

1.1 Το φαινόμενο των Σ&Ε

Η πραγματοποίηση συγχωνεύσεων ή εξαγορών αποτελεί σχεδόν πάντα ένα θέμα που προσελκύει το ενδιαφέρον τόσο των μέσων μαζικής ενημέρωσης όσο και της αγοράς γενικότερα. Αποτελεί δε ως ενέργεια μία από τις σημαντικότερες επιχειρηματικές κινήσεις που μπορεί να αλλάξει τόσο γρήγορα και δραματικά την αξία μιας επιχείρησης. Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές - Σ&Ε (Mergers and Acquisitions - M&As) εντοπίζονται με ιδιαίτερα μεγάλη συχνότητα σε πολλούς κλάδους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, όπως αυτοκινητοβιομηχανίες, επιχειρήσεις παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, βιομηχανία τηλεπικοινωνιών, επιχειρήσεις στον χώρο της υγείας, στις αερομεταφορές, στις επιχειρήσεις παροχής τεχνολογιών αιχμής, κ.ά. (Block & Hirt, 2000).

Μέσα από μια γενική θεώρηση, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι Σ&Ε αποτελούν τη δίοδο με την οποία μια επιχείρηση βρίσκει πρόσβαση σε νέους πόρους, και που με την ανάπτυξή τους, θα αυξήσει τα εισοδήματα της και θα βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της στην αγορά. Οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση σε μια τέτοια απόφαση είναι ο έντονος ανταγωνισμός του κλάδου της, οι τεχνολογικές εξελίξεις, οι αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο που την επηρεάζουν άμεσα, καθώς και πολλοί άλλοι παράγοντες (Dikerson et al., 1995).

Αναμφίβολα, η παγκοσμιοποίηση με την ενοποίηση αγορών και η διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιτάχυναν την όλη δραστηριότητα των Σ&Ε τα τελευταία χρόνια και αυτό μας δείχνει μια νέα ενδιαφέρουσα διεθνή διάσταση των Σ&Ε. Για παράδειγμα, το 1999 οι αλλαγές αυτές είχαν ως αποτέλεσμα το Ηνωμένο Βασίλειο (Η.Β.) ως χώρα να είναι η πρώτη παγκοσμίως σε επενδύσεις με διεθνείς Σ&Ε, παίρνοντας την πρωτοκαθεδρία από τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (Η.Π.Α.). Το ποσό των διεθνών Σ&Ε του Η.Β. άγγιζε το ποσό των 210 δισεκ. δολαρίων, δηλαδή περισσότερο από το 40% του συνόλου των διεθνών Σ&Ε της Ευρωπαϊκής Ένωσης (497,7 δισεκ. δολάρια). Σε αντιδιαστολή, το ποσό των Η.Π.Α για τη χρονιά εκείνη ήταν 112,4 δισεκ. δολάρια, ενώ συνολικά σε όλο τον κόσμο, το ύψος των διασυνοριακών Σ&Ε έφτασε το ύψος των 720,1 δισεκ. δολαρίων (United Nations Conference on Trade and Development, 2000).

1.2 Βασικοί ορισμοί

Ο όρος της συγχώνευσης ή εξαγοράς νοείται γενικά ως η πράξη ένωσης δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων. Κατά τη διάρκεια της παρούσας μελέτης, οι δύο αυτοί όροι συχνά χρησιμοποιούνται ως ταυτόσημοι, ενώ όταν δε, κρίνεται σκόπιμη η διάκριση τους αναφέρεται ρητά το είδος αυτών. Γενικά, θα μπορούσαμε να πούμε πως μια επιχείρηση μπορεί να πραγματοποιήσει μια δραστηριότητα Σ&Ε με τρεις τρόπους, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία (Samuels et al., 1999) και την ελληνική πραγματικότητα (Βούτσης, 2005):

- *Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption)*, όπου η αποκτούσα επιχείρηση διατηρεί το όνομά της και την οντότητά της και αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, μετά από τη συγχώνευση η αποκτημένη επιχείρηση παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή επιχειρησιακή οντότητα.
- *Συγχώνευση με σύσταση νέας επιχείρησης (merger by consolidation)*, όπου μια εξ ολοκλήρου νέα επιχείρηση δημιουργείται και η αποκτούσα επιχείρηση και η επίκτητη επιχείρηση παύουν την προηγούμενη νομική ύπαρξή τους και γίνονται μέρος της νέας επιχείρησης.
- *Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition)*, όπου μια επιχείρηση αποκτά μια άλλη επιχείρηση για μετρητά ή μετοχές ή άλλο. Υπάρχουν δύο τύποι, ως υποκατηγορίες της τρίτης αυτής περίπτωσης:
 - Εξαγορά με απόκτηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης (acquisition of stock).
 - Εξαγορά με απόκτηση των στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης (acquisition of assets).

1.3 Είδη συγχωνεύσεων-εξαγορών και διάσπασης

Οι Σ&Ε επιχειρήσεων δύναται να κατηγοριοποιηθούν με διάφορα άλλα κριτήρια, πέρα από τη νομική μορφή της συναλλαγής. Οι Σ&Ε έχει επικρατήσει να διακρίνονται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες, σύμφωνα με τη συσχέτιση της δραστηριότητας της εξαγοράζουσας επιχείρησης με τη δραστηριότητα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (Lubatkin, 1983). Οι κατηγορίες αυτές είναι:

- *Οριζόντια Σ&Ε (horizontal M&A)*. Οριζόντια Σ&Ε έχουμε, όταν μια επιχείρηση συγχωνεύεται με άλλη ή άλλες, που έχουν κοινή επιχειρησιακή γραμμή, παράγουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες και η μία μπορεί να

αντλήσει πλεονεκτήματα από την άλλη στη συνεργασία τους (Wyatt & Kieso, 1969; Taqi, 1987). Δηλαδή, ως οριζόντια συγχώνευση ή εξαγορά, νοείται η Σ&Ε κατά την οποία ομοειδείς επιχειρήσεις συγχωνεύονται κατά διάφορους τρόπους για να εξαφανίσουν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό, να μπορούν να ανταποκριθούν στον ανταγωνισμό της αγοράς και να ελέγξουν την αγορά του προϊόντος με όσον το δυνατόν πιο αυξημένη τη διαπραγματευτική τους δύναμη (Eckbo, 1983; Αγοραστός, 1995; Σακκέλης, 2002). Συνήθως, οι οριζόντιες Σ&Ε είναι χαμηλού κινδύνου (Kitching, 1967), ενώ συχνά αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία και με τον όρο “tactical M&As”.

- *Κάθετη Σ&Ε (vertical M&A)*. Κάθετη Σ&Ε γίνεται όταν μια επιχείρηση αγοράζει τους ίδιους τους προμηθευτές της ή αντίστροφα. Δηλαδή, ως κάθετη συγχώνευση ή εξαγορά νοείται η Σ&Ε, κατά την οποία επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαδοχικά στάδια του κυκλώματος της παραγωγής ή κυκλοφορίας αγαθών ή υπηρεσιών, συγχωνεύονται προκειμένου να εξουδετερώσουν σοβαρά μειονεκτήματα που απορρέουν από τον καταμερισμό των εργασιών ή να δημιουργήσουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα μέσω μείωσης του κόστους παραγωγής, ανταλλαγής γνώσης στην αγορά του προϊόντος, κ.ά. (Stigler, 1958; Vernon & Graham, 1971; Perry, 1978; Waterson, 1980; Brigham & Gapenski, 1994).
- *Ομοκεντρική ή ομογενής Σ&Ε (concentric or congeneric M&A)*. Ομοκεντρική ή ομογενής Σ&Ε γίνεται ανάμεσα σε επιχειρήσεις, που είναι στην ίδια βιομηχανία προϊόντος, αλλά όχι στην ίδια γραμμή παραγωγής του προϊόντος. Με άλλα λόγια, πρόκειται για ένα είδος Σ&Ε με το οποίο συγχωνεύονται επιχειρήσεις, που δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους, των οποίων όμως η δραστηριότητα δύναται να αλληλοσυμπληρώνεται με συνδυασμένες ενέργειες, έστω και με σχετικά μεγαλύτερο επιχειρηματικό ρίσκο από τις οριζόντιες ή τις κάθετες Σ&Ε (Lubatkin & Lane, 1996; Brigham & Houston, 1998).
- *Διαγώνια ή ανομοιογενής Σ&Ε (conglomerate M&A)*. Διαγώνια ή ανομοιογενής Σ&Ε έχουμε όταν συγχωνεύονται επιχειρήσεις με μη συσχετισμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Με άλλα λόγια, η ανομοιογενής Σ&Ε είναι το τελικό αποτέλεσμα μιας στρατηγικής δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, που παράγουν διαφορετικά προϊόντα ή προσφέρουν διαφορετικές υπηρεσίες, που στοχεύει σε διασφάλιση ευρύτερης οικονομικής βάσης, καλύτερης οργάνωσης και διοίκησης και μεγαλύτερων δυνατοτήτων κέρδους (Kitching, 1967; Lubatkin, 1983). Οι Σ&Ε αυτού του είδους μπορεί να διακριθούν περαιτέρω στις εξής δύο κατηγορίες:

- στις επεκτατικές διαγώνιες της αγοράς (conglomerate market extension) Σ&Ε, όπου δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν το χώρο δράσης τους στην αγορά
- στις επεκτατικές διαγώνιες του προϊόντος (conglomerate product extension) Σ&Ε, όπου δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν τη διάθεση του προϊόντος που παράγουν ή να διαφοροποιήσουν την παραγωγή τους με διαποίκιση δραστηριοτήτων (Breal & Myers, 1996).

Επιπρόσθετα, ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησής τους και τη συμπεριφορά που παρουσιάζουν οι διοικήσεις των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, οι Σ&Ε διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες, που είναι οι εξής:

- *Φιλικές Σ&Ε (amicable)*. Τέτοιες είναι οι Σ&Ε, που προκύπτουν, ύστερα από κοινή συμφωνία μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και την ανακοίνωση στους μετόχους τους ότι αποδέχονται από κοινού την Σ&Ε και συνιστούν και σε αυτούς να εγκρίνουν κι αυτοί την παραπάνω πράξη, σύμφωνα με τις νόμιμες διαδικασίες, ενώ το αντίτιμο της εξαγοράς έχει καθοριστεί από κοινού.
- *Εχθρικές ή επιθετικές Σ&Ε (hostile)*. Οι εχθρικές Σ&Ε αναφέρονται σε εκείνες, που υφίστανται όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά απόψεων είτε ως προς το επιχειρηματικό σχέδιο που θα εφαρμοστεί μετά την Σ&Ε, είτε ως προς την τιμή εξαγοράς του μετοχικού κεφαλαίου μεταξύ των διοικήσεων της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και, προφανώς, είτε ως προς την τύχη του τρέχουσας διοίκησης της επιχείρησης-στόχου, με συνέπεια να υπάρχουν αντιδράσεις (Soubeniotis et al., 2006). Στην περίπτωση αυτή, η εξαγοράζουσα επιχείρηση προχωρά συνήθως με τους εξής τρόπους:
 - *Μέσω δημόσιας προσφοράς* για να προσεγγίσει τη διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, αλλά και τους μετόχους αυτής (εντός ορισμένου χρονικού ορίζοντα), ενώ από τη δική της πλευρά η υπό εξαγορά επιχείρηση, που αποτελεί και την επιχείρηση-στόχο, συμβουλεύει τους μετόχους της να πράξουν τα αντίθετα, από ό,τι τους προτείνει η άλλη επιχείρηση, λαμβάνοντας και υπ' όψιν διάφορους άλλους παράγοντες.
 - *Με κατάληψη της επιχείρησης-στόχου (target company)*, όπου ως κατάληψη νοείται η πράξη εκείνη, κατά την οποία η εξαγοράζουσα επιχείρηση καταλαμβάνει την εξαγοραζόμενη, αποκτώντας σιγά-σιγά και αθόρυβα πακέτα μετοχών της εξαγοραζόμενης, που της δίνουν, σταδιακά αρχικά, και τελικά, τον έλεγχο της επιχείρησης-στόχου.

- *Με συνδυασμό των δύο παραπάνω στρατηγικών*, δηλαδή αρχικά αποκτάται ένα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου, που διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο (είτε “αθόρυβα” από μικρομετόχους, είτε με συμφωνία από όσους έχουν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό μετοχών), και στη συνέχεια το υπόλοιπο μέρος που απαιτείται για την απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών και της διοίκησης της επιχείρησης-στόχου γίνεται προσπάθεια να αποκτηθεί μέσω δημόσιας προσφοράς.

Μια άλλη διάκριση που μπορεί να γίνει σε πράξεις Σ&Ε, ανάλογα με τους επιδιωκόμενους σκοπούς που υπάρχουν και θεωρούνται ως επιθυμητοί στόχοι για να επιτευχθούν, είναι:

- *Επενδυτική Σ&Ε*. Επενδυτική εξαγορά είναι η απόκτηση μιας επιχείρησης με μοναδικό σκοπό την αποκομιδή αυτοτελούς κέρδους ως μέσου επενδυτικής δραστηριότητας. Δηλαδή, αν και ο αγοραστής ή η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν έχει τεχνογνωσία του κλάδου και εισέρχεται σε αυτόν για πρώτη φορά, χωρίς να κάνει αλλαγές στη διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, το κάνει με μοναδικό σκοπό το κέρδος είτε με την είσπραξη από διανομή μερισμάτων είτε με την μεταπώληση της επένδυσής του για να καρπωθεί τη διαφορά από τη συναλλαγή ή και τα δύο.
- *Ανανεωτική ή Συμπληρωματική Σ&Ε*. Στην περίπτωση αυτή η εξαγοράζουσα επιχείρηση συγχωνεύεται με σκοπό την συνένωση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Δηλαδή, η ενέργεια της Σ&Ε γίνεται με τελικό σκοπό την παρακράτηση της επιχείρησης και την αξιοποίηση ενσώματων περιουσιακών στοιχείων (tangible assets), όπως κτίρια και εγκαταστάσεις κτιρίων, μηχανήματα, κτλ., ή άυλων περιουσιακών στοιχείων (intangible assets), όπως άδειες παραγωγής και εκμετάλλευσης, υπεραξία εξαγοραζόμενης επιχείρησης (φήμη και πελατεία), κτλ. (Ιγνατιάδης, 1990).
- *Απόκτηση με Σ&Ε για Άμεση Ρευστοποίηση*. Πρόκειται για την περίπτωση όπου μια επιχείρηση εξαγοράζεται με μοναδικό σκοπό την άμεση παύση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων και την πώληση των περιουσιακών στοιχείων της σε τρίτους κατά τμήματα με τιμή υψηλότερη από το κόστος εξαγοράς όλης της επιχείρησης. Τέτοιου είδους ενέργειες πρωτοεμφανίστηκαν το 1953 στην Αγγλία, όταν ο Charles Clore έκανε την εχθρική εξαγορά της εταιρείας “Sears” (Littlewood, 1988).

Προφανώς, για να έχουν εφαρμογή όλα τα παραπάνω, η επιχείρηση-στόχος πρέπει να είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και να υπάρχει σχετικά μεγάλη διασπορά στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου, με ταυτόχρονη

απουσία πολύ μεγάλων πακέτων μετοχών από το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης υπό έλεγχο ή την κατοχή της διοίκησης της επιχείρησης, ει-
δάλλως απαιτούνται διαφορετικοί χειρισμοί κατά την διαδικασία Σ&Ε (Πα-
παδάκης, 2002).

Επίσης, τα διάφορα είδη διάσπασης και ο τρόπος με τον οποίο διασπώ-
νται τμήματα επιχειρήσεων και αποκτώνται τις περισσότερες φορές από
άλλες επιχειρήσεις χρήζει ιδιαίτερου ενδιαφέροντος και προσοχής, ενώ ο
τρόπος υλοποίησής τους ποικίλλει. Έτσι, διάσπαση των επιχειρήσεων γί-
νεται με τους εξής τρόπους:

- *Εκποίηση (sell-off)*. Η εκποίηση (sell-off) των στοιχείων του ενεργητι-
κού με αντάλλαγμα μετρητά ή χρεόγραφα αποτελεί τη συνηθέστερη
μορφή διάσπασης και αναφέρεται στην πώληση ενός τμήματος ή μιας
παραγωγικής μονάδας από μια επιχείρηση σε μια άλλη. Η εκποίηση
αποτελεί μια 'αντίστροφη' συγχώνευση από τη πλευρά της διασπώμε-
νης επιχείρησης, καθώς μια τέτοια ενέργεια μειώνει τη συνολική αξία
του ενεργητικού της επιχείρησης. Γενικά, οι διασπάσεις προσφέρουν
σημαντικά και θετικά αποτελέσματα στους πωλητές, αφού απαγκι-
στρώνεται η επιχειρησιακή τους στρατηγική από μία μη συσχετισμένη
δραστηριότητα σε σχέση με την κύριά τους και αυτή μπορεί να δη-
μιουργήσει πολλαπλές θετικές εκβάσεις στον αγοραστή εφόσον μπο-
ρεί να τη διαχειριστεί σωστά (Weston et al., 1996).
- *Αποσκίρτηση (spin-off or demerger)*. Η αποσκίρτηση (spin-off or de-
merger), στην καθαρότερη μορφή της, συμβαίνει όταν γίνεται διαχωρι-
σμός των λειτουργιών μιας θυγατρικής επιχείρησης από τη μητρική αυ-
τής σε ανεξάρτητες επιχειρήσεις, χωρίς καμία μεταβολή στο ιδιοκτη-
σιακό καθεστώς. Έτσι, μια επιχείρηση μπορεί να σχηματίσει μια θυγα-
τρική επιχείρηση και να μεταφέρει το σύνολο των παραγωγικών δρα-
στηριοτήτων της σε αυτήν, ενώ η μητρική να κατέχει το 100% των με-
τοχών της θυγατρικής και η διοίκηση της μητρικής για τη θυγατρική ε-
πιχείρηση να έχει την εξουσία λήψης αποφάσεων. Συνεπώς, η απο-
σκίρτηση δεν μεταβάλλει απαραίτητα το ποσοστό ιδιοκτησίας των με-
τόχων στη μητρική και τη θυγατρική επιχείρηση, αλλά διαχωρίζει το με-
τοχικό κεφάλαιο της μητρικής και των θυγατρικών της επιχειρήσεων για
διαφόρους λόγους (Weston et al., 1990).
- *Κατατμήσεις (split-ups)*. Οι κατατμήσεις (split-ups) σε αντίθεση με ότι
συμβαίνει στις αποσκιρτήσεις, αναφέρονται στο είδος εκείνο της διά-
σπασης, όπου μια επιχείρηση που διαλύθηκε, χωρίζεται σε διάφορα
τμήματα- επιχειρήσεις και έπειτα αυτά δίνονται στους μετόχους της δια-
λυόμενης επιχείρησης με την παράδοση των μετοχών τους. Πολλές
φορές η κατάτμηση είναι δυνατόν να έχει τα ίδια αποτελέσματα με την

αποσκίρτηση. Η διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι στις κατατμήσεις η αρχική επιχείρηση παύει να υπάρχει (Weston et al., 1996).

- *Προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού (outright liquidation of assets).* Η προθεσμιακή εκκαθάριση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού (outright liquidation of assets). Αποτελεί μια ακραία μορφή εκποίησης στοιχείων ενεργητικού. Αναφέρεται στο είδος εκείνο της διάσπασης, όπου τα στοιχεία του ενεργητικού ενός τμήματος της επιχείρησης πωλούνται ανά τεμάχιο και όχι ως μια ολόκληρη λειτουργική οντότητα. Συνεπώς, η εκκαθάριση αυτού του είδους δεν θα πρέπει να συνδέεται με τις αποφάσεις για τη διακοπή ή την εγκατάλειψη κάποιας λειτουργίας, αλλά με την πώληση ορισμένων στοιχείων του ενεργητικού. Τα στοιχεία του ενεργητικού πωλούνται σε μια άλλη επιχείρηση και τα κέρδη από την πώληση αυτή διανέμονται στους μετόχους, αντί να επενδύονται σε νέα περιουσιακά στοιχεία.
- *Μοχλευμένη εξαγορά (leveraged buy-out).* Η μορφή αυτή συναντάται σε εξαγορές είτε αυτούσιων επιχειρήσεων είτε σε τμήματα αυτών που είναι προς πώληση από διάσπαση. Έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον κατά 75%) από τραπεζικό δανεισμό και όχι από ίδια κεφάλαια, για αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη και θεωρείται ως ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης επιχειρήσεων, με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου (Lee & Finnerty, 1990). Την τελευταία δεκαετία, η έννοια της μοχλευμένης εξαγοράς συναντάται ιδιαίτερα συχνά με τη μορφή του “management buyout – MBO”, όπου τα στελέχη μιας επιχείρησης αγοράζουν ένα τμήμα της επιχείρησης όπου εργάζονται (ή μερικές φορές και όλη την επιχείρηση), αλλά καθώς δεν έχουν τα απαραίτητα κεφάλαια για αυτό καταφεύγουν σε υψηλά ποσοστά δανεισμού. Τα LBOs, ως και τα MBOs, ως μορφές Σ&Ε είναι στενά συνυφασμένες με την έννοια μιας επένδυσης υψηλού κινδύνου κατά την εφαρμογή τους. Με σκοπό τη μείωση του κινδύνου, η μοχλευμένη εξαγορά προτείνεται να εφαρμόζεται σε ώριμες επιχειρήσεις με σταθερές ταμειακές ροές, παρά σε νέες αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις (Παπαδάκης, 2002).

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι στρατηγικές συμμαχίες (strategic alliances or corporate alliances), που προκύπτουν από συμφωνίες που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο μεταξύ των επιχειρήσεων σε μια επιχειρηματική συνδυασμένη δραστηριότητα και μεγιστοποιούν τα οφέλη από μια τέτοια συνεργασία. Η μορφή αυτή της συνεργασίας θεωρείται κατά πολλούς ως το τελευταίο στάδιο πριν από τη Σ&Ε επιχειρήσεων (Nevaer & Deck, 1990; Garette & Dussauge, 2000).

Τέλος, όλα τα παραπάνω που διερευνήθηκαν σχετικά με τις διακρίσεις των Σ&Ε, ανάλογα με διάφορα κριτήρια που επιλέγονται, συνοψίζονται ως εξής στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 1. Διακρίσεις Σ&Ε κατά διαφορετική προσέγγιση

Διάκριση με βάση τη νομική μορφή της συναλλαγής	Διάκριση με τη συσχέτιση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων	Διάκριση με τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων διοικήσεων	Διάκριση με βάση τους επιδιωκόμενους στόχους
Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption)	Οριζόντια Σ&Ε (horizontal M&A)	Φιλική Σ&Ε (amicable M&A)	Επενδυτική Σ&Ε
Συγχώνευση με σύσταση νέας επιχείρησης (merger by consolidation)	Κάθετη Σ&Ε (vertical M&A)	Εχθρική ή επιθετική Σ&Ε (hostile M&A)	Συμπληρωματική Σ&Ε
Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition)	Ομοκεντρική ή ομογενής Σ&Ε (concentric or congeneric M&A)		Σ&Ε για Άμεση Ρευστοποίηση
	Διαγώνια Σ&Ε (conglomerate M&A)		

1.4 Σύνοψη - συμπεράσματα

Οι Σ&Ε επιχειρήσεων δύναται να κατηγοριοποιηθούν με διάφορα κριτήρια. Σύμφωνα με τη κύρια διάκριση τους, με βάση τη νομική μορφή της συναλλαγής, γίνεται διαχωρισμός τους σε: (i) συγχωνεύσεις με απορρόφηση, (ii) συγχωνεύσεις με σύσταση νέας επιχείρησης, (iii) συγχωνεύσεις

με εξαγορά. Σύμφωνα με τη συσχέτιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων διακρίνονται σε: (i) οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers), (ii) κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers), (iii) ομοκεντρικές ή ομογενείς συγχωνεύσεις (congeneric mergers), (iv) διαγώνιες συγχωνεύσεις (conglomerate mergers). Επίσης, με βάση τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων κατηγοριοποιούνται σε: (i) φιλικές συγχωνεύσεις (amicable mergers), (ii) εχθρικές ή επιθετικές συγχωνεύσεις (hostile mergers). Ακόμα, με βάση τους επιδιωκόμενους στρατηγικούς στόχους μπορεί γίνει διάκρισή τους σε: (i) επενδυτικές συγχωνεύσεις, (ii) συμπληρωματικές συγχωνεύσεις, (iii) συγχωνεύσεις με σκοπό την άμεση ρευστοποίηση.

1.5 Ερωτήσεις

1. Να αναφέρετε τα είδη Σ&Ε επιχειρήσεων με βάση τη νομική μορφή της συναλλαγής.
2. Να αναφέρετε τα είδη Σ&Ε επιχειρήσεων ανάλογα με τη συσχέτιση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.
3. Να αναφέρετε τα είδη Σ&Ε επιχειρήσεων ανάλογα με τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων.
4. Να αναφέρετε τα είδη Σ&Ε επιχειρήσεων με βάση τους επιδιωκόμενους στόχους.

Περιεχόμενα Κεφαλαίου

Κεφάλαιο 2: Ιστορική Διερεύνηση των Σ&Ε

2.1 Ιστορική αναδρομή.

2.1.1 Η.Π.Α.

2.1.2 Ηνωμένο Βασίλειο.

2.1.3 Υπόλοιπη Ευρώπη.

2.1.4 Ιαπωνία.

2.1.5 Ελλάδα.

2.2 Αίτια που προκάλεσαν κύματα Σ&Ε.

2.3 Αξιολόγηση επιδράσεων των κυμάτων Σ&Ε.

2.3.1 Στην εταιρική διακυβέρνηση.

2.3.2 Στην αξιολόγηση της επιχειρησιακής επίδοσης.

2.3.3 Στην κυβερνητική πολιτική-αντιμονοπωλιακή νομοθεσία.

2.4 Σύνοψη - συμπεράσματα.

2.5 Ερωτήσεις.

2.1 Ιστορική αναδρομή

Η έναρξη των Σ&Ε ως φαινόμενο είναι σχεδόν συνυφασμένο με την έναρξη των οικονομικών δραστηριοτήτων του ανθρώπου. Ο βαθμός δραστηριότητας των επιχειρήσεων σε Σ&Ε διαχρονικά παρουσιάζει στα διάφορα οργανωμένα οικονομικά συστήματα διαφορετικές τάσεις και αυξομειώσεις. Στη σύγχρονη ιστορία, ο υψηλός βαθμός διαφοροποίησης, είτε προς τα πάνω ή προς τα κάτω, έχει ως αποτέλεσμα συχνά να λέμε ότι παρατηρούνται συγκεκριμένα κύματα Σ&Ε (merger waves). Η εμφάνιση τέτοιων κυμάτων Σ&Ε παρατηρήθηκε κυρίως σε οικονομικά συστήματα που πρέσβευαν το καπιταλισμό, ενώ υπήρχε ταυτόχρονα σε αυτά και μια ανεπτυγμένη και φιλελεύθερη κεφαλαιαγορά. Αντιπροσωπευτικές περιπτώσεις στην παραπάνω θεώρηση είναι οι Η.Π.Α. και το Η.Β., όπου οι μεταβολές στη δραστηριότητα των Σ&Ε (merger waves) προκάλεσαν επιδράσεις με παγκόσμια απήχηση. Στις ενότητες που ακολουθούν θα αναλυθούν τόσο οι περιπτώσεις των δύο αυτών χωρών, όπως και άλλων που δεν είχαν τόσο μεγάλες εκφάνσεις, όπως οι σημαντικότερες περιπτώσεις χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η Ιαπωνία, και προφανώς, τα σύγχρονα δρώμενα στην ελληνική πραγματικότητα.

2.1.1 Η.Π.Α.

Η ιστορία των Σ&Ε στις Η.Π.Α. έχει χαρακτηριστεί από επτά σημαντικά κύματα, ως περιόδους υψηλών επιπέδων δραστηριότητας Σ&Ε, που ακολουθούνται από περιόδους σχετικά χαμηλής δραστηριότητας. Κάθε ένα από αυτά είναι ευδιάκριτο και διαφορετικό από τα άλλα, παρουσιάζοντας ιδιαιτερότητες, ειδικά στον τύπο της Σ&Ε σε σχέση με την συσχέτιση των δραστηριοτήτων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, τις μεθόδους πληρωμών, και τη συμπεριφορά των εν λόγω επιχειρήσεων (Tarasofsky & Corvari, 1991).

Το πρώτο κύμα Σ&Ε στην Αμερική άρχισε στο τέλος του δέκατου ένατου αιώνα, το 1895, καθώς οι επιχειρήσεις τότε προσπαθούσαν να καταλάβουν σημαντικά μερίδια αγοράς μετά την ύφεση του 1883. Η εισαγωγή της νομοθεσίας “Sherman Antitrust Act” (1890), σε συνδυασμό με την τότε συνεχώς αυξανόμενη χρηματιστηριακή αγορά ενθάρρυναν την όλη δραστηριότητα. Η αιχμή δραστηριότητάς των Σ&Ε ήταν μεταξύ του 1898 και

του 1902, ενώ το όλο κύμα διάρκεσε έως το 1905. Το πρώτο αυτό κύμα πραγματοποιήθηκε από τις διάφορες αμερικάνικες εταιρίες, καθώς προσπαθούσαν να αναπτυχθούν σε ολόκληρη την αγορά των Η.Π.Α. και μέσω εκτεταμένης παραγωγικής δυναμικότητας, από εξαγορές επιχειρήσεων της ίδιας βιομηχανίας, να επιτύχουν σημαντικά κέρδη από εκμετάλλευση μονοπωλιακής θέσης στην αγορά (McCann & Gilkey, 1988). Δεδομένου ότι η “Sherman Antitrust Act” έδινε ευκαιρίες σε επιχειρήσεις να δημιουργήσουν σχεδόν μονοπώλια σε αγορές προϊόντων, χωρίς καμία ρυθμιστική παρέμβαση, οι Σ&Ε με ανταλλαγές μετοχών το έκαναν αυτό πραγματικότητα. Αυτό το πρώτο κύμα χαρακτηρίστηκε κυρίως από οριζόντιες Σ&Ε και συνδέθηκε με την ολοκλήρωση του εθνικού συστήματος μεταφορών των Η.Π.Α., που συνέστησε την πρώτη ενιαία κοινή αγορά στον κόσμο. Κατά τη διάρκεια αυτού του κύματος Σ&Ε, σχεδόν 1800 εταιρίες εξαφανίστηκαν και περίπου 71 επιχειρήσεις διαμόρφωσαν σχεδόν εικονικά μονοπώλια σε διάφορους βιομηχανικούς κλάδους. Αναμφισβήτητα, το πρώτο κύμα Σ&Ε οδήγησε σε έναν ευρύ ανασχηματισμό του βιομηχανικού τοπίου των Η.Π.Α. (Sudarsanam, 2003).

Το δεύτερο κύμα στην αμερικανική ιστορία Σ&Ε άρχισε δεκαεπτά χρόνια μετά από το τέλος του πρώτου, το 1922, και τελείωσε με την αρχή της μεγάλης οικονομικής κρίσης, το 1929, όπου η κατάρρευση της οικονομίας της χώρας οδήγησε σε χάος στο αμερικανικό χρηματιστήριο και σε ένα αναπόφευκτο τέλος των δραστηριοτήτων των Σ&Ε μέσα σε μία ημέρα (McCann & Gilkey, 1988). Τα κίνητρα για να αρχίσουν οι επιχειρήσεις να ενδιαφέρονται για Σ&Ε σε αυτό το δεύτερο κύμα ήταν και πάλι πρωταρχικά αλλαγές στο νομικό πλαίσιο. Όλα ξεκίνησαν με συνεχόμενες αποφάσεις δικαστηρίων που κατέστησαν σαφές ότι δεν ενέκριναν πλέον τα μονοπώλια σε οποιαδήποτε βιομηχανία και όριζαν άμεσες διασπάσεις επιχειρήσεων σε όσες είχαν μονοπωλιακό χαρακτήρα. Το πρώτο “θύμα” αυτής της τακτικής ήταν το 1911 η διάσπαση της εταιρείας “Standard Oil” που ιδρύθηκε και ήταν στην κατοχή του John D. Rockefeller. Η εταιρεία απέκτησε πολλά υποκαταστήματα σε όλες τις πολιτείες των Η.Π.Α., μέσω Σ&Ε, και οδήγησε πολλούς από τους ανταγωνιστές της έξω από το χώρο με μη θεμιτές πρακτικές. Η Ανώτατη Δικαστική Αρχή της χώρας (US Supreme Court) κατηγόρησε τη “Standard Oil” για παράνομες πρακτικές, για κατάχρηση εξουσίας στην αγορά και για υπερβολικό έλεγχο της πετρελαϊκής αγοράς. Στη συνέχεια, την ανάγκασε να πωλήσει τριάντα τρία από τα σημαντικότερα υποκαταστήματά της σε διάφορες πολιτείες, ενώ