής της χρονικής περιόδου, υποβλήθηκαν 151 προτάσεις συγχώνευσης και εξαγοράς. Από αυτές οι 71 ολοκληρώθηκαν και 80 ακυρώθηκαν μετά την αρχική ανακοίνωση. Υπολογίζει με αυτό τον τρόπο τις έκτακτες αποδόσεις των αγορασουσών εταιρειών. Τόσο στην περίπτωση επιτυχούς έκβασης της συγχώνευσης, όσο και στην ακύρωση αυτής υπήρχαν ενδείξεις για αρνητικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του -7,12 % και -5,5% αντίστοιχα.

Τα αποτελέσματα στην ίδια έρευνα σχετικά με τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζόμενων εταιρειών δείχνουν πως οι εταιρείες έχουν 13,40% έκτακτες αποδόσεις την ημερομηνία της ανακοίνωσης και 21,78 % έκτακτες αποδόσεις 20 ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης.

Επίσης, οι Mitchell, Pulvino και Stafford (2004) εξετάζοντας 2.130 συγχωνεύσεις μεταξύ των ετών 1994 και 2000 κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αγοράζουσες εταιρείες τείνουν να πληρώνουν υπερβολικά ποσά κατά την διαδικασία της αγορά άλλης εταιρείας, έχοντας κατά μέσο όρο -1,20 % έκτακτες αποδόσεις στην ανακοίνωση της επικείμενης συγχώνευσης. Η μελέτη τους διαχωρίζει όταν η αγορά γίνεται με αγορά μετοχών η αντίδραση των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών γίνεται -2,65 %.

Τέλος υπάρχουν ερευνητές οι οποίοι κατά την μελέτη τους υπολογίζουν άλλοτε θετικές ή αρνητικές έκτακτες αποδόσεις οι οποίες αποδεικνύονται στατιστικά μη σημαντικές. Οι Dennis και McConnell (1986) και Schwert (1996) θεωρούν ότι οι έκτακτες αποδόσεις για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις είναι θετικές αλλά τόσο μικρές που θεωρούνται μη στατιστικά σημαντικές. Συγκεκριμένα ο Schwert (1996) στην ίδια μελέτη ερμηνεύοντας τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιρειών καταλήγει στο συμπέρασμα πως η επίδραση που επιφέρει η επικείμενη συγχώνευση στην εξέλιξη της τιμής της μετοχής αρχίζει έξι εβδομάδες πριν την ημερομηνία της συγχώνευσης.

Τα αποτελέσματα της παρούσας ανάλυσης δεν διαφέρουν από την υπάρχουσα βιβλιογραφία. Για τις αγοράζουσες εταιρείες, οι ερευνητές καταλήγουν σε παραπλήσια εμπειρικά αποτελέσματα, εντοπίζοντας ότι οι εκατοντάδες μη κανονικές αποδόσεις κινούνται στα όρια της στατιστικής σημαντικότητας, με άλλοτε μικρές θετικές, άλλοτε μικρές αρνητικές τιμές όπως και την παρούσα μελέτη. Ενώ όσον αφορά τα αποτελέσματα των εταιρειών που συγχωνεύονται ή εξαγοράζονται από άλλες εταιρείες, οι αποδόσεις αυτών είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές, όπως αποδεικνύεται και από την σχετική βιβλιογραφία στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες.

Κεφάλαιο 3 : Μεθοδολογία

Η εκτίμηση της ωφέλειας των συγγωνεύσεων και εξαγορών, που εφαρμόστηκε για πρώτη φορά από τους Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969), αξιολογεί την αντίδραση του χρηματιστηρίου στις ανακοινώσεις συγχώνευσης, υπό την προϋπόθεση ότι οι μετοχές των εταιρειών που έχουν συμπεριληφθεί στο δείγμα της κάθε μελέτης είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά. Βασική παραδοχή αποτελεί η υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν πλήρως τις προσδοκίες των επενδυτών με βάση τη διαθέσιμη πληροφόρηση και οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση του γεγονότος.

Η μεθοδολογία είναι διαδεδομένη στην βιβλιογραφία ως Event Study Methodology και τα συστατικά της στοιχεία είναι τα :

- A. Event Study Benchmarks
- B. Event Study Test Statistics

A. Event Study Benchmarks

Τα Event Studies έχουν ως σκοπό την ανάλυση της παρούσας αξίας μιας εταιρείας και πόσο αυτή μπορεί να επηρεαστεί από μια συγκεκριμένη είδηση ή γεγονός που σχετίζεται με την επιχείρηση σε μια χρηματοοικονομική αγορά. Μέσω της συγκεκριμένης μεθοδολογίας δηλαδή, προσδιορίζεται το αν ένα συγκεκριμένο γεγονός θα έχει μια αξιοσημείωτη σημαντική επίδραση στην αξία της εταιρείας όπου θα μεταφραστεί από την υπερβάλλουσα απόδοση στην τιμή της μετοχής της.

Από τα παραπάνω οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η έννοια των υπεραποδόσεων είναι το κεντρικό σημείο της μεθοδολογίας των Event Studies αφού σύμφωνα με την θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς οποιαδήποτε πληροφορία αντικατοπτρίζεται άμεσα στις τιμές.

Η μέθοδος αυτή εκφράζει ποσοτικά τη δημιουργία αξίας, που η αγορά εκτιμά ότι θα επιφέρει η συγχώνευση στην επιχείρηση. Επίσης, συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (Actual Returns) των εμπλεκόμενων μερών, κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του γεγονότος (bid), μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (Expected Returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει

των ιστορικών στοιχείων μιας περιόδου, που κυμαίνεται στα 3-5 έτη, ή ακόμα και κάποιων ημερών προ του γεγονότος (Event). Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων (Abnormal Return), όταν είναι θετική, σημαίνει ότι η συγχώνευση δημιουργεί αξία, όταν είναι αρνητική, σημαίνει ότι η συγχώνευση καταστρέφει αξία, ενώ όταν είναι μηδενική, η συγχώνευση έχει ουδέτερη επίδραση.

Παραδοσιακά, τα Event Studies benchmarks περιλαμβάνουν τα παρακάτω μοντέλα :

1. Market model
2. Market adjusted return model
3. Comparison period mean-adjusted return model
4. Raw return model

Η εφαρμογή του μοντέλου απαιτεί δύο χρονοσειρές δεδομένων για κάθε σημείο αναφοράς. Υπάρχουν έτσι, δύο χρονικές περίοδοι. Αυτές είναι, η περίοδος υπολογισμού (Estimation Period) των «καθαρών» αποδόσεων και η περίοδος παρατηρήσεως (Observation Period) που μπορεί να κατανεμηθεί σε ξεχωριστές υποπεριόδους, τα λεγόμενα Event Windows. Η ημερομηνία του γεγονότος (ημέρα ή μήνας δημοσίας ανακοινώσεως του bid) λέγεται Event Day/Month, και τοποθετείται στην όλη χρονική περίοδο εξέτασης στο σημείο 0, (συνήθως λαμβάνονται μηνιαία δεδομένα καθώς οι κατανομές των αποδόσεων των μετοχών τείνουν να είναι περισσότερο κανονικές από αυτές που καταρτίζονται σε ημερήσια βάση). Συνήθως, το Estimation Period τελειώνει 1-3 μήνες πριν το σημείο 0 για να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από την αγορά που μπορεί και να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών. Ο υπολογισμός των πραγματικών αποδόσεων γίνεται με βάση τις τιμές των μετοχών

Το σφάλμα της πρόβλεψης αντιπροσωπεύει τις υπερβάλλουσες αποδόσεις. Γενικά τα δεδομένα των δύο περιόδων (Estimation και Event period) δεν πρέπει να συμπίπτουν ώστε να αποφεύγεται οποιαδήποτε μεροληψία στον υπολογισμό των παραμέτρων προς την κατεύθυνση του φαινομένου του γεγονότος που εξετάζεται.

Όπως κάθε μεθοδολογία, έτσι και οι μελέτες, που στηρίζονται στις τιμές των μετοχών, έχουν ατέλειες λόγω του ότι βασίζονται σε προσδοκίες της αγοράς για μη πραγματοποιημένα γεγονότα. Οι επικριτές της τονίζουν, παράλληλα, ότι οι περισσότερες μελέτες μετρούν τις αποδόσεις για πολύ μικρή χρονική περίοδο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Δεν είναι, επίσης, πάντα ξεκάθαρο πώς ορίζεται η ημερομηνία του γεγονότος

(Event Period), όπως επίσης είναι ασαφής και ο προσδιορισμός του ενδεδειγμένου αριθμού ημερών πριν την ανακοίνωση, που είναι ικανός να μειώσει τον κίνδυνο διαρροής πληροφοριών. Σύγχυση πολλές φορές επικρατεί και στην ερμηνεία αποτελεσμάτων που έχουν να κάνουν με τις μη κανονικές αποδόσεις κατά την μετά συγχώνευση περίοδο, λόγω του γεγονότος ότι οι αποδόσεις μπορεί να οφείλονται σε γεγονότα άσχετα και σε παράγοντες εξωγενείς. Η απόδοση των μετοχών δεν είναι ο καθοριστικός παράγοντας για την εκτίμηση της απόδοσης, δεδομένου ότι οι τιμές των μετοχών είναι πολλές φορές το αποτέλεσμα κερδοσκοπικών ενεργειών, λανθασμένων προσδοκιών ή απλά ένα παιχνίδι της τύχης (Maditinos, et al., 2009).

1. Market Model

Υποθέτουμε ότι η απόδοση της μετοχής λειτουργεί ως ένα μοντέλο με μία μόνο παράμετρο και έχει ως εξής :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

Όπου ο δείκτης R_{jt} συμβολίζει τον ρυθμό απόδοσης της συγκεκριμένης μετοχής την ημέρα t , ο δείκτης R_{mt} αντιπροσωπεύει τον ρυθμό απόδοσης του δείκτη την ημέρα t , η παράμετρος ε_{jt} είναι μια τυχαία μεταβλητή όπου η αναμενόμενη τιμή της ισούται με το μηδέν, είναι ασυσχέτιστη με την αναμενόμενο ρυθμό απόδοσης του δείκτη R_{mt} και τον αναμενόμενο ρυθμό απόδοσης της μετοχής R_{jt} και επιπλέον είναι μη αυτοσυσχέτιστη και ομοσκεδαστική. Συνεχίζοντας ο δείκτης β_j είναι μία παράμετρος όπου μετρά την ευαισθησία της μετοχής στον δείκτη δηλαδή την ευαισθησία του R_{jt} στον R_{mt} .

Abnormal Return Calculation

Η υπερβάλλουσα απόδοση μιας μετοχής j (Abnormal Return) την ημέρα t ορίζεται ως :

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

όπου α_j και β_j είναι οι τελεστές ελάχιστων τετραγώνων (ordinary least squares estimates)

2. Market Adjusted Return Model

Μία εναλλακτική μέθοδος για τον υπολογισμό της έκτακτης απόδοσης είναι η μέθοδος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης (Market Return Adjusted Model). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η υπερβάλλουσα απόδοση δίδεται από την αφαίρεση της απόδοσης του χρηματιστηριακού δείκτη από την πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής:

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

Η μέθοδος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης προτείνεται από τον Γκλεζάκο (1992) λόγω της αστάθειας των παραμέτρων που υπολογίζονται από το υπόδειγμα της αγοράς και τη διαπίστωση ότι οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν μεγάλες μεταβολές χωρίς ιδιαίτερο λόγο. Η άποψη αυτή ενισχύεται από την έρευνα των Karathanasi και Philippas (1988), οι οποίοι διαπίστωσαν την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας όταν χρησιμοποιείται το υπόδειγμα της αγοράς.

Για την εξουδετέρωση των μεταβολών που προκαλούνται στις τιμές από άλλα γεγονότα πλην της ανακοίνωσης θα χρησιμοποιηθεί ο διαστρωματικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών του δείγματος. Ο διαστρωματικός μέσος εξουδετερώνει τις μεταβολές που οφείλονται στην κάθε επιχείρηση αλλά δε σχετίζονται με την ανακοίνωση καθότι δε συμβαίνει την ίδια χρονική στιγμή για κάθε μετοχή του δείγματος. Για κάθε μέρα t υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση ως ακολούθως:

$$AAR_t = \frac{\sum_{j=1}^N AR_{jt}}{N}$$

Στη συνέχεια υπολογίζεται η σωρευμένη υπερβάλλουσα απόδοση μεταξύ των ημερών T_1 και T_2 μέσω του τύπου του μέσου του αλγεβρικού αθροίσματος των υπεραποδόσεων όπως φαίνεται παρακάτω :

$$CAAR_{T_1, T_2} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{jt}$$

3. Comparison period mean adjusted returns

Το συγκεκριμένο μοντέλο υπολογίζει τις αποδόσεις αφαιρώντας τον αριθμητικό μέσο απόδοσης μιας μετοχής του δείκτη υπολογισμένο σε μια συγκεκριμένη περίοδο από την απόδοση αυτής σε συγκεκριμένη ημέρα t :

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

Τέλος, μια άλλη μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον έλεγχο της επίδρασης των ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών λέγεται ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων (Event Study Methodology) όπως περιγράφεται από τους Brown και Warner (1984).

Για την απομόνωση της επίδρασης της ανακοίνωσης πρέπει να υπολογιστεί η μεταβολή που θα υπήρχε χωρίς την ανακοίνωση. Αυτό θα επιτευχθεί με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς (Market Model) όπως περιγράφεται προηγουμένως.

B. Event Study Test Statistics

1. Cross Sectional Standard Deviation Test

Το Cross Sectional Standard Deviation Test αποτελεί μια εναλλακτική μέθοδο των t-statistics αλλά δεν είναι τόσο ισχυρό. Αντιθέτως ο Boehmer, ο Musumeci και ο Poulsen (1991) αναφέρουν ότι η συγκεκριμένη μέθοδος είναι εξίσου αποτελεσματική και ενδεδειγμένη.

Σύμφωνα λοιπόν με Cross Sectional Standard Deviation Test το Test Statistic για το χαρτοφυλάκιο τη μέρα t κατά την περίοδο του γεγονότος έχει ως εξής :

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR_t} / \sqrt{N}}$$

$$\text{όπου, } \hat{\sigma}_{AAR_t}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N \left(A_{it} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N A_{jt} \right)^2$$

Συνεχίζοντας η εκτιμηθείσα διακύμανση είναι :

$$\hat{\sigma}_{CAAR_{T_1, T_2}}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N \left(CAR_{i, T_1, T_2} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N CAR_{j, T_1, T_2} \right)^2$$

Και το Test Statistic είναι :

$$t = \frac{CAAR_{T_1, T_2}}{\hat{\sigma}_{CAAR_{T_1, T_2}} / \sqrt{N}}$$

2. Time Series Standard Deviation Test

Το Time Series Standard Deviation Test είναι γνωστό και ως Crude Dependence Adjustment (CDA). Σε αντίθεση με την χρονολογική σειρά Standardized Abnormal Return Test, το Time Series Standard Deviation Test χρησιμοποιεί μια ενιαία εκτίμηση της διακύμανσης για ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο. Ως εκ τούτου, δεν λαμβάνει υπόψη της άνισες διακυμάνσεις στις αποδόσεις των μετοχών. Από την άλλη πλευρά, αποφεύγει το πιθανό πρόβλημα που μπορεί να προκύψει από την διαστρωματική συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχών.

Η υπολογιζόμενη διακύμανση της AARt (μέση υπερβάλλουσα απόδοση) είναι:

$$\hat{\sigma}_{AAR}^2 = \frac{\sum_{t=T_{Db}}^{T_{De}} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{D - 2}$$

όπου οι παράμετροι του μοντέλου στην αγορά υπολογίζονται κατά την περίοδο εκτίμησής της $M = E2 - E1 + 1$ ημέρες και δίδονται από τον παρακάτω τύπο :

$$\overline{AAR} = \frac{\sum_{t=T_{Db}}^{T_{De}} AAR_t}{D}$$

Το t-statistic του χαρτοφυλακίου για την ημέρα t τη συγκεκριμένη στιγμή είναι :

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR}}$$

Υποθέτοντας τις χρονολογικές σειρές ανεξάρτητα, το t-statistic για το CAAR είναι :

$$t = \frac{CAAR_t}{(T_2 - T_1 + 1)^{1/2} \hat{\sigma}_{AAR}}$$

Πολλές μελέτες χρησιμοποιούν τη συγκεκριμένο μέθοδο αξιολόγησης των δεδομένων του γεγονός που αποδεικνύει την χρησιμότητα της ως εργαλείο της χρηματοοικονομικής.

Κεφάλαιο 4: Δεδομένα

Στην ακολουθούμενη μεθοδολογία χρησιμοποιείται, ως βάση δεδομένων, η εταιρεία Thomson Reuters μέσω των συνδεδεμένων βάσεων Thomson Reuters Eikon και Datastream.

Από την βάση δεδομένων Thomson Reuters Eikon επιλέχθηκαν με βάση τα κριτήρια που αναλύονται παρακάτω οι εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα μελέτη. Στην συνέχεια, μέσω της Datastream αντλήθηκαν τα απαραίτητα ποσοτικά δεδομένα για την διενέργεια της ερευνητικής μελέτης των δεδομένων. Τα ποσοτικά κριτήρια αφορούν τις αποδόσεις των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών αλλά και του δείκτη αναφοράς, ο οποίος επιλέχθηκε να είναι ο δείκτης S&P 500 και αφορά δείκτη χρηματιστηριακής αγοράς της Αμερικής που βασίζεται στις κεφαλαιοποιήσεις των 500 μεγάλων εταιρειών οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται στο NYSE ή στο NASDAQ. Επίσης, αντλήθηκαν από την ίδια βάση δεδομένων της Datastream οικονομικά στοιχεία τα οποία θεωρούνται βασικοί οικονομικοί παράγοντες, οι οποίοι μπορούν να περιγράψουν την οποιαδήποτε οικονομική δραστηριότητα της κάθε εταιρείας. Τα οικονομικά στοιχεία είναι τα ακόλουθα και αφορούν τα στοιχεία της κλειόμενης χρήσης πριν από το έτος ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς για την εκάστοτε εταιρεία :

- Καθαρό Αποτέλεσμα (Net Income Before extra Items and Preferred Dividends)
- Κεφάλαιο (Common Equity)
- Λειτουργικό Κέρδος (Operating Income)
- Ενεργητικό (Total Assets)
- Κεφαλαιοποίηση (Market Capitalization)
- Υποχρεώσεις (Total Liabilities)

Το δείγμα των εταιρειών, που αποτελούν σημείο αναφοράς (benchmark) για την μελέτη της αντίδρασης των τιμών των μετοχών σε περιπτώσεις συγχώνευσης ή εξαγοράς προέκυψε με βάση τα παρακάτω κριτήρια :

Κριτήριο 1ο : Επιλογή εταιρειών οι οποίες έχουν ολοκληρώσει συγχώνευση ή εξαγορά.

Κριτήριο 2ο : Επιλογή των συγχωνεύσεων και εξαγορών που έλαβαν μέρος την περίοδο 1997-2017.

Κριτήριο 3ο : Επιλογή εταιρειών βάσει της χώρας προέλευσής τους. Στο στάδιο αυτό επιλέχθηκαν όσες εταιρείες προέρχονται από τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής.

Κριτήριο 4ο : Επιλογή εταιρειών βάσει της Στατιστικής Ταξινόμησης των Κλάδων Οικονομικής Δραστηριότητας. Στο στάδιο αυτό επιλέχθηκαν οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον φαρμακευτικό κλάδο.

Κριτήριο 5ο : Επιλογή εταιρειών οι οποίες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο.

Εφαρμόζοντας τα παραπάνω κριτήρια στο σύνολο των εταιρειών της βάσης δεδομένων προκύπτει ένα δείγμα με 97 συγχωνεύσεις και εξαγορές οι οποίες παρατίθενται στην παράγραφο 1.1. «Δείγμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών» του Παραρτήματος. Από το συγκεκριμένο δείγμα πραγματοποιήθηκε συμπληρωματική έρευνα με στόχο τον έλεγχο για την ύπαρξη των απαραίτητων ποσοτικών δεδομένων από την βάση δεδομένων Datastream.

Από την Datastream κρίθηκε το τελικό δείγμα των εταιρειών που αποτέλεσαν το σημείο αναφοράς (benchmark) για την μελέτη της αντίδρασης των τιμών των μετοχών σε περιπτώσεις συγχώνευσης ή εξαγοράς. Το τελικό δείγμα που προέκυψε περιλαμβάνει 47 εταιρείες οι οποίες συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν, στο εξής “targets” και 41 εταιρείες οι οποίες συγχώνευσαν ή εξαγόρασαν άλλες εταιρείες του δείγματος, στο εξής “acquirer”. Οι εταιρείες αυτές περιγράφονται αναλυτικά στην παράγραφο 1.2 «Εξεταζόμενες Εταιρείες» του Παραρτήματος.

Στο πρώτο στάδιο της μελέτης συγκεντρώθηκαν οι αποδόσεις των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών για το διάστημα που αφορούσε τις 120 ημέρες πριν την ημέρα της ανακοίνωσης και 21 ημέρες μετά από την ημέρα ανακοίνωσης. Τα διαστήματα που χρησιμοποιούνται κατά την διαδικασία της μελέτης αναφέρονται ως “event window”. Στην συνέχεια συγκεντρώθηκαν οι αποδόσεις του δείκτη S&P500 στις παραπάνω αντίστοιχες ημερομηνίες. Με τα συγκεκριμένα δεδομένα υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις, στο εξής “abnormal returns” για κάθε μια από τις εξεταζόμενες εταιρείες σε event window (-120,21). Ο τύπος που εφαρμόστηκε και δίνεται παρακάτω είναι :

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

Έπειτα υπολογίστηκε ο διαστρωματικός μέσος των abnormal returns του προηγούμενου βήματος για κάθε εξεταζόμενη εταιρεία μέσω του παρακάτω τύπου :

$$AAR_t = \frac{\sum_{j=1}^N AR_{jt}}{N}$$

Στην συνέχεια ακολουθούν οι δύο στατιστικές μελέτες που εφαρμόστηκαν για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας για τις δύο κατηγορίες εταιρειών δηλαδή αυτή των targets και αυτή των acquirer.

Η στατιστική σημαντικότητα ελέγχθηκε σε κάθε ένα από τα παρακάτω event window του πίνακα :

4.1. Πίνακας Ελεγχόμενων Διαστημάτων

Ημέρα προ Ανακοίνωσης	Ημέρα Ανακοίνωσης	Ημέρα μετά της Ανακοίνωσης	Event Window
-10	0	10	(-10,10)
-5	0	5	(-5,5)
-2	0	2	(-2,2)
-1	0	1	(-1,1)
0	0	1	(0,1)

Η στατιστική μελέτη που αναφέρεται αφορά την διενέργεια των παρακάτω test :

- Cross Sectional Standard Deviation Test
- Time Series Standard Deviation Test

Για την διενέργεια των δύο στατιστικών μελετών υπολογίστηκαν οι τυπικές αποκλίσεις των εξεταζόμενων εταιρειών για κάθε event window μέσω των παρακάτω τύπων :

$$\hat{\sigma}_{AAR}^2 = \frac{\sum_{t=T_{Db}}^{T_{De}} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{D - 2}$$

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR}}$$

Τέλος για το υπολογισμό της σωρευμένης μέσης υπερβάλλουσας απόδοσης (Cumulative Average Abnormal Return) εφαρμόστηκε ο παρακάτω τύπος, δηλαδή προστέθηκαν αλγεβρικά τις αποδόσεις των αντίστοιχων κάθε φορά event window και ελέγχθηκε η στατιστική σημαντικότητα αυτών μέσω του t-statistic

$$CAAR_{T_1, T_2} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{jt}$$

$$t = \frac{CAAR_t}{(T_2 - T_1 + 1)^{1/2} \hat{\sigma}_{AAR}}$$

Στην συνέχεια για τις στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις ακολούθησε μια ανάλυση παλινδρόμησης μέσω του οικονομετρικού και στατιστικού προγράμματος EViews το οποίο χρησιμοποιείται σε οικονομετρικές μελέτες και αναλύσεις. Με την ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis) εξετάζεται η σχέση μεταξύ μεταβλητών με σκοπό την πρόβλεψη των τιμών της μιας, μέσω των τιμών των άλλων. Σε παρόν πρόβλημα παλινδρόμησης διακρίθηκαν δύο είδη μεταβλητών: οι ανεξάρτητες ή ελεγχόμενες ή επεξηγηματικές (independent, predictor, casual, input, explanatory variables) και η εξαρτημένη ή απόκρισης (dependent, response variables). Η εξαρτημένη μεταβλητή ορίζεται η μη κανονική απόδοση της κάθε εταιρείας target σε event window (-1,1) ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές ορίστηκαν οι παρακάτω μεταβλητές :

- Απόδοση στοιχείων Ενεργητικού (Return on Assets)

$$ROA = \text{Net Income} / \text{Assets}$$

- Απόδοση Κεφαλαίων (Return on Equity)

$$ROE = \text{Net Income} / \text{Equity}$$

- Μέγεθος Εταιρείας (Firm Size)

$$FIRM\ SIZE = \log \text{TotalAssets}$$

- Λογιστική Αξία Μετοχής (Book to Market)

$$BOOK\ TO\ MARKET = \text{Common Equity} / \text{Market Capitalization}$$

- Μόχλευση (Leverage)

$$LEVERAGE = \text{Total Liabilities} / \text{Total Assets}$$

- Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης (Research & Development)

Γενικά, δύο μεταβλητές που συνδέονται είτε με συναρτησιακή-προσδιοριστική σχέση είτε με στοχαστική σχέση λέγονται «εξαρτημένες». Αν υπάρχει εξάρτηση μεταξύ δύο μεταβλητών, τότε χαρακτηρίζεται η μια ως «αιτία» και η άλλη ως «αποτέλεσμα». Αυτό όμως, μόνο στην περίπτωση που η εξάρτηση οφείλεται σε σχέση αιτιότητας των δύο μεταβλητών και όχι σε μια απλή συμμεταβολή η οποία μπορεί να οφείλεται σε εξάρτηση των δύο μεταβλητών από μια τρίτη μεταβλητή.

Μια μέθοδος που χρησιμοποιείται για την περιγραφή της στοχαστικής εξάρτησης δύο ή περισσότερων μεταβλητών είναι η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων η οποία χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα έρευνα στην οποία θα διερευνηθεί η επίδραση της κάθε εξαρτημένης μεταβλητής που αναφέρθηκε παραπάνω στις μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών target σε event window $(-1,1)$.

Κεφάλαιο 5 : Συμπεράσματα

Το σημείο αναφοράς της ανάλυσης των αποτελεσμάτων είναι η ημέρα ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η ανάλυση των δεδομένων έγινε σε ξεχωριστά πλαίσια ανάλογα με την προέλευση της κάθε εταιρείας μέσα στο δείγμα. Το πλαίσιο αυτό αφορά αν η εταιρεία που μελετάται είναι target ή acquirer και ο λόγος είναι η διαφορετική συμπεριφορά που ακολουθούν αυτές, όπως επισημαίνεται και από την μελέτη της βιβλιογραφίας που σχετίζεται με το παρόν γεγονός, δηλαδή της συγχώνευσης ή της εξαγοράς.

Σύμφωνα με τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν και την μεθοδολογία που αναπτύχθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο παρατηρήθηκαν τα αποτελέσματα όπως φαίνονται στους παρακάτω πίνακες οι οποίοι παρατίθενται.

Με βάση τα αποτελέσματα στον παρακάτω πίνακα στον οποίο αποτυπώνονται οι μη κανονικές αποδόσεις για το διάστημα που ερευνάται, παρατηρείται ότι οι μεταβολές στις αποδόσεις των μετοχών για τις εταιρείες οι οποίες συγχώνευσαν ή εξαγόρασαν άλλες εταιρείες είναι σχετικά μικρές. Μετά από την ανάλυση των δεδομένων του πίνακα αποδεικνύεται ότι οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών γίνονται θετικές και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10 % (*) την τρίτη μέρα πριν την ανακοίνωση και την επόμενη ημέρα της ανακοίνωσης ενώ σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5 % (**) την τέταρτη μέρα πριν την ανακοίνωση και την έκτη ημέρα. Στον αντίποδα οι μη κανονικές αποδόσεις γίνονται αρνητικές και στατιστικά σημαντικές τόσο σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10 % (*) όσο και 5 % (**) την έκτη ημέρα πριν την ανακοίνωση. Τέλος, σε μια γενική παρατήρηση των αποτελεσμάτων φαίνεται πως οι μη κανονικές αποδόσεις είναι οριακά θετικές ή αρνητικές και ταυτόχρονα μη στατιστικά σημαντικές στην πλειοψηφία των ημερών του διαστήματος που ερευνάται.

Πίνακας 5.1. Μη Κανονικών Αποδόσεων (Acquirer)

Acquirer		
Ημέρες	AARt	t
-10	0.001	0.169
-9	0.010	1.398
-8	0.002	0.576
-7	0.005	1.257
-6	-0.011	-2.294
-5	0.006	1.348
-4	0.012	2.358
-3	0.008	1.715
-2	0.004	0.721
-1	0.004	0.770
0	-0.009	-1.097
1	0.014	1.689
2	-0.005	-1.199
3	-0.005	-1.221
4	-0.006	-1.311
5	0.006	1.770
6	0.010	2.244
7	0.005	1.066
8	0.003	0.941
9	0.001	0.322
10	0.006	1.107

Τα αποτελέσματα των στατιστικών μελετών που αφορούν τα Cross Sectional Standard Deviation Test και Time Series Standard Deviation Test προκύπτει ότι η μοναδική μεταβολή που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5 % (**) είναι η σωρευτική θετική υπεραπόδοση που λαμβάνει μέρος κατά το διάστημα των 10 ημερών πριν και μετά από την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η ανακοίνωση της συγχώνευσης θεωρείται μια ουδέτερη είδηση για τα εμπλεκόμενα μέρη.

Πίνακας 5.2. Cross Sectional Standard Deviation Test (Acquirer)

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ CS STDEV TESTS		
CAAR(-10,+10)	σ CAAR(-10,+10)	tCAAR
0.062550294	0.12269727	3.26
CAAR(-5,+5)	σ CAAR(-5,+5)	tCAAR
0.028548841	0.104903895	1.74
CAAR(-2,+2)	σ CAAR(-2,+2)	tCAAR
0.007942205	0.094898364	0.54
CAAR(-1,+1)	σ CAAR(-1,+1)	tCAAR
0.009077612	0.08204232	0.71
CAAR(0,+1)	σ CAAR(0,+1)	tCAAR
0.001610416	0.082886541	0.38

Πίνακας 5.3. Time Series Standard Deviation Test (Acquirer)

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ TS STDEV TESTS		
CAAR(-10,+10)	σ CAAR(-10,+10)	tCAAR
0.062550294	0.12269727	2.58
CAAR(-5,+5)	σ CAAR(-5,+5)	tCAAR
0.028548841	0.104903895	1.63
CAAR(-2,+2)	σ CAAR(-2,+2)	tCAAR
0.007942205	0.094898364	0.67
CAAR(-1,+1)	σ CAAR(-1,+1)	tCAAR
0.009077612	0.08204232	0.99
CAAR(0,+1)	σ CAAR(0,+1)	tCAAR
0.001610416	0.082886541	0.66

Στην συνέχεια και κατά τον ίδιο τρόπο μελετήθηκαν τα αποτελέσματα των εταιρειών οι οποίες συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράσθηκαν από άλλες εταιρείες του δείγματος. Από την μελέτη των αποτελεσμάτων τα οποία παρατίθενται και στον παρακάτω πίνακα φαίνεται πως τόσο σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5 % (**), όσο και σε επίπεδο 10 % (*) οι μη κανονικές αποδόσεις των targets γίνονται θετικές και στατιστικά σημαντικές κατά την πέμπτη ημέρα πριν από την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Επιπλέον οι μη κανονικές αποδόσεις γίνονται πάλι θετικές και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10 % (*) κατά το διάστημα πριν από την ημερομηνία της ανακοίνωσης και έως την ημέρα μετά από αυτήν. Αν εξετάσουμε το δείγμα βάσει επιπέδου σημαντικότητας 5 % (**), το παραπάνω διάστημα κατά το οποίο οι μη κανονικές αποδόσεις γίνονται θετικές και στατιστικά σημαντικές αλλάζει στην ημέρα της ανακοίνωσης και μια ημέρα μετά.

Πίνακας 5.4. Μη Κανονικών Αποδόσεων (Target)

Target		
Ημέρες	AARt	t
-10	0.000	0.000
-9	0.014	1.065
-8	-0.003	-0.813
-7	0.000	0.011
-6	0.007	1.401
-5	0.014	2.088
-4	0.009	0.838
-3	0.002	0.157
-2	0.007	1.067
-1	0.024	1.708
0	0.397	2.371
1	0.103	2.863
2	-0.005	-1.091
3	-0.001	-0.313
4	0.002	0.588
5	0.010	1.064
6	0.005	1.010
7	-0.001	-0.132
8	-0.005	-1.263
9	0.003	0.687
10	0.003	1.016

Τέλος τα t-statistics της μεθοδολογίας μετά από την διενέργεια των Cross Sectional Standard Deviation Test και Time Series Standard Deviation Test δείχνουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις γεγονός που επιβεβαιώνει τα συμπεράσματα των εμπειρικών ερευνών που υπάρχουν στην σχετική βιβλιογραφία και έχουν επίσης αναλυθεί και σε αντίστοιχο κεφάλαιο στην παρούσα εργασία. Οι θετικές και στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις επιβεβαιώνουν την ύπαρξη της θετικής μεταβλητότητας που παρατηρείται στις τιμές των μετοχών των εταιρειών που έχουν συγχωνευθεί ή εξαγορασθεί από άλλες εταιρείες. Συγκεκριμένα η ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή μια εξαγοράς θεωρείται θετική είδηση, γεγονός που αντικατοπτρίζεται στην άνοδο της τιμής της μετοχής της εταιρείας, λόγω των έκτακτων κερδών που αυτή αποφέρει.

Πίνακας 5.5. Cross Sectional Standard Deviation Test (Target)

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ CS STDEV TESTS		
CAAR(-10,+10)	σ CAAR(-10,+10)	tCAAR
0.585449176	1.138518783	3.53
CAAR(-5,+5)	σ CAAR(-5,+5)	tCAAR
0.56303118	1.131626899	3.41
CAAR(-2,+2)	σ CAAR(-2,+2)	tCAAR
0.527443366	1.202889144	3.01
CAAR(-1,+1)	σ CAAR(-1,+1)	tCAAR
0.524578288	1.106270501	3.25
CAAR(0,+1)	σ CAAR(0,+1)	tCAAR
0.327955525	1.101502267	3.12

Πίνακας 5.6. Time Series Standard Deviation Test (Target)

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ TS STDEV TESTS		
CAAR(-10,+10)	σ CAAR(-10,+10)	tCAAR
0.585449176	1.138518783	3.60
CAAR(-5,+5)	σ CAAR(-5,+5)	tCAAR
0.56303118	1.131626899	4.78
CAAR(-2,+2)	σ CAAR(-2,+2)	tCAAR
0.527443366	1.202889144	6.65
CAAR(-1,+1)	σ CAAR(-1,+1)	tCAAR
0.524578288	1.106270501	8.54
CAAR(0,+1)	σ CAAR(0,+1)	tCAAR
0.327955525	1.101502267	9.98

Από τα παραπάνω αποτελέσματα συμπεραίνεται πως οι στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις επιτυγχάνονται μόνο για τις εταιρείες target για τις οποίες ακολουθεί η ανάλυση της παλινδρόμησης και συγκριμένα για τις 37 από αυτές που υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα. Στην παράγραφο 1.3 «Αποτελέσματα Παλινδρόμησης» του παραρτήματος αποτυπώνεται η εικόνα που αντλήθηκε από το πρόγραμμα του Eviews μετά την εισαγωγή των σχετικών δεδομένων και την εφαρμογή της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αποτυπώνονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 5.6. Σύνοψη Αποτελεσμάτων Παλινδρόμησης

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob
C	0.65	0.93	0.35
ROE	-0.20	-1.88	0.06
ROA	-0.02	-1.01	0.31
FIRM SIZE	0.02	0.28	0.78
BOOK TO MARKET	-0.75	-1.30	0.20
LEVERAGE	-0.82	-1.96	0.05
RESEARCH & DEVELOPMENT	-3.19	-0.17	0.86

Από τα αποτελέσματα της ανάλυσης της παλινδρόμησης δεν φαίνεται πως το σύνολο των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί. Η στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών και κατ' επέκταση των παραγόντων που έχουν χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση αποτυπώνεται στην απόλυτη τιμή του δείκτη t-statistic όταν αυτή είναι μεγαλύτερη από 1,96 για επίπεδο σημαντικότητας 5 % (**) και ταυτόχρονα η τιμή του δείκτη p-value όταν τείνει στο 0. Ο μόνος παράγοντας που φαίνεται να επηρεάζει τις μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών που επιτυγχάνονται κατά το διάστημα της μιας ημέρας πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς και μιας ημέρας μετά από αυτή, είναι η μόχλευση της εταιρείας, δηλαδή το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων για την κάλυψη των ιδίων κεφαλαίων. Το αρνητικό πρόσημο του συντελεστή δείχνει πως η ελάττωση της μόχλευσης της κάθε εταιρείας συνεπάγεται αύξηση των μη κανονικών αποδόσεων.

Τέλος ως προς τον συντελεστή προσδιορισμού του μοντέλου R^2 είναι της τάξης του 22 %, δηλαδή οι επιλεγμένοι παράγοντες της ανάλυσης (ROA, ROE, FIRM SIZE, BOOK TO MARKET, LEVERAGE, R&D) ερμηνεύουν το 22 % της μεταβλητότητας των μη κανονικών αποδόσεων.

Επίλογος

Το ζήτημα των εξαγορών και συγχωνεύσεων έχει απασχολήσει κυβερνήσεις, οργανισμούς και ακαδημαϊκούς όσον αφορά τα επίπεδα ανταγωνισμού αλλά και τη σταθερότητα του εγχώριου και του παγκόσμιου οικονομικού περιβάλλοντος συστήματος. Η μελέτη του φαινομένου αφορά τις επιφανειακές και τις βαθύτερες αιτίες του, τις θετικές και αρνητικές συνέπειές του και την πρόταση για πολιτικές ώστε η τάση να μην προκαλέσει σημαντικές επιπλοκές σε μία τοπική εθνική ή και την παγκόσμια οικονομία.

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει να επιδείξει πολλές μελέτες, που ασχολήθηκαν με την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποδοτικότητα των εταιρειών, ενώ σημαντικός είναι και ο αριθμός ερευνών που ασχολήθηκαν με την επίδραση των ανακοινώσεων στις αποδόσεις των μετοχών, όπως έγινε και στην παρούσα μελέτη. Τα εμπειρικά δεδομένα έδειξαν ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν καθιστούν, βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον, την αποτελεσματικότερη την λειτουργία της εκάστοτε εταιρείας. Μακροπρόθεσμα βέβαια επιτυγχάνονται θετικές συνέργειες, αλλά όχι στο μέγεθος που οι διοικούντες προσδοκούν. Όσον αφορά την επίδραση της ανακοίνωσης συγχώνευσης ή εξαγοράς στην απόδοση των μετοχών, φαίνεται ότι κερδισμένες είναι οι εταιρείες στόχοι παρά οι αγοράστριες εταιρείες. Αυτό αποδεικνύεται τόσο στις εμπειρικές μελέτες της βιβλιογραφίας, όσο και στα αποτελέσματα της παρούσας ερευνητικής μελέτης.

Όσον αφορά την επισκόπηση της βιβλιογραφίας και τον εντοπισμό αυτής σε εμπειρικές μελέτες συγχωνεύσεων και εξαγορών στον κλάδο της φαρμακοβιομηχανίας, παρατηρήθηκε πως τα αποτελέσματα δεν διαφέρουν σε σχέση με την υπόλοιπη βιβλιογραφία. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει σχεδόν καμία επίδραση στις τιμές μετοχών των εταιρειών που συγχωνεύουν ή εξαγοράζουν άλλη εταιρεία. Τα αποτελέσματα αυτά δεν διαφέρουν όπως αναφέρθηκε σε άλλους κλάδους, όπως της τραπεζικής βιομηχανίας. Επομένως, μπορεί να συμπεράνει κανείς ότι δεν πραγματοποιούνται μη κανονικές αποδόσεις στις φαρμακοβιομηχανίες των Η.Π.Α λόγω της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Από τις μελέτες φαίνεται πως οι συμφωνίες των φαρμακευτικών εταιρειών δείχνουν ότι αυτές πραγματοποιούνται κυρίως με εταιρείες που πωλούν διαφορετικά φαρμακευτικά προϊόντα, ή με εταιρείες βιοτεχνολογίας και εταιρείες εξοπλισμού και εφοδιασμού, με σκοπό να αυξήσουν την αξία των μετόχων τους. Τέλος, στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί πως στο μέλλον υπάρχει ερευνητικό πεδίο για να διεξαχθούν περαιτέρω μελέτες με βάση τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών και την

διερεύνηση άλλων βασικών παραγόντων που επηρεάζουν τις στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις που επιτυγχάνονται σε ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στον φαρμακευτικό κλάδο.

Βιβλιογραφία

Andrade Gregor & Mark Mitchel & Erik Stafford, (2001), New Evidence and perspectives on mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120

Asquith Paul & Bruner F. Robert & Mullins W. David, (1982), The Gains To Bidding Firms From Merger, *Journal of Financial Economics* 11 (1983) 121-139. North-Holland Publishing Company

Boehmer Ekkerhart & Musumeci Jim & Poulsen B. Annette, (1991), Event-study methodology under conditions of event-induced variance, *Journal of Financial Economics*

Brown J & Stephen, Warner B. Jerold, (1984), Using Daily Stock Returns The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics* 14 (1985) 3-31

Cakici N., Hessel C., Tandon K., (1996), Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms, *Journal of Banking and Finance*, 20(2), 307–329

Dennis D.K. & McConnell J.J., (1986). Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, (2), 143–188

Dodd, P., (1980), Merger proposals, management discretion and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 8(2):105-137

Doukas J., Holmen M., Travlos N., (2002), Diversification, ownership and control of Swedish corporations, *European Financial Management*, 8, 281–314

Eckbo E.B., Thorburn K.S, (2000), Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1), 1–25

Fama, E. F. & Fisher, L., Jensen, M. C. & Roll, R., (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, 15th February, Τόμος 10

Henry Grabowski & Margaret Kyle, (2008), Mergers and Alliances in Pharmaceuticals: Effects on Innovation and R&D Productivity, *THE ECON. OF CORP. GOVERNANCE AND MERGERS* 262, 268- 269

Henry Grabowski, (2011), The Evolution of the Pharmaceutical Industry over the Past 50 Years: A Personal Reflection, *International Journal of the Economics of Business* 161, 173

Huang, Y. S. and R. A. Walkling, (1987), Target abnormal returns associated with acquisition announcements, payment, acquisition form, and managerial resistance, *Journal of Financial Economics* 19, 329-349

Jarrell, Gregg A. & Annette B. Poulsen, (1987), "The Effects of Recapitalization with Dual Classes of Common Stock on the Wealth of Shareholders", *Journal of Financial Economics*

Jensen, M.C. & R.S. Ruback, (1983), The Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*

Joanna Shepherd, (2017), "Consolidation and Innovation in the Pharmaceutical Industry: The role of Mergers and Acquisitions in the Current Innovation System", 20 *Journal of Health Care Law and Policy*

Karathanassis, G. & Philippas, N., (1988) "Estimation of bank stock price parameters and the variance components model", *Applied Economics*, 20, 497-507

Maditinos, D. & Theriou, N. & Demetriades, E., (2009) The Effect of Mergers and Acquisitions on the Performance of Companies – The Greek Case of Ioniki-Laiki Bank and Pisteos Bank, *European Research Studies*, 12(2), pp. 111-130

Markides C.C., Ittner C.D, (1994), Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from U.S. international acquisitions, *Journal of International Business Studies*, 25(2), 343–366

Martynova Marina & Renneboog Luc, (2006), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, (CentER Discussion Paper Vol. 2006-6), Tilburg: Finance

Mitchell M & Pulvino T. & Stafford E., (2004). Price pressure around mergers, *Journal of Finance*, 59(1), 31–63

Moon H. Song & Ralph A. Walkling, (2005), Anticipation, Acquisitions and Bidder Returns, *Journal of Financial Economics*

Mulherin J.H., Boone A.L., (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117–139

Patricia Danzon, & Andrew Epstein & Sean Nicholson, (2003), *Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical and Biotech Industries*

Schwert G.W, (1996), Mark up pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 4(2), 153–192

U.S. GOV'T ACCOUNTABILITY OFFICE, (2012), GAO-12-371R, DRUG PRICING: RESEARCH ON SAVINGSFROM GENERIC DRUG USE 2, <http://www.gao.gov/assets/590/588064.pdf>

Παράρτημα

1.1. «Δείγμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών»

Announcement Date	Acquirer Name	Target Name	Deal Status	Nation	Industry
18-01-17	Eli Lilly & Co	CoLucid Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
20-09-16	Allergan PLC	Tobira Therapeutics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
14-09-16	Allergan PLC	Vitae Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
12-09-16	Horizon Pharma PLC	Raptor Pharmaceutical Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
31-05-16	Jazz Pharmaceuticals PLC	Celator Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
16-05-16	Pfizer Inc	Anacor Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
22-09-15	Medgen Inc	Alternaturals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
14-07-15	Celgene Corp	Receptos Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
19-05-15	FitLife Brands Inc	iSatori Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
04-03-15	AbbVie Inc	Pharmacyclics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
22-02-15	Valeant Pharmaceuticals International Inc	Salix Pharmaceuticals Ltd	Completed	United States	Pharmaceuticals
05-02-15	Pfizer Inc	Hospira Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
08-12-14	Merck & Co Inc	Cubist Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
17-11-14	Actavis PLC	Allergan Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
06-10-14	Actavis PLC	Durata Therapeutics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
16-09-14	Endo International PLC	Auxilium Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
09-06-14	Merck & Co Inc	Idenix Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
28-04-14	Forest Laboratories Inc	Furiex Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
18-02-14	Actavis PLC	Forest Laboratories Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
07-11-13	Salix Pharmaceuticals Ltd	Santarus Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
27-08-13	Akorn Inc	Hi-Tech Pharmacal Co Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
30-07-13	Cubist Pharmaceuticals Inc	Trius Therapeutics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
30-07-13	Cubist Pharmaceuticals Inc	Optimer Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
10-05-13	Actavis Inc	Warner Chilcott PLC	Completed	United States	Pharmaceuticals
20-03-13	Valeant Pharmaceuticals International Inc	Obagi Medical Products Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
22-01-13	Allergan Inc	MAP Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
11-12-12	Pernix Therapeutics Holdings Inc	Somaxon Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
03-09-12	Valeant Pharmaceuticals International Inc	Medicis Pharmaceutical Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
12-10-10	Pfizer Inc	King Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
09-08-10	Endo Pharmaceuticals Holdings Inc	Penwest Pharmaceuticals Co	Completed	United States	Pharmaceuticals
04-03-10	Watson Pharmaceuticals	Columbia Laboratories Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals

	Inc				
27-04-09	Reliv International Inc	Reliv International Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
09-03-09	Merck & Co Inc	Schering Plough Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
26-01-09	Pfizer Inc	Wyeth	Completed	United States	Pharmaceuticals
12-01-09	The Medicines Co	Targanta Therapeutics Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
06-01-09	BioMarin Pharmaceutical Inc	La Jolla Pharmaceutical Co	Completed	United States	Pharmaceuticals
05-01-09	Endo Pharmaceuticals Holdings Inc	Indevus Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
22-08-08	King Pharmaceuticals Inc	Alpharma Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
15-07-08	ViroPharma Inc	Lev Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
10-07-08	Access Pharmaceuticals Inc	MacroChem Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
09-06-08	CytRx Corp	Innovive Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
21-05-08	ChromaDex Corp	ChromaDex Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
18-11-07	Celgene Corp	Pharmion Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
06-11-07	Merck & Co Inc	GTx Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
12-12-06	Indevus Pharmaceuticals Inc	Valera Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
05-11-06	Abbott Laboratories	Kos Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
30-10-06	Merck & Co Inc	Sirna Therapeutics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
28-07-06	Redux Holdings Inc	Naturade Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
13-03-06	Watson Pharmaceuticals Inc	Andrx Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
21-08-05	OSI Pharmaceuticals Inc	Eyetechnics Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
20-07-05	MGI PHARMA Inc	Guilford Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
20-01-05	Pfizer Inc	Rigel Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
20-10-04	Merck & Co Inc	Arena Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
01-09-04	MGI PHARMA Inc	SuperGen Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
19-12-03	Pfizer Inc	Esperion Therapeutics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
21-08-03	Cephalon Inc	CIMA Labs Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
25-02-03	Dendreon Corp	Corvas International Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
10-02-03	Johnson & Johnson	Scios Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
10-02-03	OSI Pharmaceuticals Inc	Cell Pathways Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
02-01-03	Celgene Corp	EntreMed Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
14-11-02	Johnson & Johnson	OraPharma Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
11-11-02	Hyseq Pharmaceuticals Inc	Variagenics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
08-11-02	Endo Pharmaceuticals Holdings Inc	DURECT Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
15-07-02	Pfizer Inc	Pharmacia Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
06-12-01	Millennium	COR Therapeutics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals

	Pharmaceuticals Inc				
01-10-01	Medicis Pharmaceutical Corp	Ascent Pediatrics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
29-06-01	Barr Laboratories Inc	Duramed Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
27-03-01	Johnson & Johnson	ALZA Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
12-10-00	Alliance Pharmaceutical Corp	Molecular Biosystems Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
13-07-00	King Pharmaceuticals Inc	Jones Pharmaceutical Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
25-05-00	Watson Pharmaceuticals Inc	Schein Pharmaceutical Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
14-02-00	Dura Pharmaceuticals Inc	Spiros Development Corp II (Dura Pharmaceuticals)	Completed	United States	Pharmaceuticals
23-12-99	SuperGen Inc	AVI Biopharma Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
01-12-99	King Pharmaceuticals Inc	Medco Research Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
04-11-99	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	Completed	United States	Pharmaceuticals
14-10-99	Millennium Pharmaceuticals Inc	LeukoSite Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
10-08-99	Abbott Laboratories	SangStat Medical Corp	Completed	United States	Pharmaceuticals
02-08-99	Merck & Co Inc	SIBIA Neurosciences Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
03-06-99	Abbott Laboratories	Triangle Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
07-04-99	Schering Plough Corp	ICN Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
19-02-99	Alpharma Inc	Ascent Pediatrics Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
26-01-99	Warner-Lambert Co	Agouron Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
19-01-99	SuperGen Inc	Sparta Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
25-10-98	Watson Pharmaceuticals Inc	TheraTech Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
05-10-98	ALZA Corp	SEQUUS Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
24-06-98	Mylan Laboratories Inc	Penederm Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
06-01-98	SangStat Medical Corp	Gensia Sicor Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
16-09-97	Abbott Laboratories	La Jolla Pharmaceutical Co	Completed	United States	Pharmaceuticals
04-02-97	ALZA Corp	US Bioscience Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
26-12-96	Watson Pharmaceuticals Inc	Royce Laboratories Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
04-10-95	Chemex Pharmaceuticals Inc	Access Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
16-06-95	Gensia Inc	Aramed Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals
13-04-95	GEN/Rx Inc	AUSA Inc(Apotex USA Inc/Apotex Inc)	Completed	United States	Pharmaceuticals
30-03-95	Watson Pharmaceuticals Inc	Circa Pharmaceuticals Inc	Completed	United States	Pharmaceuticals

1.2 «Εξεταζόμενες Εταιρείες»

A/A	Targets
1	CoLucid Pharmaceuticals Inc
2	Tobira Therapeutics Inc
3	Vitae Pharmaceuticals Inc
4	Raptor Pharmaceutical Corp
5	Anacor Pharmaceuticals Inc
6	Receptos Inc
7	iSatori Inc
8	Pharmacyclics Inc
9	Salix Pharmaceuticals Ltd
10	Hospira Inc
11	Cubist Pharmaceuticals Inc
12	Allergan Inc
13	Durata Therapeutics Inc
14	Auxilium Pharmaceuticals Inc
15	Idenix Pharmaceuticals Inc
16	Furiex Pharmaceuticals Inc
17	Forest Laboratories Inc
18	Santarus Inc
19	Hi-Tech Pharmacal Co Inc
20	Trius Therapeutics Inc
21	Optimer Pharmaceuticals Inc
22	Obagi Medical Products Inc
23	MAP Pharmaceuticals Inc
24	Somaxon Pharmaceuticals Inc
25	Medicis Pharmaceutical Corp
26	Reliv International Inc
27	Wyeth
28	Targanta Therapeutics Corp
29	La Jolla Pharmaceutical Co
30	MacroChem Corp
31	Innovive Pharmaceuticals Inc
32	Pharmion Corp
33	Valera Pharmaceuticals Inc
34	Kos Pharmaceuticals Inc
35	Naturade Inc
36	Eyeteck Pharmaceuticals Inc
37	Guilford Pharmaceuticals Inc
38	Rigel Pharmaceuticals Inc
39	SuperGen Inc
40	CIMA Labs Inc
41	EntreMed Inc
42	OraPharma Inc
43	Ascent Pediatrics Inc
44	AVI Biopharma Inc
45	Warner-Lambert Co
46	Triangle Pharmaceuticals Inc
47	ICN Pharmaceuticals Inc

A/A	Acquirer
1	Eli Lilly & Co
2	Allergan PLC
3	Horizon Pharma PLC
4	Pfizer Inc
5	Celgene Corp
6	FitLife Brands Inc
7	AbbVie Inc
8	Valeant Pharmaceuticals International Inc
9	Merck & Co Inc
10	Endo International PLC
11	Forest Laboratories Inc
12	Salix Pharmaceuticals Ltd
13	Akorn Inc
14	Cubist Pharmaceuticals Inc
15	Allergan Inc
16	Pernix Therapeutics Holdings Inc
17	Reliv International Inc
18	The Medicines Co
19	BioMarin Pharmaceutical Inc
20	ViroPharma Inc
21	Access Pharmaceuticals Inc
22	CytRx Corp
23	Indevus Pharmaceuticals Inc
24	Abbott Laboratories
25	Redux Holdings Inc
26	OSI Pharmaceuticals Inc
27	MGI PHARMA Inc
28	Cephalon Inc
29	Johnson & Johnson
30	Medicis Pharmaceutical Corp
31	SuperGen Inc
32	Alpharma Inc
33	Jazz Pharmaceuticals PLC
34	Actavis Inc
35	Endo Pharmaceuticals Holdings Inc
36	King Pharmaceuticals Inc
37	Millennium Pharmaceuticals Inc
38	Dura Pharmaceuticals Inc
39	ALZA Corp
40	Mylan Laboratories Inc
41	SangStat Medical Corp

1.3 «Αποτελέσματα Παλινδρόμησης»

Equation: UNTITLED Workfile: REGRESSION::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: CAR
 Method: Least Squares
 Date: 11/12/17 Time: 21:33
 Sample: 1 37
 Included observations: 37

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.650272	0.692473	0.939057	0.3552
ROA	-0.203234	0.108090	-1.880227	0.0698
ROE	-0.021893	0.021589	-1.014093	0.3186
FIRM_SIZE	0.016029	0.057014	0.281137	0.7805
BOOK_TO_MARKET	-0.745126	0.571726	-1.303293	0.2024
LEVERAGE	-0.817586	0.416888	-1.961166	0.0592
RESEARCH_DEVELOPMENT	-3.19E-08	1.82E-07	-0.175587	0.8618

R-squared	0.228420	Mean dependent var	0.403390
Adjusted R-squared	0.074104	S.D. dependent var	0.492463
S.E. of regression	0.473865	Akaike info criterion	1.512870
Sum squared resid	6.736447	Schwarz criterion	1.817638
Log likelihood	-20.98810	Hannan-Quinn criter.	1.620315
F-statistic	1.480206	Durbin-Watson stat	1.734046
Prob(F-statistic)	0.218569		