



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ  
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΤΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ  
ΚΛΑΔΟ**

**ΓΕΩΡΓΙΟΣ Α. ΠΙΤΕΤΖΗΣ**

**Επιβλέπων καθηγητής: Παναγιώτης Αρτίκης**

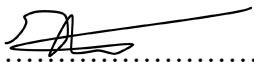
**Πειραιάς, 2020**

## ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο: «Οι οικονομικές επιπτώσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων: Μελέτη περίπτωσης στο φαρμακευτικό κλάδο» έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου»

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή Ονοματεπώνυμο

.....  ..... Πιτετζής Γεώργιος

# ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΤΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

ΓΕΩΡΓΙΟΣ Α. ΠΙΤΕΤΖΗΣ

Σημαντικοί όροι: συγχωνεύσεις, εξαγορές, επιχειρηματικοί σχηματισμοί, μη κανονικές αποδόσεις, μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν ένα σημαντικό εργαλείο αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων. Οι περισσότερες επιχειρήσεις επιλέγουν κυρίως την εξωτερική ανάπτυξη μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών ώστε να αυξήσουν την αξία τους και τον πλούτο των μετόχων. Μέσα από τέτοιου είδους ενέργειες οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να επεκταθούν σε νέα προϊόντα ή υπηρεσίες, σε νέες αγορές, να αυξήσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα, να αποκτήσουν εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό και κατάλληλη τεχνογνωσία.

Στόχος της εργασίας είναι η ανάλυση των οικονομικών επιπτώσεων των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις φαρμακευτικές εταιρείες. Εξετάζει εάν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις δημιουργούν αξία στις εταιρείες αυτού του κλάδου και παρουσιάζει τρόπους με τους οποίους μπορούμε να αξιολογήσουμε τέτοιους είδους δραστηριότητες. Στην εργασία αυτή θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων που είναι γνωστή ως Abnormal Returns ή Event Study Methodology και συγκεκριμένα σε εταιρείες-αγοραστές που ανήκουν στον φαρμακευτικό κλάδο.

Το πρώτο κεφάλαιο περιέχει τις έννοιες και τους ορισμούς των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Αναλύονται οι διάφοροι τύποι συγχωνεύσεων και εξαγορών και επισημαίνονται οι διαφορές μεταξύ των δύο όρων ώστε να γίνει κατανοητή η βασική ορολογία. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα κίνητρα και οι λόγοι που πραγματοποιούνται τέτοιου είδους συναλλαγές, οι οποίες παίζουν σημαντικό ρόλο στη στρατηγική μίας επιχείρησης. Τα βασικά κίνητρα χωρίζονται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με το ποιόν αφορούν. Έτσι, έχουμε τα κίνητρα που αφορούν τους μετόχους των επιχειρήσεων και τα κίνητρα που αφορούν τους μάνατζερς. Ακόμη, αναλύονται οι βασικοί λόγοι που αποτυγχάνουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές καθώς το ποσοστό επιτυχίας τους είναι αρκετά μικρό. Στη συνέχεια, στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι μέθοδοι αξιολόγησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών που χρησιμοποιούνται και αποτελέσματα εμπειρικών μελετών για κάθε μέθοδο ξεχωριστά. Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται μία ανασκόπηση σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στο φαρμακευτικό κλάδο. Επιλέχθηκαν οι σημαντικότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές φαρμακευτικών εταιρειών με βασικό κριτήριο το ύψος της συναλλαγής που πραγματοποιήθηκε. Ακολουθεί το πέμπτο κεφάλαιο στο οποίο γίνεται λεπτομερής παρουσίαση της μεθοδολογίας της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event studies). Στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν και ο τρόπος συλλογής τους και στο έβδομο τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα.

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

*Με την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας στα πλαίσια του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών ΜΒΑ, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κύριο Αρτίκη Παναγιώτη ως επιβλέπον καθηγητή για την πολύτιμη βοήθεια και τη συνεχή καθοδήγηση που μου προσέφερε στην υλοποίησή της. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την υποστήριξη και συμπαράσταση που μου παρείχε όλο το χρονικό διάστημα του μεταπτυχιακού.*

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>Πίνακας 2. 1:</b> Σύνοψη των βασικών κινήτρων των συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	18
<b>Πίνακας 6. 1:</b> Αρχικό δείγμα με βάσει τα κριτήρια που επιλέχθηκαν .....	53
<b>Πίνακας 6. 2:</b> Τελικό δείγμα μετά την αφαίρεση εταιρειών για τις οποίες δεν υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα .....	54
<b>Πίνακας 6. 3:</b> Χρηματιστηριακοί Δείκτες και Εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν στη μελέτη .....	55
<b>Πίνακας 7. 1:</b> Παρουσίαση των μέσων μη κανονικών αποδόσεων και η στατιστική t .....	57
<b>Πίνακας 7. 2:</b> Παρουσίαση των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων και η στατιστική t.....	60

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<b>Διάγραμμα 1. 1:</b> Η διαφορά μεταξύ Κάθετης και Οριζόντιας Ολοκλήρωσης. ....	5
<b>Διάγραμμα 4. 1:</b> Οι μεγαλύτερες σε αξία Σ&Ε στο φαρμακευτικό κλάδο .....	34
<b>Διάγραμμα 4. 2:</b> Η συνολική αξία των Σ&Ε στο φαρμακευτικό κλάδο απο το 1995 έως τα μέσα του 2019.....	35
<b>Διάγραμμα 4. 3:</b> Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στο φαρμακευτικό κλάδο απο το 1995 έως το 2015 .....	40
<b>Διάγραμμα 5. 1:</b> Παρουσίαση της περιόδου εκτίμησης και της περιόδου παρατήρησης του γεγονότος.....	46
<b>Διάγραμμα 7. 1:</b> Η πορεία της μέσης έκτακτης απόδοσης κατά την περίοδο εξέτασης ....	59

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ .....	II
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ .....	III
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ.....	1
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	1
1.2 ΟΙ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΟΡΙΣΜΟΙ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	1
1.2.1 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΝΟΜΙΚΗ ΥΠΟΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΧΕΙΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ .....	2
1.2.2 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟΝ ΤΡΟΠΟ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ .....	2
1.2.3 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	3
1.2.4 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ .....	4
1.3 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	6
1.4 ΑΠΟΣΧΙΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	6
1.5 ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΩΝ.....	7
1.5.1 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΜΕΣΩ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ.....	8
1.5.2 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΑΠΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ.....	8
1.5.3 ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ .....	9
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 1 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ .....	12
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	12
2.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΑΥΞΑΝΟΥΝ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	12
2.2.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ .....	13
2.2.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΦΑΣΜΑΤΟΣ.....	13
2.2.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΑΘΕΤΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ.....	14
2.2.4 ΔΙΑΧΥΣΗ ΤΕΧΝΟΓΝΩΣΙΑΣ.....	14
2.2.5 ΕΞΟΡΘΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ.....	14
2.2.6 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ .....	15

2.2.7 ΑΓΟΡΑΣΤΙΚΗ ΔΥΝΑΜΗ.....	15
2.2.8 ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ.....	16
2.3 ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΑΥΞΑΝΟΥΝ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΤΟΥ ΜΑΝΑΤΖΕΡ .....	16
2.3.1 Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΜΙΑΣ ΑΥΤΟΚΡΑΤΟΡΙΑΣ (EMPIRE BUILDING) .....	16
2.3.2 ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ .....	17
2.3.3 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΟΔΑΣ (BANDWAGON EFFECT).....	17
2.4 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	18
2.4.1 ΛΑΝΘΑΣΜΕΝΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ-ΣΤΟΧΟΥ .....	18
2.4.2 ΑΔΥΝΑΜΙΑ ΟΜΑΛΗΣ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....	19
2.4.3 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	20
2.4.4 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ.....	20
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ Σ&Ε .....	23
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	23
3.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ Σ&Ε.....	24
3.2.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ.....	25
3.2.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ .....	26
3.2.3 ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΙΚΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ .....	28
3.2.4 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟ ΕΙΔΙΚΟΥΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΕΣ .....	29
3.2.5 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΗΣ.....	30
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 3 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : Ο ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΙ Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	33
4.1 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ .....	33
4.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΤΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....	35
4.3 ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ ΑΛΛΑΞΑΝ ΤΟ ΧΑΡΤΗ ΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ.....	36
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 4 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	41



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ .....	42
5.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ.....	42
5.1.1 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΧΡΟΝΙΚΕΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ ΕΞΕΤΑΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝ Η ΜΕΛΕΤΗ ΘΑ ΓΙΝΕΙ ΓΙΑ ΤΟΝ ΑΓΟΡΑΣΤΗ Η/ΚΑΙ ΓΙΑ ΤΟ ΣΤΟΧΟ .....	42
5.1.2 ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΓΙΑ ΤΟΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ .....	43
5.1.3 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	43
5.1.4 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΓΙΑ ΤΟΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΩΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ .....	44
5.1.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	45
5.1.6 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΕΞΕΤΑΣΗΣ ΤΟΥ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	45
5.1.7 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ .....	46
5.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ .....	47
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 5 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΠΟΥ ΕΠΙΛΕΧΘΗΚΑΝ .....	52
6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	57
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	61

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ

## 1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές (Σ&Ε) είναι ο τρόπος με τον οποίο δύο ή περισσότερες εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Αποτελούν συναλλαγές μεγάλης σημασίας για τους μετόχους, τους εγαζόμενους, τους καταναλωτές, την κυβέρνηση αλλά και για το σύνολο της οικονομίας. Ο ρόλος τους είναι ιδιαίτερα σημαντικός, καθώς εκτός από τις επιπτώσεις που προκαλεί στις παραπάνω ομάδες, συχνά επενδύονται σε αυτές τεράστια ποσά παγκοσμίως. Στο παρόν κεφάλαιο αναλύονται οι όροι των συγχωνεύσεων και εξαγορών, επισημαίνεται η βασική ορολογία και προσδιορίζονται οι βασικές διαφορές μεταξύ των διάφορων τύπων Σ&Ε.

## 1.2 ΟΙ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΟΡΙΣΜΟΙ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες που χρησιμοποιούν μεγάλα δείγματα συγχωνεύσεων και εξαγορών για την αξιολόγηση των κερδών και των αποτελεσμάτων τους, δεν κάνουν διάκριση μεταξύ αυτών των δύο δραστηριοτήτων. Οι όροι συγχώνευση και εξαγορά συχνά χρησιμοποιούνται ως συνώνυμοι με επικρατέστερο τον όρο της συγχώνευσης, παρόλα αυτά έχουν διαφορετική σημασία. Για να εντοπιστούν οι διαφορές μεταξύ των δύο όρων είναι σημαντική η κατηγοριοποίησή τους σε επιμέρους ομάδες. Τα είδη των Σ&Ε κατηγοριοποιούνται με βάση διάφορα κριτήρια όπως:

- α) Την νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης
- β) Τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς
- γ) Τη στάση που θα κρατήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας
- δ) Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας

### 1.2.1 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΝΟΜΙΚΗ ΥΠΟΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΧΕΙΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

Με βάση το ελληνικό νομικό πλαίσιο και συγκεκριμένα τον Κώδικα Νόμων 2190/20 υπάρχουν δύο είδη Σ&Ε.

1. **Εξαγορά (Acquisition)** είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή ολόκληρης της επιχειρήσης, κατά την οποία η εταιρεία-αγοραστής αποκτά τον έλεγχο της εταιρεία-στόχου, η οποία μπορεί να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτό τον τρόπο η εξαγοραζόμενη εταιρεία γίνεται θυγατρική της εξαγοράζουσας. Ακόμη, οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας εισπράττουν μετρητά και όχι μετοχές της εξαγοράζουσας εταιρείας.
2. **Συγχώνευση (Merger)** είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία όλα τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφόμενης εταιρείας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα έναντι μετοχών, βάσει μία καθορισμένης σχέσης ανταλλαγής. Η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου και οι μέτοχοι των εταιρειών συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο της νέας εταιρείας. Η έννοια της συγχώνευσης έχει παρομοιαστεί με τη συμβολή των ποταμών Μιζούρι και Μισισσιπή όπου ο πρώτος παύει να υπάρχει σαν οντότητα, καθώς και με την δημιουργία του ποταμού Ohio από την ένωση του Monongahela και του Allegheny. Στην πρώτη περίπτωση έχουμε τη συγχώνευση δύο εταιρειών με απορρόφηση, όπου διατηρείται η νομική οντότητα της μίας, ενώ στην άλλη περίπτωση μετά τη συγχώνευση και οι δύο εταιρείες παύουν να υφίστανται και δημιουργείται μία νέα νομική οντότητα (Reed et.al, 2007).

### 1.2.2 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟΝ ΤΡΟΠΟ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

Ανάλογα με τον τρόπο που πραγματοποιείται η προσφορά εξαγοράς, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε τρία είδη.

**Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer).** Η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημόσια την πρόθεσή της να αγοράσει ένα μέρος από τις κοινές μετοχές της εταιρείας-στόχου. Η πρώτη πληρώνει υψηλές πρόσθετες τιμές επί των μετοχών της δεύτερης με σκοπό να πείσει τους μετόχους της εταιρείας-στόχου να δεχτούν την προσφορά (Hirshleifer, 1995).

**Συγχώνευση (Merger).** Η συγχώνευση είναι ένωση δύο εταιρειών επί ίσοις όροις, με σκοπό την επίτευξη οικονομιών κλίμακας, βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητάς τους. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας είτε εισπράττουν μετρητά είτε πληρώνονται με αξιόγραφα της εταιρείας-αγοραστής.

**Διαμάχη μεταξύ μετόχων και διοίκησης (Proxy Fights).** Σε τέτοιες περιπτώσεις οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας ή η διοίκησή της προσπαθούν να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας ή του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας-στόχου έτσι ώστε να είναι πιο εύκολο να επιτευχθεί η εξαγορά.

### **1.2.3 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ**

Η στάση που θα κρατήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας είναι ιδιαίτερα σημαντική για το εάν θα θεωρηθεί συγχώνευση ή εξαγορά. Έτσι σύμφωνα με αυτό το κριτήριο διακρίνονται δύο κατηγορίες.

**Εχθρική Εξαγορά (Hostile Takeover).** Η εξαγορά θεωρείται επιθετική εάν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου απορρίψει την προσφορά αλλά ο αγοραστής εξακολουθεί να την επιδιώκει κάνοντας προσφορά στους μετόχους προκειμένου να τους πείσουν να πουλήσουν τις μετοχές τους. Εναλλακτικά μπορεί να αγοράζει κρυφά μετοχές της εταιρείας-στόχου στο χρηματιστήριο για να αποκτήσει έλεγχο στο διοικητικό συμβούλιο ώστε να εγκρίνει την εξαγορά. Αποτέλεσμα μίας επιθετικής εξαγοράς είναι η αποχώρηση βασικών στελεχών που θα οδηγήσει στην προσωρινή πτώση της αγοραίας αξίας της εταιρείας-στόχου.

**Φιλική Εξαγορά (Friendly Takeover).** Είναι η εξαγορά που έχει τη σύμφωνη γνώμη και υποστήριξη της διοίκησης της εταιρείας-στόχου, σε αντίθεση με την εχθρική εξαγορά. Οι εξαγοράζουσες εταιρείες προτιμούν την προτιμούν τη φιλική εξαγορά, διότι καταβάλλουν μικρότερο χρηματικό ποσό και έχουν μικρότερο βαθμό ρίσκου. Το ίδιο ισχύει και για τις εξαγοραζόμενες εταιρείες οι οποίες επιδιώκουν την αποτελεσματική ενοποίηση των εταιρειών κάτι που συμβαίνει όταν τα δύο μέρη συνεργάζονται πλήρως.

#### **1.2.4 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ**

Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου ή το βαθμό ολοκλήρωσης διακρίνονται σε συσχετισμένες (related/concentric mergers) και οι ασυσχετίστες (unrelated/conglomerates).

**Συσχετισμένες (related/concentric mergers).** Πρόκειται για εξωτερική μεγέθυνση μέσω συγχώνευσης ή εξαγοράς. Σε αυτή την περίπτωση οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε συναφείς αγορές, έχουν κοινές τεχνολογικές εμπειρίες, βάσεις γνώσεων και παρόμοια προϊόντα. Συμβαίνουν όταν οι εταιρείες δεν είναι ανταγωνιστές σε μία αγορά και δεν έχουν κοινές σχέσεις με προμηθευτές. Οι συσχετισμένες συγχωνεύσεις αφορούν στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης και χωρίζονται σε κάθετη ολοκλήρωση και οριζόντια ολοκλήρωση.

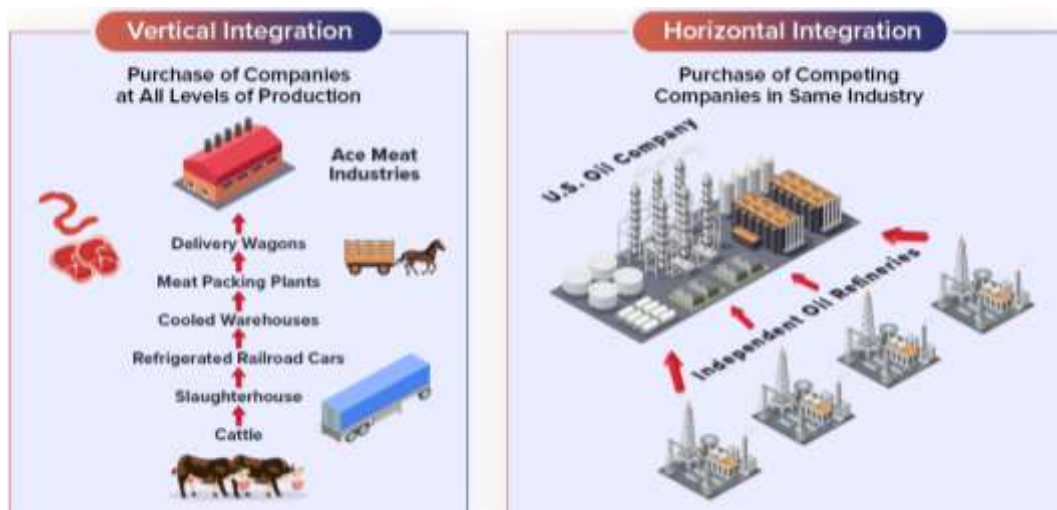
**Οριζόντια ολοκλήρωση (horizontal merger)** είναι η συγχώνευση εταιρειών οι οποίες ήταν ανταγωνιστές στην ίδια ή παρόμοια αγορά. Με αυτό τον τρόπο οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να αναπτύξουν οικονομίες κλίμακας που θα έχει ως συνέπεια τη μείωση του οριακού κόστους, την αύξηση του μεριδίου αγοράς και την συνεκμετάλλευση των οικονομικών, τεχνολογικών, παραγωγικών και ανθρώπινων πόρων. Ωστόσο οι οριζόντιες συγχωνεύσεις λειτουργούν εις βάρος των καταναλωτών καθώς δημιουργούν ολιγοπώλια και μονοπώλιο. Για αυτό το λόγο οι οριζόντιες συγχωνεύσεις εξετάζονται σε μεγάλο βαθμό από την αντιμονοπωλιακή νομοθεσία.

**Κάθετη Ολοκλήρωση** είναι η συγχώνευση εταιρειών οι οποίες παράγουν διαφορετικά, αλλά συμπληρωματικά προϊόντα. Έχουν σχέση προμηθευτή πελάτη ή προμηθευτή διανομέα και βρίσκονται σε διαφορετικό επίπεδο σε μία κοινή εφοδιαστική αλυσίδα. Η κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να συμβάλλει στη μείωση του κόστους παραγωγής και στην

αύξηση της αποτελεσματικότητας της εταιρείας, καθώς μπορούν να παράγουν οτιδήποτε τους είναι αναγκαίο και απαλλάσσονται από ενδεχόμενα προβλήματα έγκαιρης προμήθειας πρώτων υλών και έγκαιρης διανομής των αγαθών. Η κάθετη ολοκλήρωση διακρίνεται σε κάθετη ολοκλήρωση προς τα εμπρός, όπου επεκτείνεται σε επόμενα επίπεδα της εφοδιαστικής αλυσίδας σε κάθετη ολοκλήρωση προς τα πίσω, όπου επεκτείνεται σε προηγούμενα επίπεδα.

Ένα παράδειγμα κάθετης ολοκλήρωσης και μάλιστα προς τα πίσω, είναι το Netflix. Η εταιρεία ξεκίνησε ως εταιρεία ενοικίασης DVD με υλικό κινηματογράφου και τηλεόρασης. Η διοίκηση της εταιρείας συνειδητοποίησε πως θα μπορούσε να παράγει περισσότερα έσοδα δημιουργώντας αυτή το υλικό και να χρησιμοποιεί το μοντέλο διανομής της για να προωθήσει το δικό της υλικό μαζί με ταινίες μεγάλων παραγωγών.

Στο διάγραμμα 1.1 παρουσιάζεται η διαφορά της κάθετης ολοκλήρωσης (αριστερά) και της οριζόντιας ολοκλήρωσης (δεξιά). Στην περίπτωση της κάθετης ολοκλήρωσης η επιχείρηση αγοράζει άλλες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά επίπεδα παραγωγής, ενώ στην οριζόντια ολοκλήρωση η επιχείρηση αγοράζει τους ανταγωνιστές της.



**Διάγραμμα 1. 1:** Η διαφορά μεταξύ Κάθετης και Οριζόντιας Ολοκλήρωσης.

Πηγή: <http://ushap201516.blogspot.com/2016/05/vertical-vs-horizontal-integration.html>

**Ασυσχέτιστη συγχώνευση** είναι η συγχώνευση εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε εντελώς διαφορετικό κλάδο. Η δυναμική, που δημιουργείται από το συνδυασμό των πόρων των εταιρειών είναι δυνατόν να ωφελήσει στην επίτευξη των στόχων των εταιρειών στους επιμέρους κλάδους που δραστηριοποιούνται ενώ δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας με τη

μείωση του κόστους διοίκησης. Ωστόσο, μέσω της ασυσχέτιστης συγχώνευσης είναι δυνατόν να οδηγηθεί η εταιρεία σε κακή απόδοση καθώς εάν η απορροφούσα επιχείρηση δεν έχει εμπειρία στη βιομηχανία αποκτηθείσας επιχείρησης μπορεί να αναπτύξει αναποτελεσματικές πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης και να μη διαθέτει κατάλληλα καταρτισμένο προσωπικό (Aggarwal 2012).

### **1.3 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές εμφανίζουν τέσσερις βασικές διαφορές. Πρώτον, οι συγχωνεύσεις απαιτούν τη συνεργασία της διοίκησης της επιχειρήσης – στόχου προκειμένου να συνδυαστούν τα περιουσιακά στοιχεία ενώ στις εξαγορές δεν συμβαίνει αυτό. Ο Hirshleifer (1995) εξηγεί ότι η αγορά μίας άλλης εταιρείας μπορεί να γίνει με την αγορά μερικών ή όλων των μετοχών της, ώστε να αντιμετωπιστεί η απόρριψη από τη διοίκηση της εταιρείας που θα εξαγοραστεί. Δεύτερον, σε αντίθεση με τις εξαγορές, οι εταιρείες που συγχωνεύονται πρέπει να είναι ίδιου περίπου μεγέθους παρόλο που τελικά μία εταιρεία θα είναι η κυρίαρχη. Τρίτον στις συγχωνεύσεις έχουμε τη συμμετοχή και των δύο εταιρειών στα περιουσιακά στοιχεία τους ενώ στις εξαγορές η συμμετοχή είναι μονομερής. Τέταρτον στις εξαγορές η εταιρεία – στόχος παύει να υφίσταται μετά τη συμφωνία. Αντίθετα, μετά από μία συγχώνευση μεταξύ δύο εταιρειών συνήθως, δημιουργείται μία νέα οντότητα.

### **1.4 ΑΠΟΣΧΙΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

Οι αποσχίσεις εταιρειών (divestments) που αποτελούν τις αντίθετες κινήσεις των Σ&Ε. Είναι η διαδικασία πώλησης μίας επιχειρηματικής μονάδας ή θυγατρικής εταιρείας από τη μητρική εταιρεία προκειμένου να μεγιστοποιήσει την αξία της. Οι εταιρείες επιλέγουν να αναπτύξουν αυτή τη στρατηγική για να μεγιστοποιήσουν την αξία τους, να αποκτήσουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και για να προσαρμοστούν στις μεταβολές του οικονομικού, κοινωνικού, πολιτικού και τεχνολογικού περιβάλλοντος. Αρκετές αποσχίσεις γίνονται για να διορθώσουν λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις του παρελθόντος. Οι αποσχίσεις διακρίνονται σε:

**Εκποιήσεις (Sell-offs)** είναι η πωλήσεις τμημάτων ή επιχειρηματικών μονάδων απο μία εταιρεία σε μία άλλη. Πραγματοποιείται συνήθως γιατί τελικά η επιχειρηματική μονάδα δεν ταιριάζει στην στρατηγική που επιθυμεί να ακολουθήσει η μητρική ή για την αύξηση της ρευστότητας της εταιρείας ώστε να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της.

**Αποσκιρτήσεις (Spin-offs)** είναι η απόσχιση της θυγατρικής απο τη μητρική εταιρεία και δημιουργία μίας νέας εταιρείας. Σε αυτή την περίπτωση διανέμονται αναλογικά οι μετοχές στους μετόχους, και πλέον διαθέτουν μετοχές και στις δύο εταιρείες. Εφαρμόζεται συνήθως σε θυγατρικές εταιρείες που είναι υγιείς και δίνει τη δυνατότητα στη μητρική εταιρεία να επικεντρώνεται σε θέματα που την αφορούν. Τέλος, ενισχύει τη διαφάνεια και των δύο στο χρηματιστήριο καθώς δημοσιεύονται ξεχωριστές οικονομικές καταστάσεις.

**Αποσχίσεις (Split-offs)** είναι η μεταβίβαση των μετοχών της θυγατρικής εταιρεία σε κάποιους απο τους μετόχους της μητρικής, μέσω ανταλλαγής των μετοχών που κατέχουν στη μητρική εταιρεία.

**Καταμήσεις (Split-ups)** είναι μία απόσχιση κατά την οποία η μητρική εταιρεία διαμελίζεται σε πολλές ξεχωριστές εταιρείες έπειτα απο μία αλυσίδα αποσχίσεων και παύει να υφίσταται. Πραγματοποιείται στην περίπτωση που μία επιχείρηση διαθέτει πολλές επιχειρηματικές μονάδες κάτι που κάνει δύσκολη την αύξηση της κερδοφορίας. Ακόμη, είναι πιθανόν μία τέτοια διάσπαση να επιταχθεί απο την κυβέρνηση σε περιπτώσεις όπου εφαρμόζονται μονοπωλιακές πρακτικές.

**Μετοχές διεύρυνσης αγοραίας αξίας (Carve-outs)** η μητρική εταιρεία μειώνει το ποσοστό της ιδιοκτησίας της σε θυγατρική, παραιτούμενη των δικαιωμάτων της σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μέσω δημόσιας εγγραφής της θυγατρικής της.

## **1.5 ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΩΝ**

Η δεκαετία του 1980 χαρακτηρίστηκε απο ένα νέο τύπο εξαγορών γνωστό που οι εταιρείες χρηματοδοτούσαν τις εξαγορές με υψηλό διατραπεζικό δανεισμό και μικρό ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου. Μερικές φορές τέτοιου είδους σχηματισμοί χρησιμοποιούνται για να



αντιμετωπιστούν ενδεχόμενες εχθρικές εξαγορές. Διακρίνονται σε εξαγορές μέσω χρηματοοικονομικής μόχλευσης, εξαγορές απο διοικητικά στελέχη, αντίστροφες εξαγορές.

### **1.5.1 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΜΕΣΩ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ**

Η εξαγορά μέσω χρηματοοικονομικής μόχλευσης (leverage buyout) αναφέρεται στην εξαγορά των περιουσιακών στοιχείων μίας εταιρείας εισηγμένης στο χρηματιστήριο, μέσω της χρήσης δανειακών κεφαλαίων. Συνήθως, χρησιμοποιείται μία αναλογία 90% χρέους και 10% ίδια κεφάλαια και η επιχείρηση μετατρέπεται σε μη εισηγμένη εταιρεία (going private transactions). Στη μοχλευμένη εξαγορά εξαιτίας της μεγάλης δανειακής επιβάρυνσης, τα ομόλογα που εκδίδονται για τη χρηματοδότηση τέτοιων εξαγορών ονομάζονται ομόλογα υψηλού κινδύνου (junk bonds).

Αποτελεί μία εχθρική κίνηση, γιατί συνήθως επιβάλλεται απο την εταιρεία-αγοραστή. Τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης εταιρείας χρησιμοποιούνται συχνά ως εγγύηση αποπληρωμής του δανείου μαζί με τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοράζουσας εταιρείας. Τα στελέχη που ακολουθούν αυτή την πρακτική, καλούνται να λάβουν αποφάσεις ώστε να εξασφαλίσουν την απαραίτητη ρευστότητα δηλαδή ισχυρές ταμειακές ροές ώστε εκτός απο τη χρηματοδότηση της δραστηριότητας της εταιρείας να εξυπηρετεί τα υψηλά επίπεδα δανεισμού.

### **1.5.2 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΑΠΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

Οι εξαγορές απο διοικητικά στελέχη αποτελούν ειδική περίπτωση της εξαγοράς με μόχλευση. Είναι πρωτοβουλία μίας ομάδας διοικητικών στελεχών που αγοράζουν μία εταιρεία. Τα στελέχη προβαίνουν σε αυτή την κίνηση διότι πιστεύουν ότι έχουν την τεχνογνωσία και την εμπειρία να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης. Πολλές φορές λόγω των μεγάλων κεφαλαίων που απαιτούνται για να αποκτήσουν την εταιρεία, τα διοικητικά στελέχη συνεργάζονται με άλλες ομάδες επενδυτών (venture capitals).

Μερικοί λόγοι που οδηγούν τα διοικητικά στελέχη σε τέτοιου είδους εξαγορές είναι:

- Δυνατότητα απόκτησης της επιχείρησης στην οποία εργάζονται.
- Η πίστη στις προοπτικές της επιχείρησης η οποία υπο-αποδίδει

- Η απελευθέρωση από τον ασφυκτικό αναγκασμό της μητρικής εταιρείας
- Η ανησυχία για πιθανή πώληση της εταιρείας σε τρίτο ή και ενδεχόμενη απώλεια της εργασίας τους

### **1.5.3 ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΕΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ**

Αντίστροφη εξαγορά είναι η διαδικασία κατά την οποία μία εταιρεία που έχει μετατραπεί σε κλειστού τύπου έπειτα από εξαγορά μέσω μόχλευσης, γίνεται ξανά ανοιχτού τύπου δηλαδή εισηγμένη πιθανόν μέσω πώλησης της συμμετοχής των αρχικών επενδυτών με δημόσια εγγραφή στο επενδυτικό κοινό. Εμπειρικές μελέτες όπως αυτή του Muscarella και Vetsuypens (1990) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των εταιρειών μετά από εξαγορά μέσω μόχλευσης λειτουργούν ως εταιρείες κλειστού τύπου για περίπου τρία χρόνια. Έτσι, οι εξαγορές μέσω μόχλευσης είναι αποφάσεις βραχύπροθεσμου χρονικού ορίζοντα καθώς μετά από λίγα χρόνια οι επιχειρήσεις που μετατρέπονται σε κλειστού τύπου οδηγούνται σε αντίστροφες εξαγορές. Οι αντίστροφες εξαγορές πραγματοποιούνται για να αυξήσουν τη ρευστότητα της επιχείρησης σε περίπτωση που δεν είναι σε θέση να διατηρήσει το χρέος της σε ελεγχόμενο επίπεδο χρησιμοποιώντας μόνο τις ταμειακές ροές της. Τέλος, ένας άλλο κίνητρο που οδηγεί σε αντίστροφες εξαγορές είναι η επιθυμία των στελεχών να μειώσουν τον κίνδυνο που προκύπτει από τη δέσμευση μεγάλου ποσοστού του προσωπικού πλούτου σε εξαγορές μέσω μόχλευσης.

## BIBΛIOΓΡΑΦΙΑ 1<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
2. Λεοντάρης Μιλτιάδης, 2000, «Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών», εκδ. Πάσιμος, Αθήνα
3. Ξανθάκης Μανώλης και Αλεξάκης Χρήστος, 2007 «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων», εκδ. Σταμούλης, Αθήνα
4. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, 2002, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: ελληνική και διεθνής εμπειρία, τόμος Α», εκδ. Ε. Μπένου, Αθήνα
5. Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας επιχείρησης» εκδ. Βρύκουσ, Πειραιάς

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

6. Bruner Robert, 2004, “Applied Mergers and Acquisitions”, John Wiley and sons Ltd, USA
7. DePamphilis Donald, 2011, “Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities”, Academic Press, USA
8. Gaugan A. Patrick, “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”, John Wiley and sons Ltd, USA
9. Reed Stanley Foster, Reed Lajoux Alexandra and Nesvold H. Peter, 2007, “The Art of M&A a Merger Acquisition Buyout Guide”, McGraw-Hill Education, UK

### ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

10. Eleftheriadis Ioardanis, Pazarskis Michail, Christodoulou Petros and Drogalas A. George, 2012, “Evaluating Post-Merger Performance and Risk at Conglomerate Mergers in Greece”, Archives of Economic History, pp 37-55
11. Francois Degeorge and Richard Zeckhauser, 1993, “The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence”, The Journal of Finance, vol 48, No 4 September, pp. 1323-1348
12. Hirschleifer David, 1995, “Chapter 26 Mergers and Acquisition: Strategic and Information Issues”, Handbooks in Operations Research and Management Science vol. 9, pp. 839-885

13. Trevor Chamberlain, Francois-Xavier Joncheray, 2017, "Reverse Leveraged Buyout Return Behavior: Some European Evidence", Eurasian Journal of Economics and Finance, pp. 142-175

**ΠΗΓΕΣ ΑΠΟ ΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ**

14. <http://www.investopedia.com/university/mergers/>
15. <http://ushap201516.blogspot.com/2016/05/vertical-vs-horizontal-integration.html>
16. <https://www.hec.ca/finance/Fichier/Aggarwal.pdf>
17. <https://www.hec.ca/finance/Fichier/Aggarwal.pdf>
18. [https://econ.medarbejdere.au.dk/fileadmin/Economics\\_Business/Research/Seminars/2013/Paper\\_The\\_importance\\_of\\_Industry\\_Relatedness\\_in\\_MA.pdf](https://econ.medarbejdere.au.dk/fileadmin/Economics_Business/Research/Seminars/2013/Paper_The_importance_of_Industry_Relatedness_in_MA.pdf)

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ**

### **2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Απο μελέτες στρατηγικού management προκύπτει ότι η μεγάλη πλειοψηφία των Σ&Ε αποτυγχάνει να φέρει εις πέρας τους στόχους που έχει θέσει πριν τη συγχώνευση. Η μελέτη του του Παπαδάκη (2002) στην οποία εξετάστηκαν 72 περιπτώσεις συγχωνεύσεων για την περίοδο 1997-1999 έδειξε ότι περίπου το 58% των επιχειρήσεων του δείγματος είδαν τη συνολική απόδοση των κεφαλαίων τους να μειώνεται ένα χρόνο μετά τη Σ&Ε, σε σχέση με την απόδοση της τριετίας πριν το έτος της συγχώνευσης. Επιπλέον, ποσοστό μεγαλύτερο του 60% των επιχειρήσεων του δείγματος δεν επιβεβαίωσαν τις προσδοκίες τους σχετικά με την υλοποίηση των αναμενόμενων συνεργειών κατά την περίοδο μετά τη συγχώνευση. Απο τα παραπάνω προκύπτει ότι οι Σ&Ε πιο συχνά καταστρέφουν παρά δημιουργούν αξία. Η πιθανότητα αποτυχίας είναι πάνω απο 50% και αυτό καθιστά τις Σ&Ε συναλλαγές ιδιαίτερα μεγάλου επιχειρηματικού κινδύνου. Συνεπώς προκύπτει το ερώτημα που σχετίζεται με το τι είναι αυτό που κάνει τις επιχειρήσεις να εμπλέκονται σε μία τέτοια δραστηριότητα υψηλού κινδύνου;

Είναι φανερό ότι κάθε επιχείρηση έχει τα δικά της κίνητρα για να προχωρήσει σε Σ&Ε ανάλογα με τους ευρύτερους στόχους που θέλει να επιτύχει. Ο J. Fred Weston και άλλοι μελετητές χωρίζουν τους λόγους που επιχειρήσεις προχωρούν σε Σ&Ε σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αποτελείται απο κίνητρα που αφορούν την αύξηση της αξίας της επιχείρησης ή τα κέρδη των μετόχων, ενώ η δεύτερη που αυξάνουν τον πλούτο του μάνατζερ της εταιρείας.

### **2.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΑΥΞΑΝΟΥΝ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Η αύξηση των κερδών των μετόχων, αναφέρεται στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Η αξία μίας επιχείρησης αυξάνεται όταν τα κέρδη της αυξάνονται και αυτό πετυχαίνεται με τη μείωση του κόστους παραγωγής, με την αύξηση της αποδοτικότητας των λειτουργιών της

επιχείρησης ή με την ενίσχυση της θέσης της στην αγορά. Τα κίνητρα που εντάσσονται στην παραπάνω κατηγορία αναλύονται από την υποενότητα 1 έως 8.

### **2.2.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ**

Μία επιχείρηση λέγεται πως έχει οικονομίες κλίμακος όταν το μακροχρόνιο μέσο συνολικό κόστος μειώνεται καθώς αυξάνεται η ποσότητα παραγωγής. Με άλλα λόγια πετυχαίνονται όταν με την αύξηση της παραγωγής έχει μείωση του οριακού κόστους, διότι τα σταθερά κόστη επιμερίζονται σε περισσότερες μονάδες προϊόντων. Οι εκροές αυξάνονται αναλογικά περισσότερο με την αύξηση των εισροών και υποθέτοντας ότι οι τιμές των εισροών παραμένουν σταθερές, το οριακό κόστος παραγωγής μειώνεται. Ακόμη, πρέπει να τονιστεί ότι οι οικονομίες κλίμακας μετά από ένα σημείο (άριστο) παύουν να ισχύουν και εξαιτίας της μεγάλης αύξησης του όγκου της επιχείρησης προκαλούνται προβλήματα που έχουν σχέση με την οργάνωση της επιχείρησης τα οποία οδηγούν σε αντισοικονομίες κλίμακας που αυξάνουν το κατά μονάδα κόστος. Τέλος, οι οικονομίες κλίμακος μπορούν να επιτευχθούν κυρίως στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων.

### **2.2.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΦΑΣΜΑΤΟΣ**

Οι περισσότερες επιχειρήσεις διαθέτουν πολλές διαφορετικές σειρές προϊόντων. Σε αυτές τις περιπτώσεις που οι επιχειρήσεις δεν παράγουν μόνο ένα προϊόν έχουν τη δυνατότητα να επιτύχουν οικονομίες φάσματός. Οι οικονομίες φάσματος προκύπτουν όταν μία αύξηση στη σειρά των παραγόμενων προϊόντων επάγεται μείωση του συνολικού κόστους. Διαφορετικά, επιτυγχάνονται εάν το μέσο κόστος παραγωγής δύο προϊόντων ξεχωριστά μειώνεται όταν παράγονται από κοινού, με την προϋπόθεση ότι τα δύο προϊόντα σχετίζονται μεταξύ τους.

Οι επιχειρήσεις για να ενισχύσουν τις γραμμές προϊόντων ώστε να διαθέτουν το σωστό μίγμα προϊόντων, προτιμούν να στρέφονται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, αντί να προωθήσουν μία νέα επωνυμία από την αρχή. Οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις αυξάνουν τον αριθμό των προϊόντων τους πετυχαίνουν μείωση στα κόστη έρευνας και ανάπτυξης χρησιμοποιούν κοινά κανάλια διανομής κ.λ.π.

### **2.2.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΑΘΕΤΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ**

Μία επιχείρηση μπορεί να εξασφαλίζει τις πρώτες ύλες που χρησιμοποιεί στην παραγωγή από τους προμηθευτές της ή να συνεργάζεται με διανομέα για να πουλά τα προϊόντα της. Εναλλακτικά, μπορεί να παράγει τις πρώτες ύλες ή και να διανέμει τα προϊόντα της η ίδια. Μία τέτοια διαδικασία ονομάζεται οικονομία κάθετης ολοκλήρωσης και συνήθως επιτυγχάνεται με συγχώνευση ή εξαγορά ενός προμηθευτή ή διανομέα. Οι οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης εμφανίζονται όταν μία επιχείρηση επιτυγχάνει χαμηλότερο λειτουργικό κόστος εκτελώντας όλα τα στάδια παραγωγής και πολλές φορές κατέχοντας κανάλια διανομής και σημεία πώλησης αντί να συνάπτει συμβάσεις με άλλες εταιρείες. Η καθετοποίηση της παραγωγής είναι ένα ισχυρό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, διότι δίνει τη δυνατότητα να αποτρέψει την ισχυροποίηση των ανταγωνιστών και να θέτει εμπόδια εισόδου στις νέες επιχειρήσεις στην αγορά. Έτσι θα ενισχυθεί το μερίδιο αγοράς της νέας εταιρείας και θα είναι σε θέση να αυξήσει τις τιμές των προϊόντων τους.

### **2.2.4 ΔΙΑΧΥΣΗ ΤΕΧΝΟΓΝΩΣΙΑΣ**

Οι επιχειρήσεις ενδέχεται να έχουν διαφορετικές τεχνολογικές ή διοικητικές ικανότητες για λόγους όπως διαφορετικών διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, διαφορετικής διαχείρισης, διαφορετικής οργανωσιακής κουλτούρας κ.λ.π. Η συγχώνευση μεταξύ επιχειρήσεων οι οποίες έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά μπορεί να οδηγήσει σε διάχυση της τεχνογνωσίας προς μία κατεύθυνση είτε σε αμφίδρομη διάχυση. Η τελευταία μπορεί να επιτευχθεί όταν διαθέτουν συμπληρωματικές ικανότητες ή συμπληρωματικά περιουσιακά στοιχεία όπως πατέντες. Ένα σχετικό παράδειγμα είναι η συγχώνευση μεταξύ μίας επιχείρησης που είναι έντασης R&D και παράγει ένα καινοτόμο προϊόν με μία άλλη, η οποία διαθέτει εξελιγμένο δίκτυο διανομής.

### **2.2.5 ΕΞΟΡΘΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ**

Ο εξορθολογισμός της παραγωγής αναφέρεται στην εξοικονόμηση κόστους που μπορεί να επιτευχθεί με την μετατόπιση της παραγωγής από το ένα εργοστάσιο στο άλλο. Είναι η

βέλτιστη κατανομή των επιπέδων παραγωγής στα διάφορα εργοστάσια μιας επιχείρησης. Πριν από τη συγχώνευση οι δύο επιχειρήσεις είναι πολύ πιθανό να έχουν διαφορετικό οριακό κόστος παραγωγής. Αυτό μπορεί να συμβαίνει για τρεις λόγους. Πρώτον, μπορεί η μία επιχείρηση να έχει πολύ μεγάλο φυσικό κεφάλαιο. Δεύτερον, να κατέχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα λόγω κατοχής σημαντικής ευρεσιτεχνίας. Τέλος, οι δύο επιχειρήσεις παράγουν σε διαφορετικά επίπεδα παραγωγής εξαιτίας των περιορισμών παραγωγικής ικανότητας. Μετά τη συγχώνευση η νέα εταιρεία γίνεται πολυεπίπεδη και μπορεί να πραγματοποιεί εξοικονομηση κόστους μετατοπίζοντας την παραγωγή σε εργοστάσια με χαμηλότερο οριακό κόστος παραγωγής. Η πιο δραστική περίπτωση εξορθολογισμού της παραγωγής συμβαίνει όταν η μία από τις δύο συγχωνευθείσες επιχειρήσεις διαθέτει χαμηλό οριακό κόστος σε όλα τα στάδια της παραγωγής. Ουσιαστικά η συγχώνευση θα οδηγήσει στην ανακατανομή όλης της παραγωγής στη μία επιχείρηση ενώ η λιγότερο αποδοτική θα σταματήσει να λειτουργεί.

#### **2.2.6 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ**

Όταν μία επιχείρηση διαπιστώσει πως μία άλλη είναι υποτιμημένη καθώς χαρακτηρίζεται από αναποτελεσματική διαχείριση μπορεί να την αποκτήσει και να αντικαταστήσει τον manager. Με αυτόν τον τρόπο είναι εφικτή η εξάλειψη των διευθυντικών στελεχών που είτε επιδιώκουν στόχους που δεν εμπίπτουν με τα συμφέροντα των μετόχων, είτε απλώς είναι ανίκανοι. Ακόμη, πολλοί συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η απειλή εξαγοράς για λόγους εταιρικής διαχείρισης λειτουργεί ως μηχανισμός πειθαρχίας των διευθυντικών στελεχών στους στόχους των μετόχων.

#### **2.2.7 ΑΓΟΡΑΣΤΙΚΗ ΔΥΝΑΜΗ**

Πολλές μικρές επιχειρήσεις πολλές φορές αγοράζουν τις πρώτες ύλες σε τιμές υψηλότερες του οριακού κόστους. Όταν οι επιχειρήσει συγχωνευτούν η διαπραγματευτική δύναμή απέναντι στους προμηθευτές μπορεί να αυξηθεί και έτσι η νέα επιχείρηση να ασκεί πίεση για να επιτύχουν εκπτώσεις. Σε περίπτωση που υπάρχει μικρή ισχύς από την πλευρά του προμηθευτή, η αυξημένη διαπραγματευτική δύναμη της συγχωνευόμενης επιχείρησης μπορεί να είναι κοινωνικά βλαβερή. Αντίθετα, εάν η διαπραγματευτική δύναμη της νέας



εταιρείας είναι αντισταθμιστική της δύναμης του προμηθευτή τότε τα οφέλη από τη συγχωνευμένη επιχείρηση συμπίπτουν με τα κοινωνικά οφέλη.

### **2.2.8 ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ**

Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις Σ&Ε στις οποίες το βασικό κίνητρο ήταν να αποτρέψουν τον ανταγωνιστή τους να συγχωνευτεί με μία επιχείρηση. Ο λόγος είναι ότι η συγχωνευθείσα εταιρεία θα είναι πιο αποδοτική εφόσον βελτιώσει την απόδοση κόστους και θα γίνει πιο ισχυρός ανταγωνιστής στην αγορά που δραστηριοποιείται. Ένα παράδειγμα όπου μία εταιρεία προχωρά σε Σ&Ε για προληπτικούς λόγους είναι η απόκτηση του 51% των δικαιωμάτων της Continental Airline από την Northwest Airline. Ωστόσο, συμφώνησαν πως η τελευταία δεν θα μπορεί να χρησιμοποιήσει το ποσοστό συμμετοχής της για να παρεμβαίνει στη διαχείριση της πρώτης για έξι χρόνια, αλλά να έχει το δικαίωμα να αποκλείει συγχωνεύσεις.

## **2.3 ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΑΥΞΑΝΟΥΝ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΤΟΥ ΜΑΝΑΤΖΕΡ**

Στην κατηγορία αυτή συναντάμε κίνητρα που έχουν σχέση με αποφάσεις των μάνατζερς, που τις περισσότερες φορές αποτυπώνουν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες. Ιδιαίτερα στις περιπτώσεις που η ιδιοκτησία και η διοίκηση έχουν διαχωριστεί, τα κίνητρα εξυπηρετούν τους προσωπικούς στόχους των στελεχών.

### **2.3.1 Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΜΙΑΣ ΑΥΤΟΚΡΑΤΟΡΙΑΣ (EMPIRE BUILDING)**

Οι μάνατζερς έχουν ως στόχο να μεγαλώσουν την επιχείρηση την οποία ηγούνται. Επιδίδουν την ανάπτυξη της εταιρείας με τον πιο γρήγορο τρόπο και αυτό μπορούν να το επιτύχουν μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ο λόγος που τους οδηγεί σε τέτοιες κινήσεις είναι η σχέση των αποδοχών τους με το μέγεθος της εταιρείας που διοικούν.

### **2.3.2 ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

Πολλές φορές η επενδυτική στρατηγική του μάνατζερ είναι η δημιουργία ενός βέλτιστου χαρτοφυλακίου περιέχοντας εξαγορές και συγχωνεύσεις. Σύμφωνα με τη θεωρία του χαρτοφυλακίου οι Σ&Ε είναι ένας τρόπος για να επιτύχουν διαφοροποίηση (διασπορά κινδύνου) και μεγιστοποίηση των αναμενόμενων αποδόσεων. Ωστόσο, μερικές φορές οι μάνατζερς επιλέγουν να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο καθώς επιδιώκουν την ατομική τους προβολή και ανάδειξη. Το γεγονός αυτό οδηγεί σε περιπτώσεις που αυξάνεται το τίμημα της εξαγοράς λόγω λαθασμένης αποτίμησης της συνένωσης αλλά και σε σύγκρουση με τους στόχους των μετόχων.

### **2.3.3 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΟΔΑΣ (BANDWAGON EFFECT)**

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών επηρεάζεται από την κατάσταση της οικονομίας. Σε περιόδους οικονομικής κρίσης, όπου παρατηρείται αύξηση των αριθμών των συγχωνεύσεων, οι μάνατζερς πιέζονται στο να προχωρήσουν και αυτοί σε μία τέτοια κίνηση καθώς αυτή είναι η τάση της αγοράς. Αρχικά, είναι σύνηθες οι μάνατζερς να δέχονται έντονη κριτική από τα μέσα ενημέρωσης και τους οικονομικούς αναλυτές για τη μη διεξαγωγή μίας τέτοιας στρατηγικής κίνησης. Επίσης, οι μέτοχοι, έχοντας το φόβο μήπως μειωθούν τα κέρδη της επιχείρησης από τους ανταγωνιστές που προχωρούν σε Σ&Ε, παροτρύνουν τους μάνατζερς να προχωρήσουν και αυτοί σε μία αντίστοιχη κίνηση. Τέλος, οι εργαζόμενοι ασκούν και αυτοί με τη σειρά τους πίεση προς τους μάνατζερς, διότι εάν δεν προχωρήσει σε μία Σ&Ε η επιχείρηση που εργάζονται, τότε είναι πιθανό να γίνει στόχος μίας εχθρικής συγχώνευσης που θα έχει ως αποτέλεσμα μειώσεις μισθών και απολύσεις του ανθρώπινου δυναμικού.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά τα σημαντικότερα κίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές και επισημαίνεται εάν αφορούν τους μετόχους ή τους μάνατζερς.

**Πίνακας 2. 1:** Σύνοψη των βασικών κινήτρων των συγχωνεύσεων και εξαγορών

<b>Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών</b>	<b>Ποιόν Αφορούν;</b>
Οικονομίες Κλίμακας	Μετόχους
Οικονομίες Φάσματος	Μετόχους
Οικονομίες Κάθετης Ολοκλήρωσης	Μετόχους
Διάχυση Τεχνολογίας	Μετόχους
Εξορθολογισμός της Παραγωγής	Μετόχους
Εταιρική Διαχείριση	Μετόχους
Αγοραστική Δύναμη	Μετόχους
Προληπτικοί Λόγοι	Μετόχους
Δημιουργία μίας Αυτοκρατορίας	Μάνατζερς
Μείωση του Κινδύνου	Μάνατζερς
Επίδραση της Μόδας	Μάνατζερς

## **2.4 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

Εκτός από την παρουσίαση των κινήτρων, τα οποία οδηγούν πολλές επιχειρήσεις να αναλάβουν το ρίσκο πραγματοποίησης μίας εξαγοράς και συγχώνευσης, πολλοί μελετητές ασχολήθηκαν και με τα αίτια αποτυχίας αυτών των δραστηριοτήτων. Το ποσοστό των εξαγορών και συγχωνεύσεων με ικανοποιητική απόδοση σε πολλές περιπτώσεις παμένει πολύ μικρό και αυτό καθιστά αναγκαίο τον εντοπισμό της πηγής της αποτυχίας. Οι λόγοι αυτοί μπορεί να είναι είτε ποσοτικοί είτε ποιοτικοί.

### **2.4.1 ΛΑΝΘΑΣΜΕΝΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ-ΣΤΟΧΟΥ**

Ένας βασικός λόγος όπως έχουμε αναφέρει νωρίτερα που μία επιχείρηση πραγματοποιεί μία Σ&Ε είναι η δυνατότητα να επιτευχθούν ένα ή περισσότερα ανταγωνιστικά πλεονέκτηματα δηλαδή ικανότητες που δεν διαθέτουν ανταγωνίστριες εταιρείες και είναι δύσκολο να αποκτηθούν ή να μιμηθούν. Ένας τρόπος για να πραγματοποιηθεί αυτό είναι η δημιουργία θετικής συνέργιας. Οι όποιες εκτιμήσεις ότι μία Σ&Ε δύο εταιρειών θα ενισχύσει τις επιχειρηματικές δραστηριότητες καθώς το μερίδιο αγοράς θα αυξηθεί μπορεί να

αποδειχθεί ότι είναι λάθος καθώς είναι απαραίτητο να ληφθούν υπ' όψιν και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία της Σ&Ε. Για παράδειγμα οι ανταγωνιστές της επιχείρησης που προχωρά σε μία τέτοια δραστηριότητα είναι πολύ πιθανόν να κάνουν το ίδιο ώστε να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες της αγοράς. Πολλές επιχειρήσεις εξαγοράζουν άλλες είτε επειδή αυτή είναι η τάση της αγοράς είτε από φόβο πως το μικρό μέγεθός τους τους καταστήσει ευάλωτους στους κινδύνους της αγοράς. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι επιχειρήσεις επιθυμώντας να αποκτήσουν γρήγορα μεγαλύτερο ποσοστό ελέγχου στον κλάδο προβαίνουν σε βιαστικές κινήσεις. Η μη αιτιολογημένη εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας αντί να αποφέρει συνέργεια, οδηγεί συχνά στο αντίθετο αποτέλεσμα και θέτει σε κίνδυνο την ύπαρξη και της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Συνεπώς, υπάρχουν πολλές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης θετικής συνέργειας καθώς και το ενδεχόμενο να υπάρχει δυνατότητα συνέργειας αλλά τα διοικητικά στελέχη των εταιρειών να μην μπορούν να την αντιληφθούν και να μην είναι σε θέση να κατευθύνουν τη δραστηριότητα των συγχωνευμένων επιχειρήσεων προς τη σωστή κατεύθυνση ώστε να επιτύχουν θετικά αποτελέσματα.

#### **2.4.2 ΑΔΥΝΑΜΙΑ ΟΜΑΛΗΣ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

Ένας ακόμα λόγος αποτυχίας μίας Σ&Ε είναι η δυσκολία για γρήγορη και επιτυχημένη ενοποίηση των δύο επιχειρήσεων. Η προσπάθεια ένωσης δύο επιχειρήσεων με διαφορετικό τρόπο λειτουργίας, εταιρική κουλτούρα, εφαρμογής χρηματοοικονομικής παρακαολούθησης και συστημάτων ελέγχου είναι ιδιαίτερα δύσκολη. Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι σημαντικός παράγοντας επιτυχίας των Σ&Ε τείνει να αγνοείται αρκετές φορές κατά την αξιολόγηση των προτάσεων. Συχνά η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν αντιλαμβάνεται το μέγεθος της αβεβαιότητας που επικρατεί μεταξύ των εργαζόμενων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, καθώς δεν γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους ή θα απολυθούν μετά την ολοκλήρωση της Σ&Ε. Η αβεβαιότητα μεταξύ των εργαζόμενων οδηγεί σε πτώση του ηθικού, άγχος, απουσίες από την εργασία και μείωση της παραγωγικότητας καθώς οι εργαζόμενοι νιώθουν φοβισμένοι και προδωμένοι.

### **2.4.3 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

Η απόφαση μίας Σ&Ε μπορεί να συμβαδίζει με υψηλό κόστος για την υλοποίησή της. Το αυξημένο κόστος είναι δυνατό να προκύπτει από ανακριβείς αναλύσεις, λόγω ελλιπούς ανάλυσης των οικονομικών της επιχείρησης που είναι στόχος, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης από τα διοικητικά στελέχη για την απόφασή τους. Οπότε αν την περίοδο των διαπραγματεύσεων οι μετοχές της εταιρείας – στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο και κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων της συναλλαγής αυξηθεί η τιμή της μετοχής της, τότε η εταιρεία – αγοραστής καταλήγει να καταβάλει μεγάλο premium στους μετόχους της πρώτης. Ακόμη, πολλές είναι οι περιπτώσεις που η παρουσία περισσότερων ενδιαφερόμενων καθώς και η χρήση τακτικών αμύνης από την πλευρά της εξαγοραζόμενης εταιρείας, οδηγούν σε μεγαλύτερο premium από ότι είναι διατεθειμένοι να καταβάλλουν οι αγοραστές. Τέλος, ενδέχεται να επιλεχθούν ανορθόδοξοι τρόποι χρηματοδότησης όπως να διατεθούν χρηματικοί πόροι που αρχικά προορίζονταν για άλλες επενδυτικές δραστηριότητες.

### **2.4.4 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

Η οικονομική κατάσταση που επικρατεί στην αγορά αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την τελική έκβαση μίας Σ&Ε. Απρόβλεπτες οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στο εσωτερικό της χώρας προκαλούν αστάθεια και κινδύνους, οι οποίοι με τη σειρά τους καθιστούν την εταιρεία αφερέγγυα και ανίκανη να καταβάλλει το τίμημα της εξαγοράς. Επιπλέον, σε περίπτωση όπου η Σ&Ε αφορά διασυνοριακές εταιρείες θα πρέπει να γίνεται ενδελεχής έλεγχος του νομοθετικού πλαισίου και των δύο χωρών και να παρακολουθούνται δεδομένα που μεταβάλλονται συνεχώς όπως οι συναλλαγματικές ισοτιμίες.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
2. Ξανθάκης Μανώλης και Αλεξάκης Χρήστος, 2007 «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων», εκδ. Σταμούλης, Αθήνα
3. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, 2002, «Στρατηγική των επιχειρήσεων: ελληνική και διεθνής εμπειρία, τόμος Α», εκδ. Ε. Μπένου, Αθήνα

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

4. DePamphilis Donald, 2011, “Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities”, Academic Press, USA
5. Reed Stanley Foster, Reed Lajoux Alexandra and Nesvold H. Peter, 2007, “The Art of M&A a Merger Acquisition Buyout Guide”, McGraw-Hill Education, UK
6. Simeon Paula, 2016, “Mergers and Acquisitions Motives on Post-Acquisition Performance”, Lulu.com, UK

### ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

7. Alfiatul Rohmah Mohamed Hussain, Zuraidah Mohd Sanusi, Sakthi Mahenthiran and Suhaily Hasnan, 2016, “Management Motives and Firm Financial Misstatements in Malaysia” International Journal of Economics and Financial Issues, vol. 6, pp. 18-25
8. Martynova Marina and Renneboog Luc, 2008, “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”, Journal of Banking Finance, vol. 32, pp. 2148-2177
9. Mueller C. Dennis and Sirower L. Mark, 2003, “The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms’ Shareholders and the Size of Premia”, Managerial and Decision Economics, vol.24, pp. 373-391
10. Mukherjerr K. Tarun, Kiyamaz Halil and Baker H. Kent, 2004, “Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs”, Journal of Applied Finance, pp. 7-24

11. Roll Richard, 1986, "The Hybris Hypothesis of Corporate Takeovers", The Journal of Business, vol. 59, no 2 part 1, pp. 197-216

### **ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

12. <https://www.investopedia.com/insights/what-are-economies-of-scale/>

13. <https://homepage.univie.ac.at/Dennis.Mueller/GAINSMS.PDF>

14. <https://economics.soc.uoc.gr/wpa/docs/paper2mottis.pdf>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ Σ&Ε

### 3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τις τελευταίες δεκαετίες ο αριθμός των Σ&Ε έχει αυξηθεί δραματικά. Η έξαρση που παρατηρείται τόσο στον αριθμό όσο και στο μέγεθος των εταιρειών που συμμετέχουν σε τέτοιες δραστηριότητες, αντικατοπτρίζει τη προσπάθειά τους να ακολουθήσουν τις ραγδαίες τεχνολογικές εξελίξεις, ώστε να επιβιώσουν στον σκληρό ανταγωνισμό της αγοράς. Παρόλο του μεγάλου πλήθους ερευνών του φαινομένου των Σ&Ε που έχουν πραγματοποιηθεί, δεν έχουν θεμελιωθεί γενικά αποδεκτά συμπεράσματα που να ορίζουν την επιτυχία και την αποτυχία μίας εξαγοράς και συγχώνευσης. Αυτό συμβαίνει λόγω των ποικίλων κριτηρίων, της διαφορετικής κρίσης των συμμετεχόντων σε μία τέτοια δραστηριότητα και των υποκειμενικών κριτηρίων. Παρά τη διχογνωμία που επικρατεί στο θέμα αυτό τα χρηματοοικονομικά δεδομένα απολαμβάνουν τη μεγαλύτερη αποδοχή των εμπλεκόμενων μερών. Αυτό αποτυπώνεται στις περισσότερες έρευνες, όπου παρουσιάζουν στοιχεία σχετικά με τη δημιουργία οικονομικού οφέλους για τους μετόχους. Το όφελος προέρχεται από την αύξηση της τιμής των μετοχών που μεταβιβάζονται ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις που συγχωνεύονται και τους μετόχους τους.

Εκτός από την αξιολόγηση των οικονομικών κριτηρίων που επηρεάζουν τους μετόχους, των οποίων κύριος στόχος είναι η αύξηση της αξίας των μετοχών, απαραίτητη είναι η αξιολόγηση των ωφελειών που προκύπτουν και στα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέλη. Πιο συγκεκριμένα, μία Σ&Ε έχει κοινωνικές προεκτάσεις ως προς τη δημιουργία ολιγοπωλίων ή μονοπωλίων την ένταση του ανταγωνισμού, την τεχνολογία και τον αντίκτυπο που έχει στην παραγωγικότητα και την απασχόληση.

Η απόφαση των διοικήσεων να συγχωνευθούν υπό μία νέα διεύθυνση περιλαμβάνει ένα ρίσκο όσον αφορά τα επενδυμένα κεφάλαια και τις μελλοντικές επιπτώσεις στις ίδιες τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν, στους εργαζόμενούς τους και στην οικονομία γενικότερα. Παρόλο που ο λόγος πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι να ενισχύσουν την οικονομική θέση των επιχειρήσεων και να προσδώσουν αξία, διεθνείς εμπειρικές μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μόνο οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας κερδίζουν



κατά μέσο όρο 12% - 38% σε αντίθεση με τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρείας που είτε παραμένουν ουδέτεροι είτε ζημιώνονται. Επομένως είναι εμφανής η μεταφορά πλούτου από την εξαγοράζουσα στην εξαγοραζόμενη εταιρεία γενικότερα.

### **3.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ Σ&Ε**

Η αξιολόγηση μία Σ&Ε είναι μία πολύπλοκη διαδικασία γεγονός που καθιστά αναγκαία την ύπαρξη μεθόδων ικανών να εξάγουν ορθά και αποδεκτά συμπεράσματα. Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι αξιολόγησης της απόδοσης των εξαγορών και των συγχωνεύσεων. Η βιβλιογραφία χωρίζει τις μεθόδους ανάλογα με το μέγεθος του δείγματος σε μελέτες περίπτωσης, που αφορούν έως πέντε εταιρείες, και σε μελέτες μεγάλου δείγματος όπου η αξιολόγηση των Σ&Ε εξάγει συμπέρασμα για έναν επιχειρηματικό κλάδο. Οι κύριες μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται είναι:

- Η λογιστική μέθοδος
- Η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων
- Η χρήση υποκειμενικών εκτιμήσεων των διευθυντικών στελεχών
- Η αξιολόγηση της πληροφόρησης που παρέχεται από ειδικούς εμπειρογνώμονες όπως είναι οι εταιρείες παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών
- Μέθοδος της αποεπένδυσης

Οι Zollo και Meier (2008) κάνοντας ανασκόπηση σε 88 έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί διαπίστωσαν πως το 41% των ερευνών χρησιμοποιούν τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, το 28% των ερευνητών εφαρμόζουν τη λογιστική μέθοδο, ενώ σημαντικές διαφοροποιήσεις εντοπίζονται αναφορικά με τον ορισμό της λειτουργικής απόδοσης, τους δείκτες που χρησιμοποιούνται και το χρονικό πλαίσιο της έρευνας. Η συντηρητική πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών ερευνητών χρησιμοποιούν είτε τη λογιστική μέθοδο είτε τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων. Αντίθετα, οι ερευνητές της επιχειρησιακής στρατηγικής βασίζονται περισσότερο σε εκτιμήσεις διευθυντικών στελεχών και άλλων επαγγελματιών οι οποίες αξιολογούν την απόδοση των Σ&Ε με έναν πιο πολυδιάστατο τρόπο καθώς καλύπτουν οικονομικούς και ποιοτικούς δείκτες.

### 3.2.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ

Η λογιστική μέθοδος αξιολόγησης των Σ&Ε προηγείται χρονικά των υπολοίπων. Βασίζεται στη σύγκριση χρηματοοικονομικών δεικτών και άλλων πραγματικών δεδομένων που προκύπτουν από την ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, πριν και μετά την πράξη ενοποίησης. Σε αυτή τη μέθοδο ο μελετητής μπορεί να αξιολογήσει την απόδοση εξετάζοντας διάφορους δείκτες όπως:

- Δείκτης κερδοφορίας
- Δείκτης ρευστότητας
- Δείκτης αποδοτικότητας
- Δείκτης διάθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας
- Δείκτης ανάπτυξης

Ωστόσο, πολλοί μελετητές υποστηρίζουν ότι η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού και οι λειτουργικές ταμειακές ροές αποτελούν τα πιο κατάλληλα εργαλεία για να υπολογίσουμε την απόδοση μίας Σ&Ε. Υπάρχουν δύο τρόποι σύγκρισης των δεδομένων που θα προκύψουν από την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων:

- 1) Σύγκριση των καταγεγραμμένων αποτελεσμάτων με τις προβλέψεις της διοίκησης στην περίπτωση που δεν πραγματοποιούνταν η Σ&Ε
- 2) Σύγκριση στοιχείων που θα προκύψουν μετά την συνένωση με τα στοιχεία του κλάδου ή με τον κύριο ανταγωνιστή που αντιπροσωπεύει τον κλάδο.

Η χρήση της λογιστικής μεθόδου θεωρείται μία αντικειμενική μέθοδος καθώς εξετάζει πραγματικά δεδομένα και όχι δεδομένα που προκύπτουν από εκτιμήσεις. Επιπρόσθετα, η χρήση αυτής της μεθόδου είναι πιο εύκολη και τα δεδομένα που απαιτούνται είναι εύκολο να τα συγκεντρώσει κανείς εφόσον η εταιρεία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Ωστόσο, η χρήση της μεθόδου χαρακτηρίζεται από ορισμένες αδυναμίες διότι τα στοιχεία των εταιρειών είναι σχετικά αξιόπιστα, αφού τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα είναι προϊόν ενδελεχούς και προσεκτικής καταγραφής ενός μεγάλου χρονικού διαστήματος και είναι πιθανή η αλλοίωση του ισολογισμού από την εταιρεία. Ακόμη, η πιθανή μεταβολή της φορολογίας από την εκάστοτε κυβέρνηση ή αλλαγή των λογιστικών προτύπων που ακολουθεί η εταιρεία προκαλούν αδυναμία συγκρίσεων διαχρονικά. Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι επιτώσεις των Σ&Ε στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιρειών είναι πιθανόν να εμφανισθούν αρκετά χρόνια αργότερα κάτι που επηρεάζει το χρονικό

ορίζοντα επεξεργασίας των δεδομένων ενώ οι πληροφορίες που παρέχουν αφορούν το παρελθόν και όχι το μέλλον.

Μελέτες που χρησιμοποιούν τη λογιστική μέθοδο παρέχουν αντιφατικά αποτελέσματα σχετικά με την απόδοση των Σ&Ε. Σε μία επισκόπηση της ερευνητικής βιβλιογραφίας οι Martynova και Renneboog (2008) βρήκαν πως από τις 26 μελέτες που χρησιμοποίησαν την παραπάνω μέθοδο μόνο πέντε δείχνουν σημαντική βελτίωση της απόδοσης των συγχωνευθέντων επιχειρήσεων, δεκατέσσερις αποδεικνύουν μείωση της απόδοσης και επτά ασήμαντες αλλαγές στην κερδοφορία τους.

### **3.2.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ**

Η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων είναι πολύ διάσημη τις τελευταίες δεκαετίες. Εφαρμόστηκε αρχικά από τους Fama, Fisher, Jensen και Roll και έπειτα οι Brown και Warner συμπεριέλαβαν τους στατιστικούς ελέγχους για την ύπαρξη ή όχι επιπτώσεων στο δείγμα. Αξιολογεί την αντίδραση του χρηματιστηρίου στις ανακοινώσεις επιχειρηματικών γεγονότων συγκρίνοντας τις αποδόσεις που δημιουργούνται με τις αναμενόμενες αποδόσεις στην περίπτωση που κανένα άλλο γεγονός δεν λάβει χώρα. Με άλλα λόγια υπολογίζει τη διαφορά ανάμεσα στις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις και στις αναμενόμενες αποδόσεις, η οποία ονομάζεται μη κανονική απόδοση (abnormal return) και αντιπροσωπεύει την αξία που δημιουργείται από την εξαγορά ή τη συγχώνευση.

Οι μη κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται για μία χρονική περίοδο κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος (event period). Η ημερομηνία ανακοίνωσης ότι δύο εταιρείες συμφώνησαν να προχωρήσουν σε εξαγορά ή συγχώνευση ονομάζεται ημέρα του γεγονότος (event date). Ο προσδιορισμός της ημέρας αυτής είναι πολύ σημαντικός για να θεωρείται η μελέτη αξιόπιστη. Εξίσου σημαντική είναι και η επιλογή της περιόδου γύρω από την ανακοίνωση. Θέλει ιδιαίτερη προσοχή καθώς εάν είναι πολύ μικρή μπορεί να μην ενσωματώνει χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με το γεγονός, ενώ εάν είναι πολύ μεγάλη μπορεί να ενσωματωθούν πληροφορίες άσχετες με το γεγονός και να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα.

Η μέθοδος επιχειρηματικών γεγονότων μπορεί να είναι βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα. Στην πρώτη περίπτωση γίνεται η υπόθεση ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τη τρέχουσα και τη μελλοντική απόδοση της επιχείρησης σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ενώ στη δεύτερη περίπτωση η αγορά χρειάζεται χρόνο για να προσαρμόσει τις τιμές των μετοχών της εταιρείας που εμπλέκεται σε Σ&Ε. Αυτή η μέθοδος βασίζεται τρεις υποθέσεις:

- Η αγορά είναι αποτελεσματική. Αυτό σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται άμεσα σε όλες τις νέες πληροφορίες, υπάρχει συνεχής ροή συναλλαγών και για το λόγο αυτό οι μεταβολές των τιμών είναι πολύ μικρές ανά συναλλαγή.
- Το επιχειρηματικό γεγονός είναι μη αναμενόμενο. Υποθέτει δηλαδή ότι δεν υπάρχουν περιπτώσεις διαρροής πληροφοριών λόγω φήμης ή εμπορίας πληροφοριών.
- Δεν υπάρχουν άλλες επιδράσεις στις τιμές των μετοχών κατά τη διάρκεια τη χρονικής περιόδου που υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις (event window).

Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι αυτές οι υποθέσεις πάνω στις οποίες βασίζεται η μεθοδολογία της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων είναι πολύ δύσκολο να επιτευχθούν. Είναι πολύ σπάνιο να είναι διαθέσιμες όλες οι πληροφορίες κάτι που σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών δεν μπορούν να αντικατοπτρίσουν όλες τις πληροφορίες άμεσα. Επίσης, μελετητές εξηγούν ότι η αγορά είναι μη-ορθολογική και ότι οι Σ&Ε είναι μέρος της στρατηγικής της εταιρείας και οι φήμες για το γεγονός αυτό είναι πολύ πιθανό να εξαπλωθούν πριν την ανακοίνωση του γεγονότος (Fama Eugene, et.al, 1969). Τέλος, είναι πολύ δύσκολο να εγγραφεί κανείς ότι κανένα άλλο γεγονός δεν θα επηρεάσει τις τιμές των μετοχών που αναλύονται κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης. Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει αυτή η μέθοδος είναι:

- Ευκολία στη χρήση μεγάλου δείγματος και εξάγει συμπεράσματα σχετικά με την επίπτωση πολλών μεταβλητών.
- Απομονώνει τις επιπτώσεις των διαφορετικών λογιστικών μεθόδων (χειρισμός αποσβέσεων, υπεραξίας εξαγοράς κ.λ.π) επί της κερδοφορίας της επιχείρησης.
- Δίνει τη δυνατότητα απομόνωσης της επίπτωσης σημαντικών άσχετων γεγονότων, εάν η περίοδος παρατήρησης είναι μικρή

Από την άλλη πλευρά εμφανίζει και μειονεκτήματα:

- Εξαρτάται από υποθέσεις οι οποίες είναι σπάνιο να επιτευχθούν.
- Είναι ευάλωτη στην επιλογή του κατάλληλου benchmark με το οποίο σχετίζεται η πορεία των μετοχών στο παρελθόν.
- Δεν υπεισέρχεται σε βάθος στη μελέτη των μεγεθών των εταιρειών μετά τη συγχώνευση
- Δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε εταιρείες οι οποίες δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.
- Αξιολογεί την αναμενόμενη συνέργεια και όχι την πραγματική.

Η μέθοδος της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση της απόδοσης των Σ&Ε για την εταιρεία – αγοραστή, την εταιρεία – στόχο ή για τον συνδυασμό αυτών σε μικρό ή μεγάλο χρονικό ορίζοντα (short – term or long – term). Ερευνητές έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι όταν χρησιμοποιούν αυτή τη μέθοδο βραχυπρόθεσμα, οι Σ&Ε δημιουργούν θετικές μη κανονικές αποδόσεις στις εξαγοραζόμενες εταιρείες, ενώ για τις εξαγοράζουσες εταιρείες τα αποτελέσματα δεν οδηγούν σε κάποιο ασφαλές συμπέρασμα. Πράγματι ερευνητές εξηγούν πως σε πολλές περιπτώσεις η εξαγοράζουσα εταιρεία καταβάλλει πολύ μεγάλα premium για την αγορά της εταιρείας - στόχου αυξάνοντας έτσι την αξία της μετοχής της τελευταίας (Papadakis Vasilis et. al. 2010). Τέλος, όταν γίνεται χρήση της μεθόδου μακροπρόθεσμα τα αποτελέσματα είναι πιο ευαίσθητα από τις διάφορες παραμέτρους που χρησιμοποιούνται (το μοντέλο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων, τη χρονική περίοδο εξέτασης των μη αναμενόμενων αποδόσεων κ.α) Παρόλα αυτά οι περισσότερες έρευνες δείχνουν ότι οι μη κανονικές αποδόσεις των εταιρειών – αγοραστών είναι είτε αρνητικές είτε στατιστικά μη σημαντικές (Tuch Christian 2007).

### **3.2.3 ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΙΚΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ**

Η μέθοδος αυτή βασίζεται κυρίως σε υποκειμενικές αντιλήψεις αφού μελετά ανθρώπινους χαρακτήρες. Οι απόψεις των διευθυντικών στελεχών των επιχειρήσεων εξετάζονται μέσα από συνεντεύξεις και ερωτηματολόγια λίγα χρόνια μετά την πραγματοποίηση της Σ&Ε. Ουσιαστικά συλλέγει τη γνώμη των μάνατζερς που συμμετείχαν σε αυτή τη δραστηριότητα κατά πόσο αποδοτική ήταν σε σχέση με τις αρχικές προσδοκίες τους. Για την εξαγωγή αξιόπιστων αποτελεσμάτων ο μελετητής χρειάζεται να είναι έμπειρος και ικανός να δομήσει

κατάλληλα τη συνέντευξη ή το ερωτηματολόγιο. Αυτή η μέθοδος παρουσιάζει στοιχεία τα οποία δεν αποτυπώνονται στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών ή δεν έχουν δημοσιοποιηθεί στον Τύπο. Επίσης, συμβάλλει στην απομόνωση του γεγονότος από άλλα που μπορούν να επηρεάζουν την απόδοση της. Ωστόσο, υστερεί στο γεγονός ότι είναι σπάνιες οι περιπτώσεις των διευθυντικών στελεχών που συμμετέχουν σε τέτοιες μελέτες αξιολόγησης της επιτυχίας. Επιπλέον, οι συνεντευξιζόμενοι μάνατζερς ενδέχεται να μην είναι σε θέση να αξιολογήσουν σωστά το γεγονός καθώς η έρευνα διεξάγεται λίγα χρόνια αργότερα και η διοίκηση της εταιρείας μπορεί να έχει αλλάξει. Ακόμη, μπορεί οι αντιλήψεις τους σχετικά με την απόδοση της Σ&Ε να είναι προκατειλημμένες και να μπου στον πειρασμό να υπερβάλλουν την επιτυχία τους.

Εμπειρικές μελέτες πάνω στη μέθοδο της υποκειμενικής εκτίμησης των διευθυντικών στελεχών δεν καταλήγουν σε ένα ασφαλές συμπέρασμα. Η έρευνα του Schoenberg (2006) έδειξε ότι το 44% με 53% των μάνατζερ που συμμετείχαν πιστεύουν πως η απόδοση έφτασε τις προσδοκίες τους. Ωστόσο, η έρευνα του Ingham (1992) σε 146 εταιρείες της Αγγλίας έδειξε ότι το 77% των μάνατζερ υποστήριξαν ότι οι Σ&Ε οδήγησαν σε μικρή αύξηση των κερδών. Τέλος, ο Burner (2002) ανέλυσε 13 έρευνες που έγιναν με βάση τις αντιλήψεις των στελεχών σχετικά με τις επιδόσεις των Σ&Ε. Έξι από αυτές έδειξαν αρνητικά αποτελέσματα ενώ οι υπόλοιπες ουδέτερα ή θετικά αποτελέσματα. Επίσης, συμπέρανε πως τα στελέχη έχουν την τάση να αξιολογούν καλύτερα τα δικά τους επιτεύγματα σε αντίθεση με τα επιτεύγματα των άλλων καθώς όταν ζητήθηκε να αξιολογήσουν Σ&Ε από άλλα διευθυντικά στελέχη, το 21% των στελεχών ισχυρίστηκαν θετικά αποτελέσματα από την πραγματοποίηση της Σ&Ε ενώ όταν αξιολογούσαν την Σ&Ε που πραγματοποίησαν οι ίδιοι, το 58% ισχυρίστηκαν ότι είχε θετικό αντίκτυπο στην απόδοση της εταιρείας τους.

### **3.2.4 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟ ΕΙΔΙΚΟΥΣ ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΟΝΕΣ**

Αυτή η προσέγγιση είναι παρόμοια με την προηγούμενη με τη διαφορά ότι ο μελετητής βασίζεται σε στοιχεία που λαμβάνει από ειδικούς εμπειρογνώμονες μέσω συνέντευξης ή ερωτηματολογίων. Εμφανίζει λιγότερους κινδύνους, καθώς οι ειδικοί δεν έχουν σχέση με την εταιρεία που εξετάζεται και άρα δεν υφίσταται η υποκειμενικότητα των στελεχών της εταιρείας. Με βάση τη μέθοδο της εκτίμησης από ειδικούς εμπειρογνώμονες το 44% των

Σ&Ε επηρεάζουν αρνητικά την απόδοση της εταιρείας που προχωράει σε μία τέτοια δραστηριότητα.

### **3.2.5 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

Μελετητές υποστηρίζουν ότι είναι πιθανό να αξιολογηθεί η απόδοση μίας Σ&Ε εξετάζοντας εάν η νεοσυσταθείσα επιχείρηση έχει εκπονηθεί ή όχι μετά την εκτέλεση της εξαγοράς ή συγχώνευσης. Η μέθοδος αυτή δεν είναι ιδιαίτερα πολύπλοκη στην εφαρμογή της αλλά η βασική υπόθεση ότι η εκποίηση σημαίνει αυτόματα αρνητική απόδοση της εξαγοράς ή της συγχώνευσης δεν είναι πάντα σωστή. Η εκποίηση μερικές φορές είναι συνώνυμη μίας επιτυχημένης αναδιάρθρωσης των πόρων λόγω αλληλοεπικαλύψεων ή αλλαγών στο περιβάλλον της αγοράς (Schoenberg Richard et. al. 2006).

Η έρευνα του Porter (1987) έδειξε ότι το πάνω από το 50% οι εξαγοραζουσες εταιρείες εκποίησαν τις εξαγοραζόμενες εταιρείες, ενώ η έρευνα των Ravenscraft και Scherer (1987) σε Σ&Ε που έγιναν ανάμεσα από το 1960 και 1970 παρουσίασε πως το 33% έκαναν το ίδιο. Τέλος, ο Mitchell και ο Len ερευνώντας 401 περιπτώσεις Σ&Ε ανάμεσα από το 1982 και 1986 κατέλειξαν πως το 20,2% οδηγήθηκαν σε εκποίηση μέσα στα επόμενα 6 χρόνια.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 3<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
2. Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας επιχείρησης» εκδ. Βρύκουσ, Πειραιάς

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

3. Bruner Robert, 2004, “Applied Mergers and Acquisitions”, John Wiley and sons Ltd, USA
4. DePamphilis Donald, 2011, “Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities”, Academic Press, USA
5. Gaugan A. Patrick, “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”, John Wiley and sons Ltd, USA

### ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

6. Cartwright Susan and Schoenberg Richard, 2006, “Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities”, British Journal of Management, vol. 17, pp. S1-S5
7. Eleftheriadis Ioardanis, Pazarskis Michail, Christodoulou Petros and Drogalas A. George, 2012, “Evaluating Post-Merger Performance and Risk at Conglomerate Mergers in Greece”, Archives of Economic History, pp 37-55
8. Fama F. Eugene, Fisher Lawrence, Jensen C. Michael and Roll Richard (1969), “The adjustment of stock prices to new information”, International Economic Review, Vol.10(1), pp.1-21.
9. Mauricio Zollo and Degenhard Meier, 2008, “What is M&A Performance?”, Academy of Management Perspectives, Vol. 22, No. 3, pp. 55-77
10. Papadakis M. Vassilis and Thanos C. Ioannis, 2010, “Measuring the Performance of Acquisitions: An empirical Investigation Using multiple Criteria”, British Journal of Management, vol. 21, pp. 859-873



11. Tuch Christian and O'Sullivan Noel, 2007, "The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence, International Journal of Management Reviews, vol. 9, pp. 141-170
12. Wang Daojuan, 2012, "Cross-Border Mergers and Acquisitions: A survey of Field Evidence from Danish" Journal of Economic Geography, Vol. 3, No 3, pp. 309-334

#### **ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

13. <https://www.g-casa.com/conferences/berlin/papers/Wang.pdf>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : Ο ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΙ Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

### 4.1 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

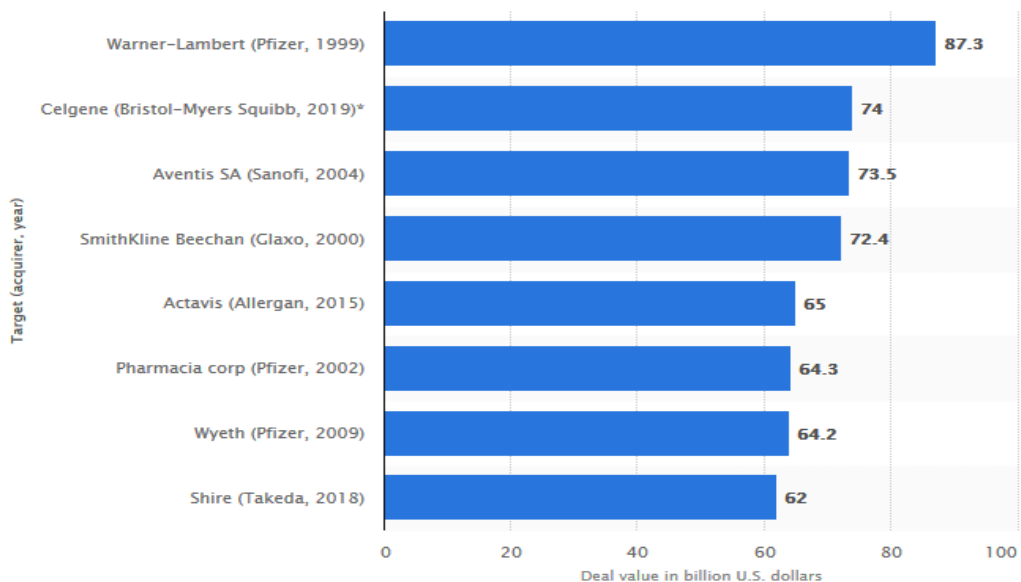
Ο παγκόσμιος φαρμακευτικός κλάδος διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη και την ευημερία του πληθυσμού, στην απασχόληση, την τεχνολογική πρόοδο στην ιατρική και τη βελτίωση του επιπέδου υγείας. Τη δεκαετία του 1980 γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη η οποία στη συνέχεια σηματοδότησε αυξανόμενη κερδοφορία λόγω αύξησης των τιμών και των επιστημονικών ανακαλύψεων που επιτεύχθηκαν στα φαρμακευτικά προϊόντα. Ωστόσο, την επόμενη δεκαετία η αύξηση του κόστους, της έρευνας και ανάπτυξης, η λήξη πατεντών, η ανάπτυξη του κλάδου των γενόσημων και η τιμολογιακή περιορισμοί που επιβλήθηκαν από τις κυβερνήσεις οδήγησε στη μείωση της κερδοφορίας και των πωλήσεων των φαρμακευτικών εταιρειών. Στην προσπάθειά τους να διασφαλίσουν τη βιωσιμότητά τους απέναντι στις προκλήσεις που δέχτηκαν από την παγκοσμιοποίηση, την αύξηση του ανταγωνισμού από τα γενόσημα και τα αυστηρά ρυθμιστικά μέτρα στον κλάδο, επιχείρησαν να υιοθετήσουν νέες στρατηγικές ανάπτυξης. Οι Σ&Ε αποτελούν έναν από τους βασικότερους μηχανισμούς στρατηγικής ανάπτυξης, καθώς ο συγκεκριμένος κλάδος χαρακτηρίζεται από αυξανόμενο βαθμό συγκέντρωσης σε παγκόσμια κλίμακα. Η δεκαετία του 1990 είναι γνωστή ως η εποχή των οριζόντιων συγχωνεύσεων στον φαρμακευτικό κλάδο. Κάποιες από αυτές είναι:

- American Home Products και American Cyanamid
- Glaxo και Wellcome
- Hoechst και MMD
- Upjohn και Pharmacia

Η δραστηριότητα των Σ&Ε στο φαρμακευτικό κλάδο συνεχίστηκε με αμείωτη ένταση. Το διάστημα μεταξύ 1985 και 2007, πενήντα μία από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου ενοποιήθηκαν σε μόλις δέκα. Στη δεκαετία του 2000 έλαβαν χώρα πάνω από 1.345 Σ&Ε στον κλάδο, ενώ την τελευταία δεκαετία αναπτύσσεται ένα κύμα Σ&Ε μεταξύ φαρμακευτικών εταιρειών πολύ μεγάλου μεγέθους (Mega M&As). Σύμφωνα με τους αναλυτές, οι Σ&Ε είναι

κρίσιμες για τα μακροπρόθεσμα οφέλη της φαρμακευτικής βιομηχανίας καθώς και για την επιβίωση τους.

Οι περισσότερες φαρμακευτικές εταιρείες που βρίσκονται στην κορυφή του κλάδου έχουν συμμετάσχει σε μεγάλες συγχωνεύσεις. Οι αναλυτές ταξινομούν τις συγχωνεύσεις σε αυτή την κατηγορία όταν η αξία διαπραγμάτευσης ξεπερνά τα 10 δισεκατομμύρια δολάρια. Παρακάτω παρουσιάζεται ένα γράφημα που απεικονίζει τις μεγαλύτερες σε αξία Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν έως το Φεβρουάριο του 2019 εμφανίζοντας τον στόχο και εντός της παρένθεσης τον αγοραστή. Η μεγαλύτερη αξία διαπραγμάτευσης που έγινε είναι η συγχώνευση της Warner – Lambert με τη Pfizer το 1999 και ανήλθε στα 87 δισεκατομμύρια δολάρια. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζονται οι μεγαλύτερες σε αξία Σ&Ε στο φαρμακευτικό κλάδο

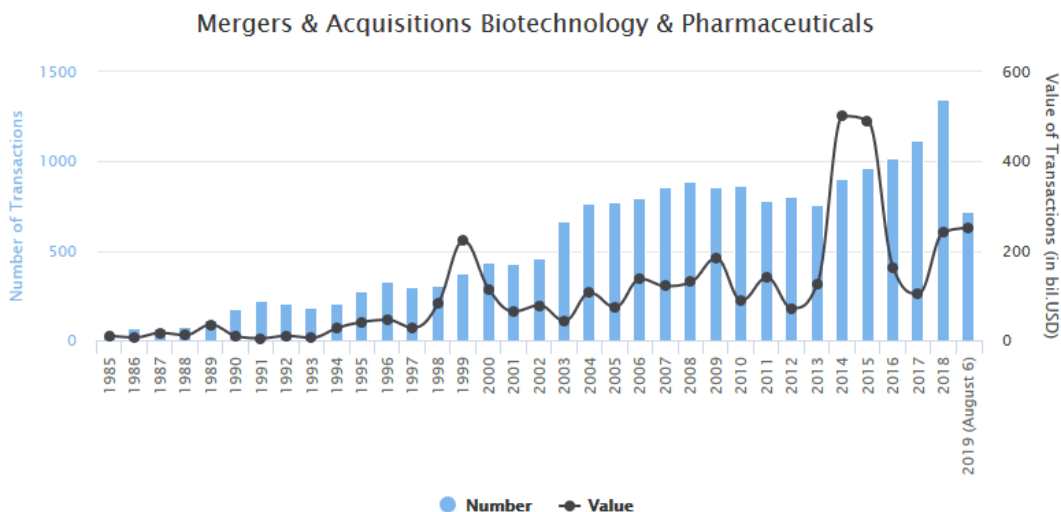


**Διάγραμμα 4. 1:** Οι μεγαλύτερες σε αξία Σ&Ε στο φαρμακευτικό κλάδο

Πηγή: <https://www.statista.com/statistics/518674/largest-mergers-acquisitions-pharmaceutical/>

Στα τέλη του 2017 μετά από τις φορολογικές μεταρρυθμίσεις στις Η.Π.Α. ακολούθησαν εικασίες ότι ο αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο φαρμακευτικό κλάδο θα εκτοξευθεί. Πράγματι, το πρώτο μισό του 2018 πραγματοποιήθηκαν 212 Σ&Ε στον κλάδο, συνολικής αξίας 200 δισεκατομμύρια δολάρια, έναντι 151 Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η αξία και ο αριθμός των συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν στον φαρμακευτικό κλάδο λόγω συγχωνεύσεων και εξαγορών κατά το διάστημα 1995 έως τα μέσα του 2019.

# M&A Biotechnology & Pharmaceuticals



**Διάγραμμα 4. 2:** Η συνολική αξία των Σ&Ε στο φαρμακευτικό κλάδο απο το 1995 έως τα μέσα του 2019

## 4.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΤΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Στη σχετική βιβλιογραφία έχει αναδειχθεί μεγάλος αριθμός κινήτρων των Σ&Ε στον φαρμακευτικό κλάδο. Αποτελούν ένα κυρίαρχο υπόδειγμα στρατηγικής ανάπτυξης για τις φαρμακευτικές καθώς είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος μείωσης του κόστους και βελτιστοποίησης της παραγωγικότητας σε βασικές λειτουργίες όπως η έρευνα και η ανάπτυξη.

Υποστηρίζεται ότι η ραγδαία εντατικοποίηση του ανταγωνισμού στον κλάδο των φαρμακευτικών επιχειρήσεων αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην αύξηση τόσο του αριθμού όσο και της αξίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Οι Σ&Ε συμβάλλουν στην απόκτηση ισχύος στην αγορά, στην αναβάθμιση της παραγωγικότητας, στη μείωση περιττών επενδύσεων και στη μείωση του κόστους παραγωγής. Βασικό κίνητρο των Σ&Ε για φαρμακευτικές εταιρείες είναι η ανάγκη να μειώσουν το υψηλό κόστος της έρευνας και ανάπτυξης καθώς το κόστος για την ανάπτυξη ενός φαρμάκου. Μεγάλες φαρμακευτικές εταιρείες χρησιμοποιούν τις Σ&Ε με στόχο την ενίσχυση της καινοτομίας για μεγάλο χρονικό διάστημα. Έρευνα της McKinsey έδειξε ότι τα έσοδα που προέρχονται από καινοτομίες λόγω μεγάλων Σ&Ε αυξήθηκαν από 25% το 2001 σε 50% το 2016.

Ορισμένες φαρμακευτικές εταιρείες επενδύουν πάνω από το 20% των εσόδων τους στην έρευνα και ανάπτυξη. Λόγω της λήξης των πατεντών, η εφεύρεση νέων φαρμάκων, που μπορεί να ανέλθει στα \$900 εκατομμύρια, είναι ζωτικής σημασίας για τη φαρμακευτική βιομηχανία. Έτσι, μπορούμε να πούμε ότι χαρακτηριστικό κίνητρο για Σ&Ε στο φαρμακευτικό κλάδο είναι η δημιουργία οικονομιών κλίμακας σε όρους Ε&Α αλλά και σε ότι αφορά το μάρκετινγκ και τα κανάλια διανομής των εταιρειών. Ακόμη, η εισαγωγή νέων τεχνολογιών αποτελεί ένα ακόμα σημαντικό κίνητρο για εξαγορές ή συγχωνεύσεις.

Πολλές μεγάλες φαρμακευτικές εταιρείες στοχεύοντας στην προϊοντική διαφοροποίηση αναζητούν συνεργασίες με μικρότερες ανερχόμενες εταιρείες οι οποίες χρησιμοποιούν καινοτομίες και είναι πρόθυμες να αναλάβουν κινδύνους. Η ανάπτυξη ενός νέου φαρμάκου απαιτεί μεγάλες επενδύσεις σε πρώιμο στάδιο που έχουν μεγάλη πιθανότητα αποτυχίας. Στο τελευταίο στάδιο δοκιμών απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια εξίσου και δυνατότητα συμφωνίας με νομοθετικά πλαίσια της εκάστοτε χώρας. Όλες αυτές τις δυνατότητες συνήθως τις διαθέτουν οι μεγάλες φαρμακευτικές εταιρείες με αποτέλεσμα οι μικρές καινοτόμες φαρμακευτικές να καταλήγουν να συγχωνεύονται με τις πρώτες. Τέλος, δεν πρέπει να παραλείψουμε ότι κλασικό κίνητρο πίσω από Σ&Ε, την αύξηση του μεριδίου αγοράς με αποτέλεσμα την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

### **4.3 ΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΟΥ ΑΛΛΑΞΑΝ ΤΟ ΧΑΡΤΗ ΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ**

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες 60 φαρμακευτικές εταιρείες έγιναν 10 μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Οι πιο σημαντικές από αυτές που άλλαξαν το χάρτη της φαρμακοβιομηχανίας από το 1995 έως 2015 είναι οι εξής:

Η εταιρεία Pfizer που απέκτησε την εταιρεία Warner – Lambert το 2000 έναντι 87,3 δισεκατομμύρια δολάρια με απώτερο σκοπό τον έλεγχο του Lipitor το οποίο είναι ένα φάρμακο μείωσης των λιπιδίων για πρόληψη καρδιαγγειακών διαταραχών. Το 2002 εξαγόρασε τη Pharmacia με μετοχές αξίας 60 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η εξαγορά αυτή πραγματοποιήθηκε για την απόκτηση των πλήρη δικαιωμάτων στο προϊόν Celebrex. Η ίδια η Pharmacia είχε προέλθει από τις συγχωνεύσεις μεταξύ Upjohn, Searle και Monsanto. Στις αρχές του 2009, η Pfizer συμφώνησε να αγοράσει την Wyeth για 68 δισεκατομμύρια δολάρια

ενώ το Φεβρουάριο του 2015 απέκτησε τη Hospira για 15,2 δισεκατομμύρια δολάρια. Την ίδια χρονιά το Νοέμβριο η Pfizer και η Allergan PLC ανακοίνωσαν συγχώνευση για ένα ποσό που φτάνει τα 160 δισεκατομμύρια ευρώ.

Η Novartis δημιουργήθηκε το 1996 από τη συγχώνευση Ciba-Geigy και της Sandoz. Η Ciba-Geigy ιδρύθηκε το 1970 από τη συγχώνευση των J.R. Geigy Ltd και Ciba. Το 2005 η Novartis προχώρησε στην εξαγορά Hexal και Eon Labs για 8,29 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 2006 απέκτησε τον πλήρη έλεγχο της Chiron Corp. για 5,1 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 2010 πλήρωσε 39,3 δισεκατομμύρια δολάρια για να αποκτήσει τα πλήρη δικαιώματα πάνω στην εταιρεία Alcon, η οποία αποτελεί τη μεγαλύτερη εταιρεία περιποίηση μαλλιών στον κόσμο. Τέλος, το 2012 αγόρασε την εταιρεία Fougere Pharmaceuticals με 1,5 δισεκατομμύρια δολάρια σε μετρητά.

Η εταιρεία Sanofi είναι αποτέλεσμα συγχωνεύσεων μεταξύ των Sanofi-Synthelabo και Aventis. Η Sanofi-Synthelabo ιδρύθηκε το 1999 όταν συγχωνεύθηκε η Sanofi με τη Synthelabo. Η Aventis ιδρύθηκε το 1999 από τη συγχώνευση της Hoechst AG με τη Casella τη Roussel Uclaf και την Marion Merrell Dow. Η Sanofi-Aventis δημιουργήθηκε το 2004 όταν η Sanofi-Synthelabo απέκτησε την Aventis έναντι 65 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 2010 απέκτησε την Chattem Inc. για 1,9 δισεκατομμύρια δολάρια και το 2011 μετά από την απόκτηση της Genzyme για 20,1 δισεκατομμύρια δολάρια, η Sanofi-Aventis άλλαξε το όνομά της σε Sanofi.

Η Roche ξεκίνησε τις συγχωνεύσεις και εξαγορές για να αποκτήσει πρόσβαση στις αγορές των ΗΠΑ το 1994 όπου ανακοίνωσε την εξαγορά της Syntex για 5,3 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 2002 ανακοίνωσε τη συγχώνευση της θυγατρικής της στην Ιαπωνία Nippon Roche, με τη Chugai αξίας 3,4 δισεκατομμύρια δολάρια. Τέλος, η Roche το 2009 απέκτησε τη Genentech για 46,8 δισεκατομμύρια δολάρια.

Η Merck & Co. ιδρύθηκε το 1668 και αποτελούσε μία οικογενειακή επιχείρηση στον κλάδο των φαρμάκων. Το Νοέμβριο του 1993 η Merck αγόρασε τη Medco Inc. έναντι 6 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το 2009 συγχωνεύθηκε με τη Scchering-Plough σε μία συμφωνία ύψους 41 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η Scheing-Plough είχε εξαγοράσει την Organon από την εταιρεία Akzo Nobel έναντι 14,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2007. Η Organon προερχόταν και εκείνη από συγχώνευση μεταξύ των Diosynth και Organon το

2004. Τον Ιούνιο του 2014 η Merck εξαγόρασε τη Cubist Pharmaceuticals για 8,4 δισεκατομμύρια δολάρια η οποία ήταν αποτέλεσμα συγχώνευσης μεταξύ Idenix Pharmaceuticals και Trius Therapeutics.

Η Johnson & Johnson δραστηριοποιείται σε τρεις κατηγορίες. Στην υγεία του καταναλωτή, σε ιατροτεχνολογικά προϊόντα και σε φαρμακευτικά σκευάσματα. Η εταιρεία J&J προέρχεται από τη συγχώνευση των Janssen & Cilag. Η Janssen απέκτησε τις επιχειρήσεις για την υγεία του καταναλωτή της Pfizer για 6,6 δισεκατομμύρια δολάρια το 2006. Το 2013 εξαγόρασε για 1 δισεκατομμύριο δολάρια την Aragon Pharma και το 2014 την Alios BioPharma Inc. για 1,75 δισεκατομμύρια δολάρια.

Η εταιρεία AstraZeneca είναι αποτέλεσμα της συγχώνευσης της Astra και του ομίλου Zeneca που πραγματοποιήθηκε το 1999. Το 2004 εξαγόρασε την εταιρεία Cambridge Antibody Technology. Το 2007 απέκτησε τη MedImmune έναντι 15,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το 2012 εξαγόρασε την Ardea Biosciences για 1,3 δισεκατομμύρια δολάρια, το 2013 την Amylin από τη BMS για 4,3 δισεκατομμύρια δολάρια και το 2015 εξαγόρασε τη ZS Pharma για 2,7 δισεκατομμύρια δολάρια. Τέλος το 2015 η AstraZeneca εξαγόρασε το 55% των μετοχών της Acerta έναντι 4 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

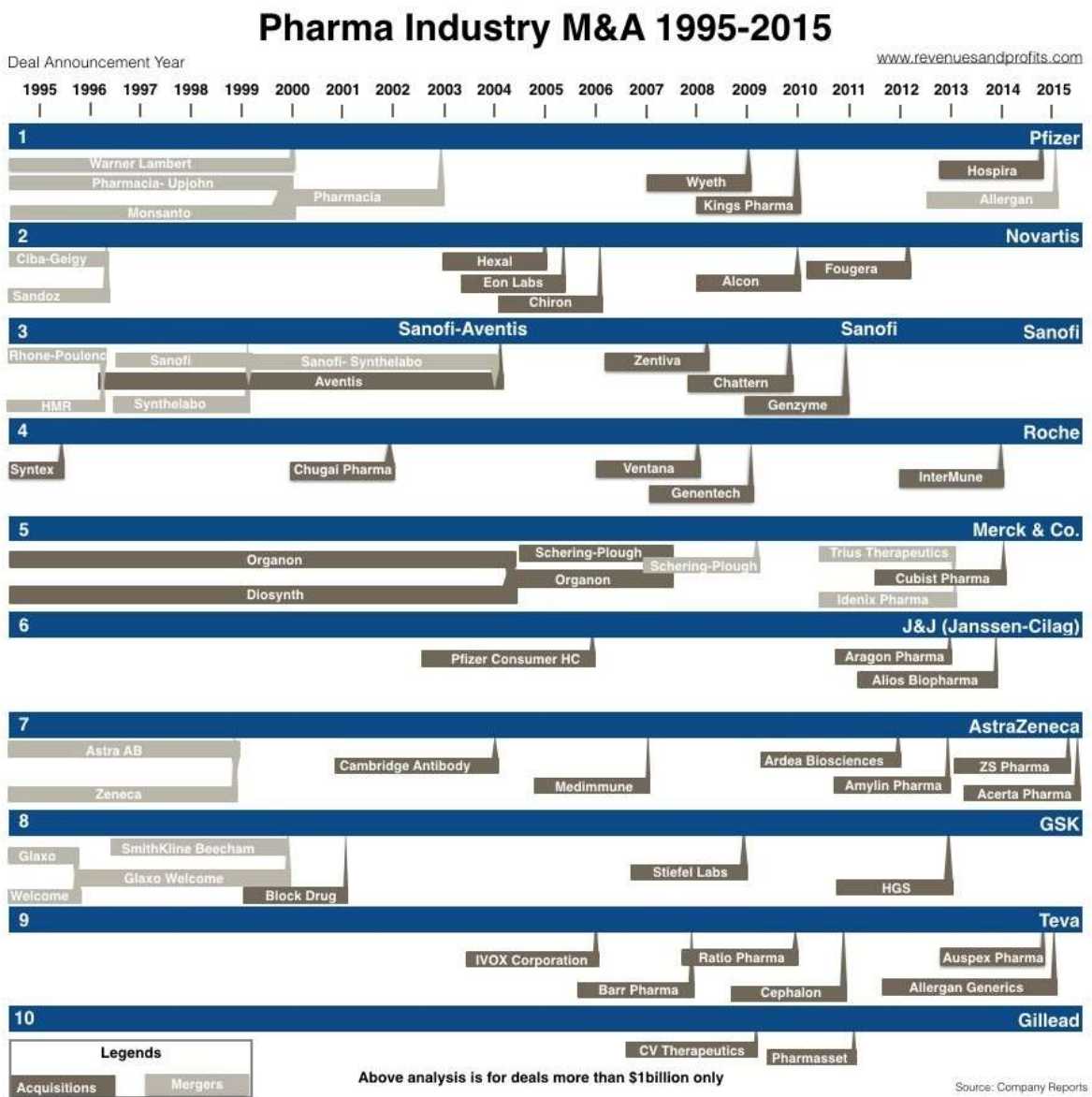
Η GSK είναι αποτέλεσμα της συγχώνευσης μεταξύ Glaxo-Wellcome και SmithKline Beecham. Η Glaxo και η Burroughs Wellcome συγχωνεύθηκαν το 1995 για τη δημιουργία της Glaxo-Wellcome. Η SmithKlineBeecham είναι αποτέλεσμα συγχωνεύσεων μεταξύ SmithKline&French και της Beckman Inc. το 1982 και με τη Beecham το 1989. Το 2000 συγχωνεύθηκε η Glaxo-Wellcome με τη SmithKline Beecham για να σχηματίσουν τη GlaxoSmithKline. Το 2001 η GSK απέκτησε το Block Drug έναντι 1,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το 2009 αγόρασε την εταιρεία Stiefel Laboratories έναντι 3,6 δισεκατομμυρίων δολαρίων και το 2013 τη Human Genome Sciences για 3 δισεκατομμύρια δολάρια.

Η ισραηλινή φαρμακευτική εταιρεία είναι αποτέλεσμα συγχώνευσης των εταιρειών Assia, Zori και της Teva το 1976. Η Teva ολοκλήρωσε την πρώτη της εξαγορά της εταιρείας IVAX Corporation το 2006 έναντι 7,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων και τη Barr Pharmaceuticals για 7,5 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 2010 εξαγόρασε τη Ratiopharm για 5 δισεκατομμύρια δολάρια και το 2011 τη Cephalon για 6,8 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 2015 μετά την εξαγορά της Auspex Pharma για 3,5 δισεκατομμύρια δολάρια, ανακοίνωσε τη μεγαλύτερη συμφωνία

που είχε πραγματοποιήσει αξία 40,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων για να αποκτήσει την ιδιοκτησία της Allergan.

Η Gilead Sciences, από το 1999 έχει πραγματοποιήσει περίπου 15 εξαγορές. Οι εν λόγω εξαγορές περιλαμβάνουν την απόκτηση της εταιρείας CV Therapeutics το 2009 έναντι 1,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων και την εξαγορά της Pharmasset το 2011 έναντι 10,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Το παρακάτω διάγραμμα περιγράφει τη μετάβαση από τις 60 στις 10 φαρμακευτικές εταιρείες κατά την περίοδο 1995-2015.





**Διάγραμμα 4. 3:** Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στο φαρμακευτικό κλάδο απο το 1995 έως το 2015

Πηγή:<https://scienceasacareer.wordpress.com/2016/09/12/how-do-you-tell-a-good-pharma-acquisition-from-a-bad-one/>

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 4<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Kumar B Rajesh, 2012, “Mega Mergers and Acquisitions: Case Studies from Key Industries”, Palgrave Macmillan, USA

### ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

2. Danzon Patricia, Epstein Andrew and Nicholson Sean, 2007, “Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical and Biotech Industries” Managerial and Decision Economics, vol.28, pp.307-328
3. Grabowski G. Henry, 2011, “The Evolution of the Pharmaceutical Industry over the Past 50 Years: A Personal Reflection”, International Journal of the Economics of Business, vol. 18, pp. 161-176
4. Hassan Mahmud, Patro K. Dilip, Tuckman Howard and Wang Xiaoli, 2007, “Do mergers and acquisitions create shareholder wealth in the pharmaceutical industry?”, International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing, vol. 1, pp. 58-78
5. Kumar Rajiv, Rajesh Upadhyayula and Aggrwal-Gupta Meenakshi, 2012, “Success of a Merger or Acquisition – A Consideration of Influencing Factors”, International Journal of Management Practice, vol. 5, pp. 270-286
6. Shepherd Joanna, 2012, “Consolidation and Innovation in the Pharmaceutical Industry: The role of Mergers and Acquisitions in the Current Innovation System”, Journal of Health Economics, vol. 32, pp. 106-113
7. Scherer M. Frederic, 2000, “The Pharmaceutical Industry”, Handbook of Health Economics, vol. 1, pp. 1297-1336

### ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

8. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/whats-behind-the-pharmaceutical-sectors-m-and-a-push>
9. <https://www.healthview.gr/11853/pos-60-farmakeytikes-eginan-10-se-molis-20-chronia/>
10. <https://www.statista.com/topics/1764/global-pharmaceutical-industry/>
11. <https://scienceasacareer.wordpress.com/2016/09/12/how-do-you-tell-a-good-pharma-acquisition-from-a-bad-one/>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

### 5.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ

Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα στην εργασία αυτή θα χρησιμοποιηθεί η μεθοδολογία της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων. Αυτή η μέθοδος αξιολογεί το οικονομικό αντίκτυπο των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων εξετάζοντας τις μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που συμμετείχαν σε τέτοιες δραστηριότητες. Συγκρίνει δηλαδή, τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του γεγονότος με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί με βάση των ιστορικών στοιχείων μίας περιόδου πριν το γεγονός. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων λέγεται μη κανονικές αποδόσεις και οφείλεται στο συγκεκριμένο γεγονός. Σε περίπτωση που οι μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικές, τότε συμπεραίνουμε ότι το γεγονός που μελετάμε έχει θετική επίδραση στην απόδοση της εταιρείας και αντιστρόφα.

#### 5.1.1 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑ ΕΞΕΤΑΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝ Η ΜΕΛΕΤΗ ΘΑ ΓΙΝΕΙ ΓΙΑ ΤΟΝ ΑΓΟΡΑΣΤΗ Η/ΚΑΙ ΓΙΑ ΤΟ ΣΤΟΧΟ

Σε αυτή την εργασία θα διευρηνήσουμε τα γεγονότα σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα κάτι που σημαίνει πως υποθέτουμε την αποδοτικότητα της αγοράς. Με άλλα λόγια, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τη τρέχουσα και τη μελλοντική απόδοση της επιχείρησης σε σύντομο χρονικό διάστημα (Wang & Moini, 2012, σελ 2). Επιπλέον, ο βραχυπρόθεσμος χρονικός ορίζοντας συνεπάγεται ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι μη αναμενόμενα γεγονότα και ότι δεν μπορεί να γίνει καμία πρόβλεψη πριν την ανακοίνωση των Σ&Ε. Τέλος, αυτή η εργασία θα επικεντρωθεί στην οικονομική επίδραση στις μετοχές των εταιρειών-αγοραστών. Επομένως οι εταιρείες – στόχοι δεν θα αξιολογηθούν.

## 5.1.2 ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΓΙΑ ΤΟΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων υπάρχουν αρκετά υποδείγματα:

- Υπόδειγμα της Αγοράς (Market Model)
- Υπόδειγμα προσαρμοσμένων αποδόσεων (Adjusted Return Model)
- Υπόδειγμα μέσω προσαρμοσμένων αποδόσεων (Mean Adjusted Return Model)
- Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM)

## 5.1.3 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Το υπόδειγμα αυτό εφαρμόζεται συνήθως στις μεθόδους ανάλυσης γεγονότων και συσχετίζει την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων του δείγματος με την απόδοση ενός συγκριτικού μεγέθους (benchmark), που τις περισσότερες φορές είναι ο Γενικός Δείκτης της αγοράς. Με αυτή τη διαδικασία οι αποδόσεις λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο της αγοράς. Υποθέτουμε ότι η απόδοση της μετοχής λειτουργεί ως ένα μοντέλο με μία μόνο παράμετρο και έχει ως εξής:

$$R_{jt} = a_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt}$$

Όπου:

$R_{jt}$  = η πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής  $j$  κατά την ημέρα  $t$

$R_{mt}$  = η απόδοση του γενικού δείκτη αγοράς κατά την ημέρα  $t$

$a_j$  = ο σταθερός όρος της παλινδρόμησης, όπως προκύπτει από την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων

$\beta_j$  = ο συντελεστής της παλινδρόμησης που δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με την αγορά

$e_{jt}$  = το τυχαίο σφάλμα παλινδρόμησης

Οι παράμετροι  $a_j$  και  $\beta_j$  που υπολογίζονται κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης με την παλινδρόμηση του  $R_{jt}$  στο  $R_{mt}$ , χρησιμοποιούνται στη συνέχεια για υπολογισμούς τις

προβλεπόμενες αποδόσεις για την περίοδο που εξετάζουμε γύρω από την ανακοίνωση του γεγονότος.

Πιο συγκεκριμένα ο σταθερός όρος  $a_j$  δείχνει την απόδοση της εταιρείας σε σύγκριση με το μέσο όρο της απόδοσης της αγοράς. Ο συντελεστής  $\beta_j$  είναι ο βαθμός ευασθησίας των αποδόσεων της εταιρείας και μετρά το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς για τη μετοχή. Το πρόσημό δείχνει την κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ των τιμών της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης του χρηματιστηριακού δείκτη και το μέγεθος δηλώνει πόσο αναμένεται να μεταβληθεί η απόδοση της μετοχής εάν ο δείκτης μεταβληθεί κατά μία μονάδα. Τέλος, το τυχαίο σφάλμα είναι το μέρος της συμπεριφοράς των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων που ερμηνεύεται από άλλους παράγοντες η συμπεριφορά των οποίων είτε είναι άγνωστη είτε τυχαία.

#### **5.1.4 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΓΙΑ ΤΟΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΩΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ**

Οι μη κανονικές αποδόσεις όπως έχει προαναφερθεί υπολογίζονται συγκρίνοντας τις παρατηρούμενες αποδόσεις με τις αναμενόμενες αποδόσεις. Ο υπολογισμός των τελευταίων γίνεται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων στην περίοδο εκτίμησης (estimation window) πριν από την περίοδο γύρω από την ανακοίνωση του γεγονότος (event window) και ονομάζονται κανονικές αποδόσεις.

Ο προσδιορισμός της περιόδου εκτίμησης δεν είναι εύκολος, διότι δεν υπάρχει κάποιος κανόνας στη βιβλιογραφία για το διάστημα αυτής της περιόδου. Μεγαλύτερα διαστήματα εκτιμήσεων υπόσχονται μεγάλη ακρίβεια, καθώς το δείγμα των αποδόσεων είναι μεγαλύτερο, αλλά φέρουν μεγαλύτερο κίνδυνο να συμπεριλάβουν άλλα γεγονότα που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών. Ωστόσο, ερευνητές εξηγούν πως τα δεδομένα της περιόδου εκτίμησης και της περιόδου του γεγονότος δεν πρέπει να συμπίπτουν, ώστε να αποφεύγεται οποιαδήποτε μεροληψία στην εκτίμηση των παραμέτρων προς την κατεύθυνση του φαινομένου του γεγονότος που εξετάζεται (Campbell et al., 1997). Ακόμη, υποστηρίζουν ότι στη μέθοδο ανάλυσης γεγονότων που χρησιμοποιεί καθημερινές αποδόσεις οι παράμετροι του υποδείγματος της αγοράς μπορούν να εκτιμηθούν σε ένα διάστημα 120 ημερών και αυτό θα χρησιμοποιηθεί στην παρακάτω μελέτη.

### 5.1.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Όπως ειπώθηκε και νωρίτερα, οι αναμενόμενες αποδόσεις μπορούν να υπολογιστούν με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων:

$$\hat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}$$

Όπου:

- $\hat{R}_{jt}$  = η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής j κατά την ημέρα t
- $R_{mt}$  = η αναμενόμενη απόδοση του δείκτη της αγοράς κατά την ημέρα t
- $\hat{\alpha}_j$  = η εκτίμηση της σταθεράς  $\alpha_j$  από την παλινδρόμηση
- $\hat{\beta}_j$  = η εκτίμηση της σταθεράς  $\beta_j$  από την παλινδρόμηση

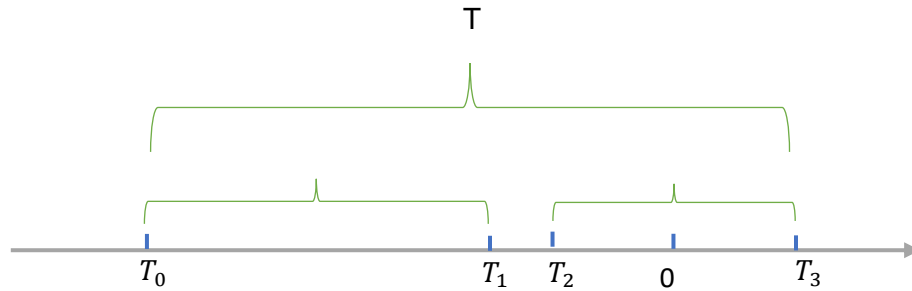
Η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής υπολογίζεται για κάθε μέρα στην περίοδο γύρω από το γεγονός που εξετάζουμε. Σε αυτή τη μελέτη χρησιμοποιήθηκε το Microsoft Excel για τον υπολογισμό των παραμέτρων  $\alpha$  και  $\beta$ , τις αναμενόμενες αποδόσεις και τις μη κανονικές αποδόσεις.

### 5.1.6 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΕΞΕΤΑΣΗΣ ΤΟΥ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Η περίοδος που εξετάζεται το γεγονός είναι το διάστημα στο οποίο υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών. Με άλλα λόγια είναι η περίοδος γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης της Σ&Ε (ημέρα 0), πάνω στην οποία θα βασιστούμε για να αξιολογήσουμε τέτοιες δραστηριότητες. Όπως και με την περίοδο κατά την οποία υπολογίζονται οι αναμενόμενες αποδόσεις (estimation window) έτσι και με περίοδο υπολογισμού των μη κανονικών αποδόσεων (event window) δεν υπάρχει κάποιος κανόνας που προσδιορίζει το μήκος της περιόδου. Στις περισσότερες έρευνες το μήκος κυμαίνεται από μία έως 11 μέρες ωστόσο θα χρησιμοποιηθεί το διάστημα που είναι πιο συνηθισμένο των 7 ημερών και το χρησιμοποιούν στην έρευνά τους οι Derek Oler, Jeffrey Harrison και Mathew Allen (2008).

Το διάγραμμα 5.1 παρουσιάζει τις περιόδους που εξετάζονται σε αυτή τη μεθοδολογία. Η περίοδος εκτίμησης είναι το διάστημα  $T_0$  έως  $T_1$  είναι η περίοδος εκτίμησης το  $T_2$  έως  $T_3$  είναι

η περίοδος παρατήρησης ενώ το 0 είναι η ημερομηνία ανακοίνωσης του γεγονότος.



**Διάγραμμα 5. 1:** Παρουσίαση της περιόδου εκτίμησης και της περιόδου παρατήρησης του γεγονότος

Έχοντας πραγματοποιήσει τα παραπάνω βήματα είμαστε σε θέση να υπολογίσουμε τις μη κανονικές αποδόσεις της εταιρείας – αγοραστή, αφαιρώντας την αναμενόμενες αποδόσεις από τις κανονικές αποδόσεις.

$$AR_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

Όπου:

- $AR_{jt}$  είναι η μη κανονική απόδοση της ημέρας  $t$  της μετοχής  $j$
- $R_{jt}$  είναι η κανονική απόδοση της ημέρας  $t$  της μετοχής  $j$
- $\hat{R}_{jt}$  είναι αναμενόμενη απόδοση της ημέρας της μετοχής  $j$

### 5.1.7 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Στη συνέχεια, για τον υπολογισμό των αθροιστικών μέσων των μη κανονικών αποδόσεων θα χρειαστεί να υπολογιστούν πρώτα οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

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

Όπου:

- $AAR_t$  = είναι η μέση μη κανονική απόδοση της ημέρας  $t$
- $AR_{jt}$  = είναι η μη κανονική απόδοση της μετοχής  $j$  της ημέρας  $t$

- $n$  = είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων (μετοχών) του δείγματος.

Και με τον παρακάτω τύπο υπολίζονται τελικά οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις:

$$CAAR_{[T_2, T_3]} = \sum_{t=T_2}^{t=T_3} AAR_t$$

Όπου:

- $CAAR_{[T_2, T_3]}$  είναι η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση για το διάστημα που εξετάζεται
- $AAR_t$  είναι η μέση μη κανονική απόδοση της ημέρας  $t$

Μετά τον υπολογισμό των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων και μετά την πραγματοποίηση των στατιστικών ελέγχων που θα πραγματοποιηθούν, θα είναι δυνατόν να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τις οικονομικές επιδράσεις των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Στην περίπτωση που το CAAR είναι θετικός αριθμός συμπεραίνεται ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις δημιουργούν θετική αξία για τους μετόχους των επιχειρήσεων και αντιστρόφως. Οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις και οι αντίστοιχοι έλεγχοι για τη στατιστική τους σημαντικότητα αντιπροσωπεύουν την οικονομική επίδραση του επιχειρηματικού γεγονότος που είναι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις του δείγματος.

## 5.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ

Στόχος του στατιστικού ελέγχου είναι να εξεταστεί κατά πόσο η μέση μη κανονική απόδοση για τις εταιρείες του δείγματος κατά την ημέρα  $t$  είναι στατιστικά διαφορετική του μηδενός. Συνεπώς, γίνεται έλεγχος της μηδενική υπόθεση  $H_0: AAR_t=0$  έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης  $H_1: AAR_t \neq 0$ .

Ο υπολογισμός του t-statistic των AARs γίνεται με τη διαίρεση των AARs της περιόδου γύρω από την ανακοίνωση της Σ&Ε με την τυπική απόκλιση που έχουν κατά το estimation period για να επιτευχθεί σταθερή διακύμανση:

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$$



Ο υπολογισμός της τυπικής απόκλισης έχει ως εξής:

$$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{\left(\sum_{t=T_0}^{t=T_1} (AAR - \overline{AAR}_t)^2\right)}{T_1 - T_0 + 1}}$$

Όπου:

- $\overline{AAR}_t = \frac{1}{T_1 - T_0 + 1} \sum_{t=T_0}^{t=T_1} ARR_t$  είναι ο μέσος όρος των ARRs όλων των επιχειρήσεων του δείγματος καθόλη την περίοδο εκτίμησης (estimation period).

Ο υπολογισμός του t-statistic των CAARs γίνεται διαιρώντας τα CAARs της περιόδου εκτίμησης με το standard error που έχουν κατά τη περίοδο εκτίμησης:

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{TS(AAR_t)}}$$

Όπου:

- T είναι ο συνολικός αριθμός χρονικών σημείων κατά το observation period

Στην περίπτωση που το t-statistic είναι μεγαλύτερο ή ίσο από μία κριτική τιμή σύμφωνα με το επίπεδο σημαντικότητας που επιλεγθεί, τότε απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση και συμπεραίνουμε ότι τα AARs ή τα CAARs είναι στατιστικώς σημαντικά.

Συνοψίζοντας, στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι τύποι της μεθοδολογίας.

**Πίνακας 5.1** Τυπολόγιο της μεθόδου ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων

Τύπος	Περιγραφή
$\widehat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}$	Αναμενόμενη Απόδοση
$AR_{jt} = R_{jt} - \widehat{R}_{jt}$	Μη κανονικές αποδόσεις
$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n AR_{jt}$	Μέσο μη κανονικών αποδόσεων
$CAAR_{[T_2, T_3]} = \sum_{t=T_2}^{T_3} AAR_t$	Αθροιστική Μέση Μη κανονική Απόδοση
$S(AAR_t) = \sqrt{\frac{(\sum_{t=T_0}^{T_1} (AAR_t - \overline{AAR}_t)^2)}{T_1 - T_0 + 1}}$	Τυπική απόκλιση των AARs
$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$	Στατιστική t για τα AARs
$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{TS(AAR_t)}}$	Στατιστική t για τα CAARs

## BIBLIOΓΡΑΦΙΑ 5<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αγιακλόγλου Ν. Χρήστος και Οικονόμου Σ. Γεώργιος, 2002, «Μέθοδοι Προβλέψεων και Ανάλυσης Αποφάσεων», εκδ. Μπένου, Αθήνα
2. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
3. Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας Επιχείρησης», εκδ. Βρυκούς, Πειραιάς

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

4. Bruner Robert, 2004, “Applied Mergers and Acquisitions”, John Wiley and Sons Ltd, USA
5. Sudarsanam Sudi, 2003, “Creating Value from Mergers and Acquisitions, The challenges”, Prentice Hall, UK

### ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

6. MacKinlay A. Craig, 1997, “Event Studies in Economics and Finance”, Journal of Economic Literature, vol. 35, no. 1, pp. 13-39
7. Mauricio Zollo and Degenhard Meier, 2008, “What is M&A Performance?”, Academy of Management Perspectives, Vol. 22, No. 3, pp. 55-77
8. Oler K. Derek, Harrison S. Jeffrey and Allen R. Mathew, 2008, “The Danger of Misinterpreting Short-Window Event Study Findings in Strategic Management Research: An Empirical Illustration Using Horizontal Acquisitions”, Strategic Organization, vol. 6, pp. 151-184
9. Park K. Namgyoo, 2004, “A Guide to Using Event Study Methods in Multi-Country Settings”, Strategic Management Journal, vol. 25, pp. 655-668

10. Protopapas G. Panagiotis, Nikolaos G. Travlos and Nikolaos V. Tsagarakis, 2003, "Mergers and Acquisitions in Greece: Stock Price Reaction of Acquiring and Target Firms", Spoudai, The University of Piraeus Journal of Economics, Business, Statistics and Operational Research, vol. 53, No 4, pp. 80-104
11. Tehranian Hassan, Nickolaos G. Travlos and James F. Waegelein, 1987, "The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-of-Induced Abnormal Returns", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963

#### **ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

12. <https://www.eventstudytools.com/introduction-event-study-methodology>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΠΟΥ ΕΠΙΛΕΧΘΗΚΑΝ

### 6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η εξέταση των μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών των εξαγουραζουσών εταιρειών στο φαρμακευτικό κλάδο κατά την περίοδο 1995-2019. Πιο συγκεκριμένα εξετάζεται εάν οι ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών επηρεάζουν αυτές τις αποδόσεις θετικά ή αρνητικά. Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται τα δεδομένα και τον τρόπο με τον οποίο συλλέχθηκαν ώστε να διεξαχθεί η συγκεκριμένη έρευνα.

### 6.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Στην ακολουθούμενη μεθοδολογία, για τη δημιουργία μίας αξιόπιστης λίστας εξαγορών και συγχωνεύσεων χρησιμοποιήθηκε, το Yahoo Finance. Το δείγμα των εταιρειών που αποτελούν σημείο αναφοράς για τη μελέτη προέκυψε με βάση τα παρακάτω κριτήρια:

1. Επιλογή εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο
2. Επιλογή εταιρειών οι οποίες έχουν ολοκληρώσει τη Σ&Ε
3. Επιλογή συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1995-2019
4. Επιλογή εταιρειών βάση του κλάδου οικονομικής δραστηριότητας δηλαδή του φαρμακευτικού κλάδου

Πιο συγκεκριμένα, έγινε επιλογή εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο καθώς εξετάζεται η επίδραση των εξαγορών και συγχωνεύσεων στους μετόχους. Επιλέχθηκαν Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν από το 1995 έως το 2019, ώστε να είναι σίγουρο πως θα υπάρχουν αρκετές ανακοινώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων στο δείγμα. Επίσης, επιλέχθηκε αυτή η χρονική περίοδος ώστε να είναι δυνατή η πρόσβαση στα ιστορικά δεδομένα των εταιρειών, καθώς πριν το 2000 είναι περιορισμένα τα ιστορικά δεδομένα. Η

επιλογή του φαρμακευτικού κλάδου έγινε διότι τις τελευταίες δύο δεκαετίες έχει απασχολήσει έντονα λόγω της μεγάλης δραστηριοποίησής του σε τέτοιου είδους στρατηγικές κινήσεις. Το αρχικό δείγμα της έρευνας που παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα, περιελάμβανε 45 ανακοινώσεις.

**Πίνακας 6. 1:** Αρχικό δείγμα με βάσει τα κριτήρια που επιλέχθηκαν

A/A	ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	ΣΤΟΧΟΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ
1	Glaxo	Wellcome	24/1/1995
2	Ciba-Geigy	Sandoz	7/3/1996
3	Astra AB	Zeneca	9/12/1998
4	Pharmacia & Upjohn	Monsanto	18/12/1999
5	Glaxo Wellcome Plc	SmithKline Beecham	18/1/2000
6	Pfizer	Warner-Lambert	7/2/2000
7	Amgen	Immunex	17/12/2001
8	Pfizer	Pharmacia	15/7/2002
9	Sanofi	Aventis	26/4/2004
10	Boston Scientific	Guidant	17/1/2006
11	Bayer	Schering	14/6/2006
12	Merck Group	Serono	21/9/2006
13	Johnson & Johnson	Pfizer Consumer Health	12/12/2006
14	Schering Plough	Organon International	12/3/2007
15	AstraZeneca	MedImmune	23/4/2007
16	Pfizer	Wyeth	25/1/2009
17	Merck & Co.	Schering-Plough	9/3/2009
18	Roche	Genentech	12/3/2009
19	Novartis	Alcon	15/12/2010
20	Sanofi	Genzyme Corporation	16/2/2011
21	Johnson & Johnson	Synthes	27/4/2011
22	Gilead Sciences	Pharmasset	21/11/2011
23	Amgen	Onyx Pharmaceuticals	25/8/2013
24	Actavis	Forest Laboratories	18/2/2014
25	Novartis	GlaxoSmithKline Oncology	22/4/2014
26	Zimmer Inc.	Biomet Inc.	24/4/2014
27	Bayer	Merck & Co Consumer Health	6/5/2014
28	Medtronic	Covidien	15/6/2014
29	Merck Group	Sigma-Aldrich	22/9/2014
30	Actavis	Allergan, Inc	17/11/2014
31	Pfizer	Hospira	5/2/2015
32	Valeant	Salix Pharmaceuticals	22/2/2015
33	AbbVie	Pharmacyclics	4/3/2015
34	Teva Pharmaceutical Industries	Actavis	27/7/2015
35	Shire	Baxalta	11/1/2016
36	Abbott Laboratories	St Jude Medical	28/4/2016
37	Quintiles	IMS Health	3/5/2016
38	Bayer	Monsanto	9/5/2016
39	Boehringer Ingelheim	Sanofi Animal Health (Merial)	19/10/2016
40	Johnson & Johnson	Actelion	26/1/2017
41	Gilead Sciences	Kite Pharma	28/8/2017
42	Sanofi	Bioverativ	22/1/2018
43	GlaxoSmithKline	Novartis Consumer Healthcare	27/3/2018
44	Takeda Pharmaceutical	Shire	8/5/2018
45	Bristol-Myers Squibb	Celgene	3/1/2019

Στη συνέχεια, το δείγμα περιορίστηκε στις 32 ανακοινώσεις Σ&Ε, λόγω αδυναμίας συλλογής στοιχείων. Το πρόβλημα αυτό παρουσιάστηκε καθώς κάποιες εταιρείες του δείγματος σταμάτησαν να λειτουργούν και έτσι δεν υπήρχαν στοιχεία στις βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει το τελικό δείγμα το οποίο χρησιμοποιήθηκε στη μελέτη.

**Πίνακας 6. 2:** Τελικό δείγμα μετά την αφαίρεση εταιρειών για τις οποίες δεν υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα

<b>A/A</b>	<b>ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ</b>	<b>ΣΤΟΧΟΣ</b>	<b>ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ</b>
1	Pfizer	Warner-Lambert	7/2/2000
2	Amgen	Immunex	17/12/2001
3	Pfizer	Pharmacia	15/7/2002
4	Sanofi	Aventis	26/4/2004
5	Boston Scientific	Guidant	17/1/2006
6	Bayer	Schering	14/6/2006
7	Merck Group	Serono	21/9/2006
8	Johnson & Johnson	Pfizer Consumer Health	12/12/2006
9	AstraZeneca	MedImmune	23/4/2007
10	Pfizer	Wyeth	25/1/2009
11	Merck & Co.	Schering-Plough	9/3/2009
12	Roche	Genentech	12/3/2009
13	Novartis	Alcon	15/12/2010
14	Sanofi	Genzyme Corporation	16/2/2011
15	Johnson & Johnson	Synthes	27/4/2011
16	Gilead Sciences	Pharmasset	21/11/2011
17	Amgen	Onyx Pharmaceuticals	25/8/2013
18	Novartis	GlaxoSmithKline Oncology	22/4/2014
19	Bayer	Merck & Co Consumer Health	6/5/2014
20	Medtronic	Covidien	15/6/2014
21	Merck Group	Sigma-Aldrich	22/9/2014
22	Pfizer	Hospira	5/2/2015
23	Valeant	Salix Pharmaceuticals	22/2/2015
24	AbbVie	Pharmacyclics	4/3/2015
25	Abbott Laboratories	St Jude Medical	28/4/2016
26	Quintiles	IMS Health	3/5/2016
27	Bayer	Monsanto	9/5/2016
28	Johnson & Johnson	Actelion	26/1/2017
29	Gilead Sciences	Kite Pharma	28/8/2017
30	Sanofi	Bioverativ	22/1/2018
31	GlaxoSmithKline	Novartis Consumer Healthcare	27/3/2018
32	Bristol-Myers Squibb	Celgene	3/1/2019

Για την άντληση των απαραίτητων δεδομένων, δηλαδή των τιμών των μετοχών των εταιρειών που εξετάστηκαν, χρησιμοποιήθηκε το Yahoo Finance, το Investing.com και η βάση δεδομένων Datastream της εταιρείας Thomson Reuters. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκαν οι προσαρμοσμένες τιμές κλεισίματος των μετοχών<sup>1</sup> για τον υπολογισμό των καθημερινών αποδόσεων των μετοχών για την κάθε εταιρεία του δείγματος. Το ίδιο έγινε και με τους χρηματιστηριακούς δείκτες της αγοράς που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων κατά τη διάρκεια της περιόδου της κάθε Σ&Ε που εξετάζεται. Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας με τους χρηματιστηριακούς δείκτες της αγοράς που χρησιμοποιήθηκαν για την κάθε εταιρεία.

**Πίνακας 6. 3:** Χρηματιστηριακοί Δείκτες και Εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν στη μελέτη

<b>ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ</b>	<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>
S&P 500	Pfizer, Bristol-Myers Squibb, Merck & Co., Medtronic, Abbott Laboratories, Johnson & Johnson, Boston Scientific, AbbVie, IQVIA Holdings Inc., Amgen, Valeant, Gilead Sciences
FTSE 100	AstraZeneca, GlaxoSmithKline
CAC 40	Sanofi
DAX	Bayer, Merck Group
SMI	Roche, Novartis

Στο πρώτο στάδιο της μελέτης συγκεντρώθηκαν οι αποδόσεις των μετοχών των εξεταζόμενων εταιρειών για το διάστημα που αφορούσε τις 120 ημέρες πριν την ημέρα ανακοίνωσης και επτά μέρες μετά από την ημέρα ανακοίνωσης. Στη συνέχεια, συγκεντρώθηκαν οι αποδόσεις και των χρηματιστηριακών δεικτών της αγοράς στις αντίστοιχες ημερομηνίες. Με τα δεδομένα αυτά και τη χρήση του παρακάτω τύπου

<sup>1</sup> Η προσαρμοσμένη τιμή κλεισίματος μίας μετοχής είναι η τροποποίηση της τιμής κλεισίματος ενός μετοχικού τίτλου για να αντικατοπτρίζει με ακρίβεια τυχόν εταιρικές πράξεις. (Investopedia.com) – URL Link: [https://www.investopedia.com/terms/a/adjusted\\_closing\\_price.asp](https://www.investopedia.com/terms/a/adjusted_closing_price.asp)



υπολογίστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις για κάθε μία απο τις εξεταζόμενες εταιρείες. Ο τύπος που εφαρμόστηκε είναι:

$$AR_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

Έχοντας υπολογίσει τις μη κανονικές αποδόσεις όλων των μετοχών για την περίοδο παρατήρησης του γεγονότος, δηλαδή το διάστημα [-7,+7], υπολογίζεται η μέση μη κανονική απόδοση (AAR) για κάθε μέρα της περιόδου παρατήρησης. Αυτό γίνεται αθροίζοντας τις μη κανονικές αποδόσεις όλων των μετοχών που αντιστοιχούν σε κάθε μέρα και διαιρώντας το άθροισμα με τον αριθμό των παρατηρήσεων (32 εταιρείες) για κάθε ημέρα. Παρακάτω δίνεται ο αντίστοιχος τύπος:

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

Η στατιστική μελέτη έγινε υπολογίζοντας τις τυπικές αποκλίσεις των εξεταζόμενων εταιρειών με των παρακάτω τύπων:

- $S(AAR_t) = \sqrt{\frac{(\sum_{t=T_0}^{t=T_1} (AAR - \bar{AAR}_t)^2)}{T_1 - T_0 + 1}}$
- $t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$

Τέλος, για τον υπολογισμό των αθροιστικών μέσων μη κανονικών αποδόσεων και τον έλεγχο της σημαντικότητας αυτών, εφαρμόστηκαν οι παρακάτω τύποι:

- $CAAR_{[T_2, T_3]} = \sum_{t=T_2}^{t=T_3} AAR_t$
- $t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{TS(AAR_t)}}$

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα αποτελέσματα που αφορούν τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο του γεγονότος σύμφωνα με το μοντέλο αγοράς παρουσιάζονται στον πίνακα 7.1. Για να μετρηθεί η σημαντικότητα των αποδόσεων αυτών χρησιμοποιήθηκε η κατανομή t-student. Οι αποδόσεις συναθροίζονται για όλες τις εταιρείες που επιλέχθηκαν για κάθε μέρα κατά την περίοδο των 15 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της Σ&Ε. Στην πρώτη στήλη του πίνακα αναγράφεται η ημέρα που εξετάζεται, στη δεύτερη στήλη παρουσιάζονται οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις για κάθε εξεταζόμενη μέρα, στην τρίτη αναγράφονται οι στατικές τιμές t και στην τελευταία στήλη αναγράφεται εάν είναι στατιστική σημαντική.

Παρατηρώντας τον πίνακα με τις μέσες μη κανονικές αποδόσεις (AAR) κατά το διάστημα που εξετάζεται, παρατηρείται ότι οι μεταβολές στις αποδόσεις των μετοχών για τις εταιρείες οι οποίες προχώρησαν σε συγχώνευση ή εξαγορά, είναι σχετικά μικρές. Μετά την ανάλυση των αποτελεσμάτων και τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας αυτών που παρουσιάζονται στον πίνακα, αποδεικνύεται ότι οι μη κανονικές αποδόσεις γίνονται θετικές και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% (\*) την επόμενη ημέρα μετά την ανακοίνωση. Σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%(\*\*) είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές την τέταρτη ημέρα πριν την ανακοίνωση και την έκτη μέρα μετά την ανακοίνωση. Αντίθετα οι μη κανονικές αποδόσεις γίνονται αρνητικές και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5% (\*\*) την τρίτη και την έκτη μέρα πριν την ανακοίνωση. Τέλος, φαίνεται γενικότερα από τα αποτελέσματα πως οι περισσότερες μη κανονικές αποδόσεις είναι οριακά θετικές ή αρνητικές και ταυτόχρονα στατιστικά μη σημαντικές κατά το διάστημα που ερευνάται.

Ημέρα	AAR	Στατιστική t	Στατιστικά Σημαντικό
-7	0,10%	-0,41	OXI
-6	-0,21%	-2.29	ΝΑΙ**
-5	-0,13%	-0,86	OXI
-4	0,09%	2,41	ΝΑΙ**
-3	-0,30%	2,56	ΝΑΙ**
-2	0,21%	-0,87	OXI
-1	-0,34%	-1,19	OXI
0	-0,31%	-1,09	OXI
1	0,06%	-1,88	ΝΑΙ*
2	0,37%	0,86	OXI
3	-0,03%	0,46	OXI
4	0,40%	1,60	OXI
5	0,61%	-1,01	OXI
6	0,07%	-2,32	ΝΑΙ**
7	-0,26%	-0,03	OXI

Η πορεία της μέσης μη κανονικής αποδόσης του δείγματος παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα. Εμφανίζεται και γραφικά ότι η μέση μη κανονική απόδοση των μετοχών που εξετάζονται παίρνουν τιμές κοντά στο μηδέν παρουσιάζοντας σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των ημερών.



**Διάγραμμα 7. 1:** Η πορεία της μέσης έκτακτης απόδοσης κατά την περίοδο εξέτασης

Τέλος, τα αποτελέσματα της στατιστικής μελέτης που αφορά την αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση κατά το διάστημα εξέτασης παρουσιάζεται στον πίνακα 7.2 Εκτός από την περίοδο των 15 ημερών γύρω από την ανακοίνωση της Σ&Ε, εξετάστηκαν η αθροιστική μέση μη κανονική απόδοση στη χρονική περίοδο των 11 ημερών (-5,+5) και 7 ημερών (-3,3).

Παρατηρείται ότι η μοναδική αθροιστική μη κανονική απόδοση που είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%(\*\*) είναι αυτή που λαμβάνει μέρος στο διάστημα 15ημερών δηλαδή 7 μέρες πριν και μετά από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η ανακοίνωση της εξαγοράς ή συγχώνευσης θεωρείται μία ουδέτερη είδηση και δεν προσθέτει αξία στους μετόχους των εταιρειών που προχωρούν σε μία τέτοια στρατηγική κίνηση. Αυτό είναι πιθανό να συμβαίνει λόγω της εσωτερικής πληροφόρησης και της φημολογίας που επικρατεί πριν ανακοινωθεί επίσημα ένα τέτοιο γεγονός, από τα μεγάλα ποσά που χρειάστηκαν για να προχωρήσουν τη συναλλαγές οι εταιρείες του δείγματος και από το γεγονός ότι οι θετικές συνέργειες απαιτούν χρόνο για να εμφανιστούν.

**Πίνακας 7. 2:** Παρουσίαση των αθροιστικών μέσω μη κανονικών αποδόσεων και η στατιστική t

<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ CAAR και T-STAT</b>	
CAAR(-7,+7)	t CAAR
0,038	2,58
CAAR(-5,+5)	t CAAR
0,029	0,54
CAAR(-3,+3)	t CAAR
0,011	0,71

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Αγιακλόγλου Ν. Χρήστος και Οικονόμου Σ. Γεώργιος, 2002, «Μέθοδοι Προβλέψεων και Ανάλυσης Αποφάσεων», εκδ. Μπένου, Αθήνα
2. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, 2007, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές», εκδ. Πανεπιστημιακό, Αθήνα
3. Λεοντάρης Μιλτιάδης, 2000, «Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση Εταιρειών», εκδ. Πάσιμος, Αθήνα
4. Ξανθάκης Μανώλης και Αλεξάκης Χρήστος, 2007 «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων», εκδ. Σταμούλης, Αθήνα
5. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, 2002, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: ελληνική και διεθνής εμπειρία, τόμος Α», εκδ. Ε. Μπένου, Αθήνα
6. Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, 2001, «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιρειών και Εκτίμηση Αξίας επιχείρησης» εκδ. Βρύκου, Πειραιάς

### **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

7. Bruner Robert, 2004, “Applied Mergers and Acquisitions”, John Wiley and sons Ltd, USA
8. DePamphilis Donald, 2011, “Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities”, Academic Press, USA
9. Gaugan A. Patrick, “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”, John Wiley and sons Ltd, USA
10. Kumar B Rajesh, 2012, “Mega Mergers and Acquisitions: Case Studies from Key Industries”, Palgrave Macmillan, USA
11. Reed Stanley Foster, Reed Lajoux Alexandra and Nesvold H. Peter, 2007, “The Art of M&A a Merger Acquisition Buyout Guide”, McGraw-Hill Education, UK
12. Simeon Paula, 2016, “Mergers and Acquisitions Motives on Post-Acquisition Performance”, Lulu.com, UK

## ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

13. Alfiatul Rohmah Mohamed Hussain, Zuraidah Mohd Sanusi, Sakthi Mahenthiran and Suhaily Hasnan, 2016, "Management Motives and Firm Financial Misstatements in Malaysia" International Journal of Economics and Financial Issues, vol. 6, pp. 18-25
14. Cartwright Susan and Schoenberg Richard, 2006, "Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities", British Journal of Management, vol. 17, pp. S1-S5
15. Danzon Patricia, Epstein Andrew and Nicholson Sean, 2007, "Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical and Biotech Industries" Managerial and Decision Economics, vol.28, pp.307-328
16. Eleftheriadis Ioardanis, Pazarskis Michail, Christodoulou Petros and Drogalas A. George, 2012, "Evaluating Post-Merger Performance and Risk at Conglomerate Mergers in Greece", Archives of Economic History, pp 37-55
17. Fama F. Eugene, Fisher Lawrence, Jensen C. Michael and Roll Richard (1969), "The adjustment of stock prices to new information", International Economic Review, Vol.10(1), pp.1-21.
18. Francois Degeorge and Richard Zeckhauser, 1993, "The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence", The Journal of Finance, vol 48, No 4 September, pp. 1323-1348
19. Grabowski G. Henry, 2011, "The Evolution of the Pharmaceutical Industry over the Past 50 Years: A Personal Reflection", International Journal of the Economics of Business, vol. 18, pp. 161-176
20. Hassan Mahmud, Patro K. Dilip, Tuckman Howard and Wang Xiaoli, 2007, "Do mergers and acquisitions create shareholder wealth in the pharmaceutical industry?", International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing, vol. 1, pp. 58-78
21. Hirschleifer David, 1995, "Chapter 26 Mergers and Acquisition: Strategic and Information Issues", Handbooks in Operations Research and Management Science vol. 9, pp. 839-885
22. Kumar Rajiv, Rajesh Upadhyayula and Aggrwal-Gupta Meenakshi, 2012, "Success of a Merger or Acquisition – A Consideration of Influencing Factors", International Journal of Management Practice, vol. 5, pp. 270-286
23. Martynova Marina and Renneboog Luc, 2008, "A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?", Journal of Banking Finance, vol. 32, pp. 2148-2177
24. Mauricio Zollo and Degenhard Meier, 2008, "What is M&A Performance?", Academy of Management Perspectives, Vol. 22, No. 3, pp. 55-77

25. Mueller C. Dennis and Sirower L. Mark, 2003, "The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia", Managerial and Decision Economics, vol.24, pp. 373-391
26. Mukherjerr K. Tarun, Kiyamaz Halil and Baker H. Kent, 2004, "Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs", Journal of Applied Finance, pp. 7-24
27. Oler K. Derek, Harrison S. Jeffrey and Allen R. Mathew, 2008, "The Danger of Misinterpreting Short-Window Event Study Findings in Strategic Management Research: An Empirical Illustration Using Horizontal Acquisitions", Strategic Organization, vol. 6, pp. 151-184
28. Papadakis M. Vassilis and Thanos C. Ioannis, 2010, "Measuring the Performance of Acquisitions: An empirical Investigation Using multiple Criteria", British Journal of Management, vol. 21, pp. 859-873
29. Roll Richard, 1986, "The Hybris Hypothesis of Corporate Takeovers", The Journal of Business, vol. 59, no 2 part 1, pp. 197-216
30. Shepherd Joanna, 2012, "Consolidation and Innovation in the Pharmaceutical Industry: The role of Mergers and Acquisitions in the Current Innovation System", Journal of Health Economics, vol. 32, pp. 106-113
31. Scherer M. Frederic, 2000, "The Pharmaceutical Industry", Handbook of Health Economics, vol. 1, pp. 1297-1336
32. Tehranian Hassan, Nickolaos G. Travlos and James F. Waagelein, 1987, "The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-of-Induced Abnormal Returns", Journal of Finance, vol. 42 (No 4), pp. 943-963
33. Trevor Chamberlain, Francois-Xavier Joncheray, 2017, "Reverse Leveraged Buyout Return Behavior: Some European Evidence", Eurasian Journal of Economics and Finance, pp. 142-175
34. Tuch Christian and O'Sullivan Noel, 2007, "The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence", International Journal of Management Reviews, vol. 9, pp. 141-170
35. Wang Daojuan, 2012, "Cross-Border Mergers and Acquisitions: A survey of Field Evidence from Danish" Journal of Economic Geography, Vol. 3, No 3, pp. 309-334

#### **ΠΗΓΕΣ ΑΠΟ ΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ**

36. <http://www.investopedia.com/university/mergers/>
37. <http://ushap201516.blogspot.com/2016/05/vertical-vs-horizontal-integration.html>
38. <https://www.hec.ca/finance/Fichier/Aggarwal.pdf>
39. <https://www.hec.ca/finance/Fichier/Aggarwal.pdf>



40. [https://econ.medarbejdere.au.dk/fileadmin/Economics\\_Business/Research/Seminars/2013/Paper\\_The\\_importance\\_of\\_Industry\\_Relatedness\\_in\\_MA.pdf](https://econ.medarbejdere.au.dk/fileadmin/Economics_Business/Research/Seminars/2013/Paper_The_importance_of_Industry_Relatedness_in_MA.pdf)
41. <https://www.g-casa.com/conferences/berlin/papers/Wang.pdf>
42. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/whats-behind-the-pharmaceutical-sectors-m-and-a-push>
43. <https://www.healthview.gr/11853/pos-60-farmakeytikes-eginan-10-se-molis-20-chronia/>
44. <https://www.statista.com/topics/1764/global-pharmaceutical-industry/>