



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΑΘΗΝΩΝ

London  
Business  
School

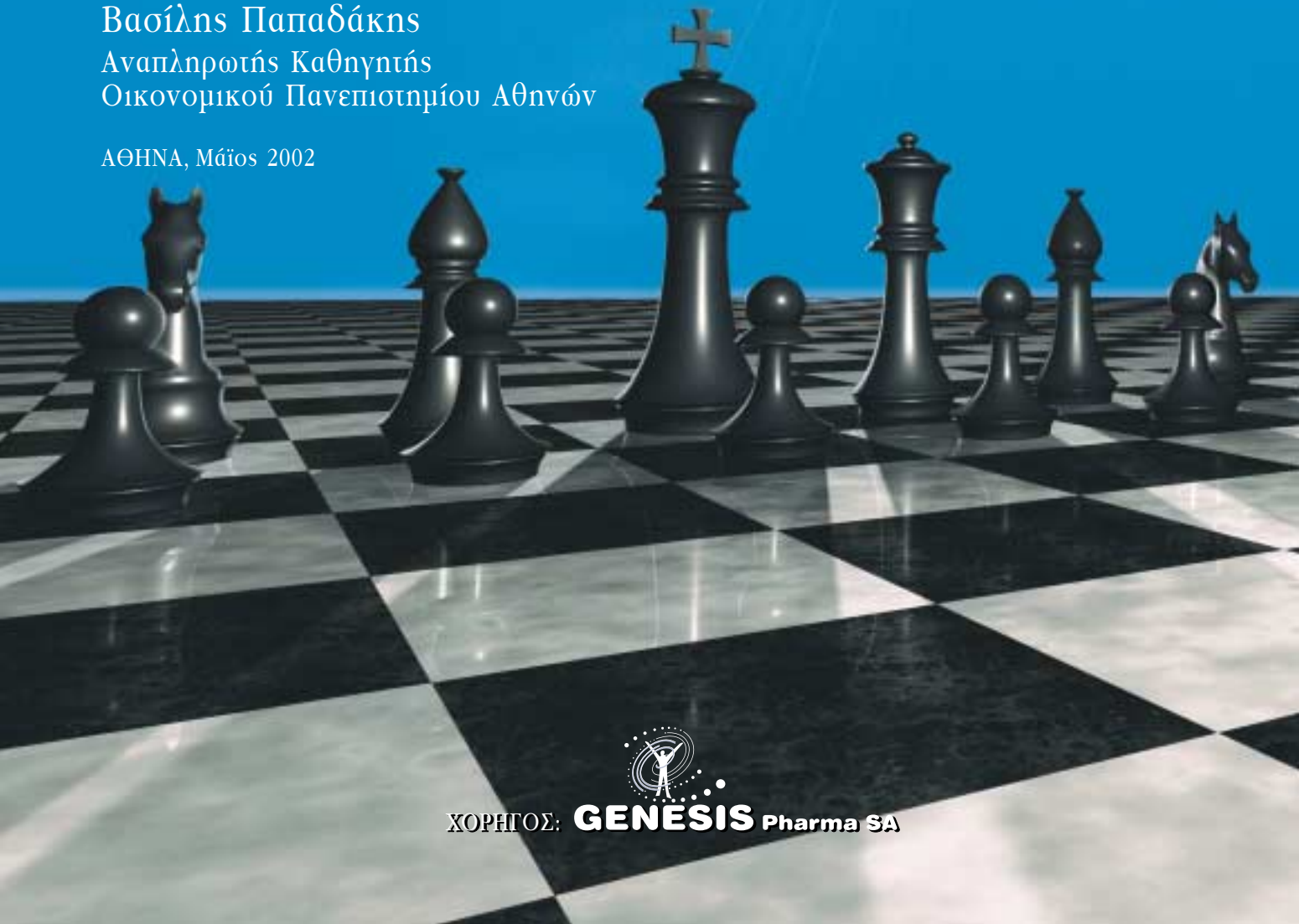
GREEK ALUMNI  
ASSOCIATION

# *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις*

## *Εδαφνική και Διεθνής Εμπειρία*

Βασίλης Παπαδάκης  
Αναπληρωτής Καθηγητής  
Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ΑΘΗΝΑ, Μάιος 2002



ΧΟΡΗΓΟΣ: **GENESIS** Pharma SA

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

London Business School .....	2
Πρόλογος .....	3

## τμήμα α

Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Η Διεθνής Εμπειρία .....	4
Εισαγωγή.....	5
Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων .....	6
Λόγοι πραγματοποίησης εξαγορών ή συγχωνεύσεων.....	8
Λόγοι αποτυχίας εξαγορών ή συγχωνεύσεων .....	11
Αξιολόγηση αποτελεσματικότητας εξαγορών και συγχωνεύσεων .....	15
Εξασφάλιση επιτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	16
Ένας “δεκάλογος επιτυχίας” στις εξαγορές ή συγχωνεύσεις.....	18
Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία.....	20

## τμήμα β

Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Τα Αποτελέσματα της Ελληνικής Έρευνας.....	22
Εισαγωγή.....	23
Περιγραφικά στοιχεία του δείγματος.....	24
Εμπειρία σε Ε ή Σ, ύπαρξη εναλλακτικών στόχων, καταβληθέν τίμημα .....	29
Προετοιμασία αλλαγών πριν την Ε ή Σ.....	34
Επικοινωνιακό πρόγραμμα.....	38
Αξιολόγηση επιτυχίας των Ε ή Σ.....	43
Συνοπτικά συμπεράσματα .....	50
Παράρτημα α: Σύντομη περιγραφή της ερευνητικής μεθοδολογίας.....	51
Παράρτημα β: Εταιρείες που συμμετείχαν στην έρευνα .....	53
Παράρτημα γ: Ερωτηματολόγιο.....	54

# london business school

Το LBS, από την ίδρυση του το 1965, στοχεύει στο να είναι ένας παγκόσμιος ηγέτης στην προσπάθεια συνεχούς αναβάθμισης της διοίκησης επιχειρήσεων. Ως ένα από τα κορυφαία κέντρα του κόσμου στις επιχειρηματικές σπουδές, το LBS ερευνά, κατανοεί και διαβλέπει παράγοντες που προκαλούν αλλαγές στο παγκόσμιο επιχειρηματικό περιβάλλον και προσφέρει στις επιχειρήσεις και τα στελέχη τα απαραίτητα εργαλεία για να είναι ανταγωνιστικά μέσα στο περιβάλλον αυτό.

Το LBS συγκαταλέγεται σταθερά μεταξύ των δέκα κορυφαίων business schools στον κόσμο. Η φήμη του βασίζεται στην αριότητα τόσο της διδασκαλίας όσο και της ακαδημαϊκής του έρευνας, στο επίπεδο των φοιτητών του, στην ποικιλία και το εύρος της ακαδημαϊκής του κοινότητας. Με πάνω από το 70% των διδασκόντων και το 80% των φοιτητών να προέρχονται από 55 χώρες εκτός της Μ.Βρετανίας, η κοινότητα του LBS αποτελεί ένα μοναδικό ψηφιδωτό από διαφορετικές κουλτούρες. Αυτή η κοσμοπολίτικη κοινότητα δημιουργεί την ενέργεια και τον ενθουσιασμό που χαρακτηρίζουν τις δραστηριότητες του LBS, ενώ προσφέρει ένα συναρπαστικό μαθησιακό περιβάλλον, ένα εκτεταμένο διεθνές δίκτυο αποφοίτων και ισχυρούς δεσμούς με την παγκόσμια επιχειρηματική κοινότητα.

Το LBS προσφέρει ποικιλία προγραμμάτων, από MBA (full-time και part-time) και Masters in Finance (MIF), έως ένα 10μηνο Sloan Masters για έμπειρα στελέχη. Επίσης, είναι διεθνώς αναγνωρισμένο ως ένας κορυφαίος φορέας στην παροχή σύντομων προγραμμάτων Executive Education. Ανεξάρτητα από το πρόγραμμα που επιλέγουν, οι απόφοιτοι του LBS χαίρουν υψηλής εκτίμησης όταν επιστρέφουν στην παγκόσμια αγορά εργασίας.

Όμως, οι σχέσεις των αποφοίτων μεταξύ τους και με το LBS δε σταματούν όταν αποφοιτήσουν. Οι σύλλογοι αποφοίτων του LBS που υπάρχουν σε πάνω από 30 χώρες αποτελούν ζωτικά τμήματα του αναπτυσσόμενου διεθνούς δικτύου του. Ο Σύλλογος Ελλήνων Αποφοίτων ιδρύθηκε επισήμως το 1994, αν και ο πρώτος Έλληνας αποφοίτησε το 1975. Σήμερα, ο Σύλλογος έχει 70 μέλη που ζούν στην Ελλάδα και κατέχουν υψηλές θέσεις στην ελληνική επιχειρηματική κοινότητα. Η αποστολή του Συλλόγου Ελλήνων Αποφοίτων είναι η ακόλουθη:

- Να δημιουργήσει και να καλλιεργήσει στενούς δεσμούς μεταξύ των Ελλήνων αποφοίτων.
- Να αποτελέσει ένα φόρουμ συζήτησης τρεχόντων επιχειρηματικών θεμάτων.
- Να προσφέρει ένα διεθνές δίκτυο επαφών για τα μέλη του.
- Να κτίσει ένα ισχυρότερο όνομα για το LBS, ενισχύοντας την αναγνώριση αυτού και των προγραμμάτων του.
- Να δημιουργήσει ευκαιρίες πρόσβασης τόσο των φοιτητών όσο και των αποφοίτων του LBS στην ευρύτερη ελληνική επιχειρηματική κοινότητα.
- Να ενθαρρύνει εξαιρετικούς υποψηφίους να φοιτήσουν στο LBS.

# πρόλογος

Οι Εξαγορές ή Συγχωνεύσεις (ΕήΣ) είναι μεταξύ των κύριων θεμάτων που απασχολούν τα στελέχη των ελληνικών, και όχι μόνο, επιχειρήσεων την τελευταία τουλάχιστον πενταετία. Σκεφθείτε ότι η αξία των ΕήΣ που πραγματοποιήθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο εντός του έτους 2000 υπερβαίνει τα 3.5 τρις δολάρια! Το ποσό αυτό είναι ιλιγγιώδες και βέβαια εγείρει ερωτήματα που έχουν να κάνουν με το βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας αυτών των στρατηγικών κινήσεων. Τα ποσά είναι τόσο μεγάλα που το φαινόμενο των ΕήΣ δεν πρέπει να απασχολεί πλέον μόνο τον επιχειρηματικό κόσμο αλλά το σύνολο της κοινωνίας μας. Η αποτυχία της συμφωνίας συγχώνευσης Εθνικής Τράπεζας και Alpha Bank επανέφερε στο προσκήνιο το μεγάλο αυτό ερώτημα.

Σε τι βαθμό λοιπόν οι στρατηγικές αυτές κινήσεις δημιουργούν αξία για τους μετόχους, τους εργαζόμενους, την κοινωνία αλλά και κάθε ομάδα ενδιαφερομένων εντός και εκτός των επιχειρήσεων;

Η διεθνής εμπειρική έρευνα στο αντικείμενο μας δίνει μια μάλλον απαισιόδοξη εικόνα. Για παράδειγμα η Αμερικανική Ένωση Διοίκησης Επιχειρήσεων (American Management Association) ισχυρίζεται ότι το 50% των εξαγορών μειώνουν την παραγωγικότητα τα κέρδη ή και τα δύο. Σε πρόσφατη έρευνα που δημοσιεύθηκε στο Business Week οι ερευνητές διατείνονται ότι ένα ποσοστό που κυμαίνεται από 50-75% των ΕήΣ στην πράξη δεν αποδίδουν τα αναμενόμενα. Δύο κορυφαίοι ακαδημαϊκοί, οι Jensen και Ruback μέσα από την έρευνά τους κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι “στην καλύτερη των περιπτώσεων οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας δεν χάνουν”. Τέλος έρευνα που διεξήχθη μεταξύ των 10 μεγαλύτερων τραπεζικών ΕήΣ στις Ηνωμένες Πολιτείες την περίοδο 1997-1998, διατείνεται, μεταξύ άλλων, ότι και στις 10 περιπτώσεις τα κέρδη δεν ανταποκρίθηκαν στις προβλέψεις των διοικητικών στελεχών τη στιγμή της συγχώνευσης, καθώς επίσης και ότι σε έξι από τις 10 περιπτώσεις οι συνέργιες που είχαν εξαγγελθεί δεν πραγματοποιήθηκαν ποτέ.

Τα ιδιαίτερα αρνητικά αυτά αποτελέσματα της διεθνούς έρευνας αποτέλεσαν το έναυσμα για να ξεκινήσει η παρούσα έρευνα στην Ελλάδα. Την τελευταία πενταετία οι ΕήΣ είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς μεταξύ των ελληνικών επιχειρήσεων. Η χρηματιστηριακή ευφορία των παρελθόντων ετών βοήθησε σημαντικά. Όμως, η γνώση μας για τις στρατηγικές αυτές κινήσεις είναι εξαιρετικά περιορισμένη. Μια πλειάδα ερωτήσεων παραμένουν αναπάντητες: τι υποκινεί τα στελέχη να κάνουν τέτοιες κινήσεις; τι προσδοκούν να επιτύχουν; ποιοί συμμετέχουν στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων; πόσο οργανωμένα προσεγγίζεται η όλη διαδικασία; σε τι βαθμό οι προσδοκίες υλοποιούνται; σε τι βαθμό η απόδοση των επιχειρήσεων βελτιώνεται κ.α. Αυτά είναι μερικά από τα ερωτήματα τα οποία επιχειρεί να προσεγγίσει η έρευνα, της οποίας τα προκαταρκτικά ευρήματα παρουσιάζονται στο παρόν βιβλίο.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τα δεκάδες στελέχη των επιχειρήσεων που διέθεσαν μέρος του πολύτιμου χρόνου τους και συνέβαλλαν στην πραγματοποίηση αυτής της έρευνας. Επίσης ευχαριστώ την Ένωση Αποφοίτων του London Business School για τη δυνατότητα που μου δίνει να επικοινωνήσω τα πρώτα αποτελέσματα της έρευνας. Θα ήθελα να τονίσω τη συμβολή των μεταπτυχιακών μου φοιτητών Κώστα Ράπη, Έλενας Γαλάνη, Χριστίνας Βράνη, Ηλέκτρας Σούρσου, Μιχάλη Χαμαλέλη, Λυκούργου Φραγκούλη Δήμητρας Αθανασοπούλου, Αντώνη Πεδιαδίτη, και Βασίλη Βλάχου, οι οποίοι μέσω των διατριβών τους συνέβαλλαν σημαντικά στην υλοποίηση της έρευνας αυτής. Τέλος, πολύτιμη υπήρξε η βοήθεια της ICAP στη χορήγηση των χρηματοοικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων του δείγματος.

Να τονίσω ότι το παρόν αποτελεί ένα βήμα παρουσίασης των αρχικών αποτελεσμάτων της έρευνας, η οποία θα συνεχιστεί μέσω δημοσιεύσεων σε διεθνή επιστημονικά περιοδικά.

Στο πρώτο τμήμα του παρόντος παρουσιάζεται η διεθνής εμπειρία στο αντικείμενο και στο δεύτερο τα αποτελέσματα της ελληνικής έρευνας. Στα παραρτήματα που ακολουθούν παρουσιάζεται το ερωτηματολόγιο, η μεθοδολογία της έρευνας καθώς και οι επιχειρήσεις που συμμετείχαν στην έρευνα.

**Βασίλης Μ. Παπαδάκης**

*Για επικοινωνία με το συγγραφέα χρησιμοποιήστε την πιο κάτω διεύθυνση:*

**Βασίλης Παπαδάκης,**

Αναπληρωτής Καθηγητής, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Πατισίων 76, 10434 Αθήνα, Τηλ: 010.82.03.471

e-mail: vpap@aueb.gr • Internet Site: www.aueb.gr/users/papadakis

*τμήμα Α*

Εξαγορές &  
Συγχωνεύσεις

Η διεθνής εμπειρία<sup>1</sup>

# Εισαγωγή

Οι Ε&Σ αποτελούν βασικούς τρόπους υλοποίησης στρατηγικών επέκτασης και ανάπτυξης της δραστηριότητας μιας επιχείρησης.

Ως **εξαγορά (Ε)** ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής σε άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και σε συγχωνευτικές. Σε μια **απλή εξαγορά** η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου, ενώ σε μια **συγχωνευτική εξαγορά** η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου.

Όταν σε μια συγχωνευτική εξαγορά δεν καταβάλλονται ως αντάλλαγμα χρήματα αλλά μερίδια συμμετοχής, η εξαγορά αυτή αποτελεί τη συγχώνευση των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, ως **συγχώνευση<sup>2</sup> (Σ)** ορίζεται η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάρισή τους, ενώ ταυτόχρονα μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους έναντι ανταλλάγματος σε άλλη, η οποία είτε προϋπάρχει, είτε δημιουργείται για το σκοπό αυτό. Το αντάλλαγμα αποτελείται από μερίδια συμμετοχής της επιχείρησης στην οποία μεταβιβάστηκε η περιουσία των επιχειρήσεων που λύθηκαν και δίδεται σε όσους συμμετείχαν προηγουμένως στις επιχειρήσεις, που νομικά έπαψαν να υπάρχουν.

Συνεπώς, δεν υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές ανάμεσα στις Ε&Σ παρά μόνο:

1. στο είδος του ανταλλάγματος που προσφέρεται για την πραγματοποίησή τους και
2. στο “δικαίωμα λόγου” των παλαιών ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στο νέο καθεστώς ιδιοκτησίας.

Μπορούμε να διακρίνουμε τις ΕήΣ, ανάλογα με το είδος τους, σε:<sup>3</sup>

- οριζόντιες, όταν και οι δύο επιχειρήσεις παράγουν τα ίδια προϊόντα,
- κάθετες, όταν μεταξύ τους υπάρχει σχέση πελάτη/προμηθευτή,
- συμπληρωματικές, όταν οι δραστηριότητές τους είναι αλληλοσυμπληρούμενες
- Ασυσχετίστες, όταν οι δραστηριότητές τους δεν παρουσιάζουν καμία ουσιαστική συνέργια.

Ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησής τους οι ΕήΣ διακρίνονται σε:

- φιλικές (amicable), όπου οι δύο εταιρείες επιθυμούν την ΕήΣ και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμό της και,
- επιθετικές/εχθρικές (hostile), όπου η διοίκηση της εταιρείας-στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά.

Δύο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι:

- η μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy-Out)

Η μορφή αυτή εξαγοράς έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότησή της προέρχεται κατά μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό κι όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρείας, γι' αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη. Θεωρείται ένας από τους πλέον επιθετικούς και με υψηλό ρίσκο τρόπους μεγέθυνσης, και θεωρητικά πρέπει να χρησιμοποιείται από ώριμες εταιρείες με προβλέψιμες ταμειακές ροές<sup>4</sup>.

- η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους (Management Buy-Out)

Στην περίπτωση αυτή, η οποία είναι συγγενική με την προηγούμενη, μια επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες και έχουν υψηλή κεφαλαιοποίηση, η εξαγορά αναφέρεται σε μια περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

Στη συνέχεια, στον πίνακα 1, δίνεται ένα σύντομο γλωσσάριο των εξαγορών, που περιλαμβάνει πολύτιμα στοιχεία-εργαλεία για την κατανόηση του φάσματος των εξαγορών:

**Πίνακας 1:** Ορολογία Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

- **Φιλική/εχθρική εξαγορά (friendly/hostile takeover):** Φιλική όταν είναι ευπρόσδεκτη από την εταιρεία-στόχο, εχθρική στην αντίθετη περίπτωση.
- **Μαύρος ιππότης (black knight):** Μια εταιρεία που επιχειρεί την επιθετική εξαγορά μιας άλλης.
- **Λευκός ιππότης (white knight):** Μια τρίτη εταιρεία που παρεμβαίνει είτε εξαγοράζοντας, είτε συγχωνευόμενη με το “θύμα”, ώστε να αποτρέψει την εξαγορά από τον μαύρο ιππότη.
- **Απόκρουση καρχαριών (shark repellent):** Οι κινήσεις του “θύματος”, με στόχο την αποθάρρυνση των εξαγοραστών (π.χ. αύξηση του ποσοστού ψήφων που χρειάζονται για την έγκριση της προσφοράς).
- **Άμυνα πάκμαν (pac man defense):** Η εταιρεία που είναι το αντικείμενο της προσφοράς κάνει μια αντιπροσφορά για την εξαγορά του ίδιου του υποψήφιου εξαγοραστή.
- **Κόνωιο (poison pill):** Το θύμα προχωρά στην εξαγορά ή στη συγχώνευση με άλλη εταιρεία με τρόπο που να γίνεται οικονομικά ή διαρθρωτικά λιγότερο ελκυστική στον υποψήφιο αγοραστή.
- **Χρυσή μετοχή (golden share):** Το δικαίωμα που διατηρεί το κράτος σε ορισμένες ιδιωτικοποιήσεις να προβάλλει βέτο σε ορισμένες σημαντικές αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου.
- **Σκαντζόχοιρος (porcupine):** Σύνθετη συμφωνία μεταξύ προμηθευτών, πελατών και πιστωτών, που δυσκολεύει την ενσωμάτωση της εταιρείας στις δραστηριότητες ενός πιθανού εξαγοραστή.
- **Χρυσό αλεξίπτωτο (golden parachute):** Οι όροι στα συμβόλαια των διευθυντών που καθιστούν εξαιρετικά δαπανηρή την απόλυσή τους σε περίπτωση εξαγοράς της εταιρείας.

**Πηγές:** Miller A., *Strategic Management*, Irwin-McGraw-Hill, 1998, third edition, pp. 267. και Pricewaterhouse Coopers.

## κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων

Ο πιο γνωστός τρόπος στρατηγικής ανάπτυξης, για πολλά χρόνια, στις Η.Π.Α, ήταν μέσω Ε&Σ. Μάλιστα, μπορούμε να διακρίνουμε τέσσερα “κύματα”: το πρώτο, μεταξύ 1898-1902, χαρακτηρίστηκε από πληθώρα συγχωνεύσεων που δημιούργησαν μονοπώλια. Το δεύτερο, 1925-1930, χαρακτηρίστηκε από εξαγορές συμπληρωματικών-συσχετιζόμενων επιχειρήσεων που δε δημιούργησαν όμως μονοπώλια. Το τρίτο, 1966-1968, όπου δημιουργήθηκαν μεγάλοι κολοσσοί, κυρίως, από μη συσχετιζόμενες επιχειρήσεις. Τέλος, το τέταρτο, μετά το 1974, χαρακτηρίστηκε ως “περίοδος μανίας των συγχωνεύσεων” (merger mania) μεγάλων επιχειρήσεων<sup>5</sup>. Στις Η.Π.Α, τη δεκαετία του '80, ο αριθμός των Ε&Σ που πραγματοποιήθηκε (ανάλογα με το αν ήταν πλήρης ή μερική η εξαγορά) κυμαίνεται από 31.000 έως 55.000.

Στη δεκαετία του '90, ο αριθμός των Ε&Σ αυξήθηκε αλματωδώς, φθάνοντας, σε αξία, τα \$6,5 τρις. Μάλιστα, μόνο κατά το 1998 και 1999, πραγματοποιήθηκαν 22.100 περίπου Ε&Σ αξίας \$1,63 και \$1,75 τρις αντίστοιχα<sup>6</sup>. Η τάση αυτή συνεχίστηκε το πρώτο εξάμηνο του 2000, με την αξία των Ε&Σ να παρουσιάζει αύξηση κατά 20% περίπου, σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 1999<sup>7</sup>. Αντίθετα, η συνεχιζόμενη χρηματιστηριακή πτώση και αβεβαιότητα, μείωσε συντριπτικά τις Ε&Σ, εντός του 2001 (περίπου 36%). Οι μεγαλύτερες, σε αξία, Ε&Σ που έχουν πραγματοποιηθεί στις ΗΠΑ παρουσιάζονται στον πίνακα 2:

**Πίνακας 2:** Οι Μεγαλύτερες σε Αξία Εξαγορές και Συγχωνεύσεις

Έτος	Αγοραστής	Εταιρεία Στόχος	Αξία
2000	America On Line	Time Warner	\$201 δις
1999	MCI WorldCom	Sprint	\$127 δις
2000	Pfizer	Warner Lambert	\$90 δις
1998	Exxon	Mobil	\$86 δις
2000	GlaxoWellcome	SmithKlineBeecham	\$76 δις
1998	Citycorp	Travelers Group	\$73 δις

**Πηγές:** MERGERSTAT

Και η Ευρώπη όμως δεν έμεινε αμέτοχη στις εξελίξεις. Μάλιστα, η αξία των επιχειρηματικών κινήσεων, στις οποίες εμπλέκονται ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, διπλασιάστηκε το 1999, σε σχέση με το 1998, φτάνοντας τα \$1,2 τρις. Την κυριότερη επιχειρηματική κίνηση αποτέλεσε, το 1999, η εξαγορά του γερμανικού ομίλου Mannesmann από τη βρετανική Vodafone AirTouch (προϊόν συγχώνευσης των εταιρειών Vodafone και AirTouch Communications) αξίας \$148 δις.

Το βασικό χαρακτηριστικό των τελευταίων ετών ήταν η αλματώδης αύξηση των επιθετικών ΕήΣ, η αξία των οποίων, το 1999, αντιπροσώπευε το 14% της συνολικής αξίας των Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν. Ανάμεσα τους, ξεχωρίζει η εξαγορά της αγγλικής εταιρείας τοιμέντου Blue Circle από τη γαλλική Lafarge.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό των τελευταίων ετών ήταν η αύξηση των διασυννοριακών ΕήΣ. Είναι ενδεικτικό ότι σταδιακά παύουν να υπάρχουν αμερικανικές, γερμανικές ή ιαπωνικές επιχειρήσεις, και αρχίζουν να δημιουργούνται πολυδαίδαλοι όμιλοι εταιρειών (π.χ. Daimler-Chrysler)<sup>8</sup>. Αυτό γιατί η αυξανόμενη απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου, σε συνδυασμό με τις νέες συνθήκες που δημιουργήθηκαν από την παγκοσμιοποίηση, προσέφεραν πλήθος επιχειρηματικών ευκαιριών και ταυτόχρονα κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη της ενδυνάμωσης και ισχυροποίησης των επιχειρήσεων.

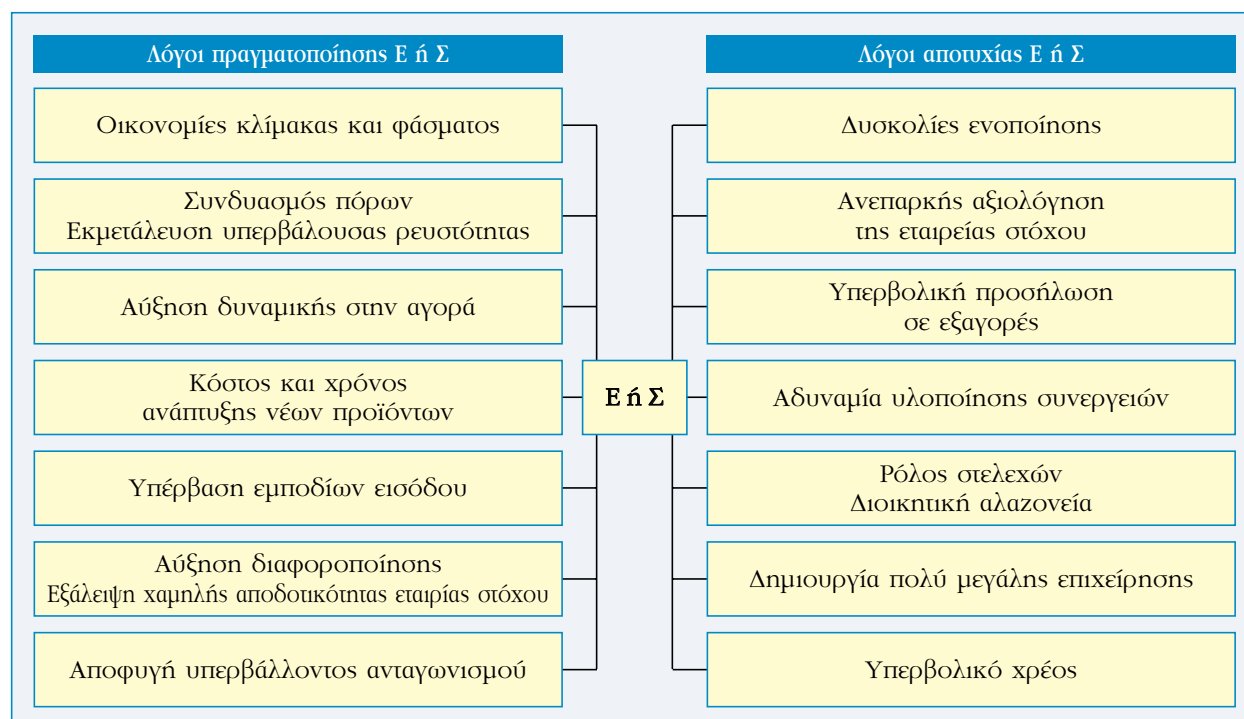
Οι λόγοι για τους οποίους σημειώνεται έκρηξη ΕήΣ είναι<sup>9</sup>: η υπερβάλλουσα ρευστότητα στην αγορά (π.χ. εκ μέρους των τραπεζών), οι αλλαγές στα νομοθετικά και ρυθμιστικά πλαίσια (π.χ. η απελευθέρωση της αγοράς τηλεπικοινωνιών στην Ευρώπη), οι στρατηγικές επιταγές της διεθνοποίησης και τέλος το χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

Η έκταση του φαινομένου των Ε&Σ δεν είναι τυχαία, γιατί δεν είναι ασήμαντα τα οφέλη που προκύπτουν από την ανάπτυξη μέσω ΕήΣ<sup>10</sup>. Μάλιστα, όσο μεγαλύτερα είναι, τόσο αισιόδοξα είναι τα στελέχη, υποεκτιμώντας συχνά τα κόστη που προκύπτουν, ακόμη και πριν ολοκληρωθούν οι διαπραγματεύσεις.

Μια ΕήΣ θα πρέπει να πραγματοποιείται μόνο, αν τα αναμενόμενα οφέλη είναι περισσότερα από το απλό άθροισμα της παρούσας αξίας των επιχειρήσεων και των χρηματικών ροών τους. Η πραγματική αξία μιας ΕήΣ δε βρίσκεται στα έξοδα πραγματοποίησής της, ούτε στην προβλεπόμενη μελλοντική κερδοφορία της, αλλά στο κατά πόσο η συνέργια αυτή θα δημιουργήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην επιχείρηση και θα ενδυναμώσει τη θέση της στην αγορά έναντι των ανταγωνιστών. Προκύπτει λοιπόν, πόσο δύσκολο είναι να εκτιμηθεί η αξία μιας επιχείρησης που πρόκειται να Ε ή Σ. Τίθεται θέμα όχι μόνο λεπτομερούς ανάλυσης περιουσιακών στοιχείων και δεδομένων της επιχείρησης-στόχου, αλλά κυρίως προσεκτικού υπολογισμού των μελλοντικών επιδράσεων σε όλα τα μεγέθη της επιχείρησης, των εσόδων, κερδών σε όρους αποδοτικότητας και κόστους, αλλά και των μειονεκτημάτων της συνέργιας.

Στον Πίνακα 3 δίνονται οι κυριότεροι λόγοι πραγματοποίησης και αποτυχίας μιας ΕήΣ<sup>11</sup>.

**Πίνακας 3:** Λόγοι πραγματοποίησης και λόγοι αποτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω Εξαγορών ή Συγχωνεύσεων (ΕήΣ)





# Λόγοι πραγματοποίησης εξαγορών ή συγχωνεύσεων

Οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε στρατηγική ανάπτυξης μέσω ΕήΣ είναι ποικίλοι και περίπλοκοι, με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να αποδώσουμε την πραγματοποίησή τους σε έναν μόνο παράγοντα<sup>12</sup>. Οι επιμέρους αιτίες πραγματοποίησης ΕήΣ έχουν ως εξής:

## Εκμετάλλευση Οικονομιών Κλίμακας (Economies of scale)

Προκύπτουν από το αυξημένο μέγεθος της νέας επιχείρησης. Η μείωση του κόστους είναι μια συνέργια η οποία είναι σχεδόν σίγουρο ότι θα επιτευχθεί, γι' αυτό συχνά αποτελεί τον κυριότερο λόγο πραγματοποίησης μιας ΕήΣ. Οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν στη διαχείριση των αποθεμάτων, στην αγορά α-υλών, στον τομέα της παραγωγής κ.τ.λ. Επίσης, μπορούν να εμφανιστούν και σε άλλους λειτουργικούς τομείς όπως στην προβολή, την έρευνα και ανάπτυξη ή τη διανομή. Η μείωση του κόστους, λόγω των οικονομιών κλίμακας, είναι εντονότερη στην περίπτωση οριζόντιων ΕήΣ στην ίδια χώρα.

## Εκμετάλλευση Οικονομιών Φάσματος (Economies of scope)

Αφορούν την παροχή νέων εξειδικευμένων ή έντονα διαφοροποιημένων υπηρεσιών/προϊόντων από την επιχείρηση. Αυτά απορρέουν από την καθετοποίηση της παραγωγής και την ενσωμάτωση, στο όλο σύστημα, των προμηθευτών και των διανομέων, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους που προκύπτει από την ύπαρξη των μεσαζόντων.

## Συνδυασμός και Αλληλοσυμπλήρωση Πόρων

Οι πόροι έχουν να κάνουν από τις α-ύλες μέχρι το διοικητικό προσωπικό (π.χ. συνδυασμός φαρμακοβιομηχανιών, μία δυνατή σε έρευνα και ανάπτυξη, με μια άλλη δυνατή στο μάρκετινγκ). Μάλιστα, η επιχείρηση-αγοραστής μπορεί από την αρχή να θέλει να εξαγοράσει την επιχείρηση-στόχο, για να εκμεταλλευθεί κάποια προτερήματά της, όπως η πρόσβασή της σε φθηνές α-ύλες, το δίκτυο διανομής της, αλλά ακόμα και τα ικανά στελέχη της. Π.χ. η συγχώνευση της ευρωπαϊκής Pharmacia και της αμερικανικής Upjohn, είχε ως βασικό στόχο η πρώτη να βρει δίοδο στα δίκτυα πωλήσεων της Β. Αμερικής, η δε δεύτερη να αποκτήσει μια πηγή νέων φαρμάκων<sup>13</sup>. Στην Ελλάδα, η εξαγορά της NEON από την εταιρεία ΓΡΗΓΟΡΗΣ με την οποία η τελευταία ενισχύει την παρουσία της στο κέντρο της Αθήνας εκμεταλλευόμενη τα καταστήματα της NEON εκεί και επιπλέον αποκτά σημαντικές ικανότητες που διαθέτει η NEON στο χώρο των εστιατορίων, μια αγορά στην οποία πρόσφατα εισήλθε η εξαγοράστρια.

## Αύξηση Μεριδίου Αγοράς

Σχεδόν πάντα αυξάνεται και η δύναμη της επιχείρησης, λόγω του μεγαλύτερου μεγέθους της καινούριας. Αυτό της επιτρέπει να αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη σιγουριά τους ανταγωνιστές της, στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό και να επιτύχει μεγαλύτερα κέρδη.

Επιπλέον, η αύξηση της δύναμης στην αγορά μιας επιχείρησης τη διευκολύνει να προσελκύσει τα ικανότερα στελέχη της αγοράς, να προχωρήσει σε στρατηγικές συμμαχίες καθώς και να πραγματοποιεί ΕήΣ από θέση ισχύος. Επίσης, μπορούμε να ισχυρισθούμε πως η επιχείρηση τοποθετείται καλύτερα στον κλάδο και αυξάνει τη δύναμή της σε σχέση με προμηθευτές, πελάτες κι ανταγωνιστές, είναι ικανότερη να εμποδίσει την είσοδο νέων ανταγωνιστών και να αντιμετωπίσει υποκατάστατα προϊόντα (στο πλαίσιο των 5 δυνάμεων του Porter).

## Υπέρβαση Εμποδίων Εισόδου

Εμπόδια (π.χ. μεγάλες επενδύσεις για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση προϊόντων) μπορεί να παρουσιάζονται κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα αγορά. Η θέση της επιχείρησης είναι ακόμη πιο δύσκολη αν στην αγορά υπάρχει ήδη αυξημένος ανταγωνισμός. Μια ΕήΣ με εγχώρια επιχείρηση παρέχει όχι μόνον τη γνώση της αγοράς, αλλά και ένα εγκαταστημένο δίκτυο διανομής και πιθανώς μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της επιχείρησης-στόχου (brand loyalty). Όσο αυξάνονται τα εμπό-

δια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και μέσω κρατικών παρεμβάσεων, τόσο οι ΕήΣ θα αποτελούν διέξοδο για τις επιχειρήσεις.

Η Disney με την εξαγορά της Capital Cities/ABC, με \$19.3 δις, το 1995, διπλασίασε τα περιουσιακά της στοιχεία και επέκτεινε τις δραστηριότητές της σε Ευρώπη και Ασία, όπου η Capital Cities έχει ένα ήδη επιτυχημένο μεγάλο δίκτυο διανομής. Επίσης, η Τράπεζας Πειραιώς, το 1998, εξαγόρασε την αμερικάνικη τράπεζα Marathon Bank, στην προσπάθειά της να εκμεταλλευτεί το επαρκές δίκτυο καταστημάτων της στην Αμερική, εξυπηρετώντας έτσι ένα μεγάλο τμήμα της ελληνικής κοινότητας στην Astoria και στο City<sup>14</sup>.

## Αύξηση της Δυναμικής στην Αγορά

Η εξαγορά μιας επιχείρησης είναι πολύ καλύτερος τρόπος για να επεκταθεί δυναμικά μια επιχείρηση, παρά να αναπτύξει καινούρια γραμμή προϊόντων. Επιπλέον, μια επιχείρηση μπορεί μέσω μιας εξαγοράς, ταχύτερα και ως πρωτοπόρος, να ορίσει μια νέα δραστηριότητα ή να κατακτήσει μια αγορά που τα όριά της δεν έχουν ακόμη διαμορφωθεί<sup>15</sup>. Π.χ., η Intel στην προσπάθειά της να κυριαρχήσει στην αγορά των τηλεπικοινωνιών, όπως αυτή θα διαμορφωθεί στο μέλλον, εξαγόρασε την Xircom, που κατασκευάζει κάρτες που εξασφαλίζουν σε φορητές υπολογιστικές μηχανές μη καλωδιακή σύνδεση με δίκτυα, για να τη συνδυάσει με τη δική της ικανότητα για κατασκευή μικροεπεξεργαστών<sup>16</sup>.

## Μείωση Κόστους και Χρόνου Ανάπτυξης Νέων Προϊόντων

Είναι γνωστό ότι μια καινοτομία ή διαφοροποίηση της παραγωγής χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη. Κατά συνέπεια ενέχει υψηλό κίνδυνο. Γι' αυτό τα στελέχη συχνά προτιμούν να πληρώσουν υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης, αποφεύγοντας το ρίσκο της εξ' αρχής δημιουργίας προϊόντος.

Η Intracom με την εξαγορά της αμερικανικής εταιρείας ψηφιακών προϊόντων Conklin, επιδιώκει να αποκτήσει την πρωτοποριακή τεχνολογία τηλεπικοινωνιών και συνδρομητικής τηλεόρασης της πρώτης, αποφεύγοντας με αυτό τον τρόπο το χρόνο και τους κινδύνους ανάπτυξής της από την αρχή<sup>17</sup>.

Είναι δυνατόν να ισχυρισθεί κάποιος ότι οι ΕήΣ θα μπορούσαν να υποκαταστήσουν την ανάγκη της επιχείρησης για καινοτομία, γιατί συνήθως η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δε "ρискάρει" για την ανάπτυξη νέου προϊόντος.

## Αύξηση Διαφοροποίησης

Όταν μια επιχείρηση θέλει να διαφοροποιηθεί εισερχόμενη σε άγνωστες γι' αυτήν αγορές, συναντά δυσκολίες, κυρίως, επειδή τα στελέχη δεν έχουν γνώση των αγορών αυτών. Η εξαγορά μιας επιχείρησης, εγκατεστημένης στην αγορά αυτή, αποτελεί πιο ασφαλή τρόπο διαφοροποίησης, είτε όσον αφορά σχετικούς, είτε άσχετους κλάδους παραγωγής. Η πρόσβαση στην υπάρχουσα γνώση των στελεχών, αλλά και στην παραγωγική διαδικασία της εταιρείας-στόχου, αποτελεί για την επιχείρηση-αγοραστή ένα πρόσθετο πλεονέκτημα.

Επίσης, μια επιχείρηση μπορεί μέσω αυτής της πρακτικής: α) να μειώσει την εποχικότητα των πωλήσεών της και ως εκ τούτου την ευαισθησία των εσόδων της στις συνθήκες της αγοράς και β) να επιτύχει μεγαλύτερη αφοσίωση (brand loyalty) από τους πελάτες της.

Σημαντικό βήμα για τη διεθνή διαφοροποίηση των προϊόντων της έκανε η ιαπωνική εταιρεία Sony με την κάθειν ολοκλήρωσή της, εξαγοράζοντας τις αμερικάνικες εταιρείες CBS Records και Columbia Pictures, επεκτείνοντας το δίκτυο διανομών της και ξεπερνώντας τα σημαντικά εμπόδια εισόδου που συναντούσε στην αμερικάνικη αγορά.

## Αποφυγή Υπερβάλλοντος Ανταγωνισμού

Με την επέκταση μιας επιχείρησης σε σχετικές και μη αγορές, μπορεί να μειώσει την εξάρτησή της από την αγορά στην οποία προηγουμένως απευθυνόταν και όπου ο ανταγωνισμός μπορεί να ήταν έντονος. Η GM, στη δεκαετία του '80 κατείχε το 50% της αμερικανικής αγοράς αυτοκινήτων. Η αύξηση της παρουσίας γερμανικών, ιαπωνικών και νοτιοκορεατικών εταιρειών, στις αρχές της δεκαετίας του '90, μείωσε το μερίδιο αγοράς της στο 30%. Προσπαθώντας να αποφύγει τον αυξημένο ανταγωνισμό, προχώρησε στην εξαγορά των μη-συσχευόμενων άμεσα με αυτή εταιρειών Electronic Data System και Hughes Aerospace.

## Εξάλειψη Μειωμένης Αποδοτικότητας Επιχείρησης-Στόχου

Πολλές φορές η επιχείρηση-αγοραστής μπορεί να διαθέτει διοικητικές και άλλες ικανότητες, αρκετές για να βελτιώσουν θεαματικά την απόδοση της επιχείρησης-στόχου.

Η Gillette, εξαγόρασε την Duracell πιστεύοντας ότι είχε την ικανότητα να αυξήσει τις πωλήσεις και την αποδοτικότητά της. Πραγματικά, χρησιμοποιώντας το εκτεταμένο δίκτυο πώλησης των προϊόντων ατομικής φροντίδας, κατάφερε κατά το πρώτο έτος μετά την εξαγορά να πουλήσει προϊόντα της Duracell σε 25 νέες αγορές αυξάνοντας σημαντικά τις πωλήσεις μπαταριών σε καθιερωμένες διεθνείς αγορές<sup>18</sup>.

## Μείωση Υπερβάλλουσας Ρευστότητας Επιχείρησης-Αγοραστή

Στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση θα προβεί σε μια εξαγορά, αν κρίνει ότι έτσι θα αυξήσει την αποδοτικότητά της.

## Διοικητική Αλαζονεία (Hybris)

Συχνά τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν αλαζονική συμπεριφορά πιστεύοντας ότι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις επιχειρήσεις-στόχους. Στα αγγλικά ο όρος ονομάζεται managerial hybris, προέρχεται όμως από την ελληνική λέξη “ύβρις”. Πράγματι, η αλαζονεία είναι πολλές φορές ο κύριος λόγος εμπλοκής σε Ε&Σ<sup>19</sup> όπως στην περίπτωση απόκτησης της Kraft από την Philip Morris<sup>20</sup>.

# Λόγοι αποτυχίας εξαγορών ή συγχωνεύσεων

Οι ΕήΣ συχνά οδηγούνται στην αποτυχία (σχετικές μελέτες αναφέρουν ότι τα ποσοστά αποτυχίας αγγίζουν το 75%). Στη συνέχεια, αναλύονται οι βασικοί λόγοι που οδηγούν μια ΕήΣ σε αποτυχία.

## Ανεπαρκής Αξιολόγηση - Υπερεκτίμηση Προσδοκώμενων Συνεργιών

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει μια ΕήΣ συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης-στόχου. Συχνά, όμως, η διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής, αφού μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, μετά την ΕήΣ, ανακαλύπτει ότι υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε ή υποεκτίμησε τα κόστη που θα απέρρεαν.

Ένας από τους βασικότερους λόγους που μια επιχείρηση αποφασίζει να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω ΕήΣ είναι η πιθανότητα να επιτευχθεί ένα ή περισσότερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίσει την ύπαρξη συνέργιας. Η συνέργια αφορά την επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από αυτή που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις, αν λειτουργούσαν ξεχωριστά.

Όσο, όμως, η εκτίμηση των ωφελειών μιας ΕήΣ μπορεί να αποδειχθεί λαθεμένη. Η προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων φαίνεται να παρουσιάζει τρομακτική δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, που συχνά είναι πέραν του ελέγχου του μάντζμεντ. Η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρείας, για παράδειγμα, μπορεί να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Ομοίως, οι ανταγωνιστές είναι πιθανόν να μειώσουν τις τιμές τους, ή να προχωρήσουν κι αυτοί σε ΕήΣ, έτσι ώστε να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες του ανταγωνισμού.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ο κίνδυνος μία ΕήΣ να γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθός τους τις καταστήσει ευάλωτες σε εξαγορές<sup>21</sup>. Συχνά, η αναίτια εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εξαγοραζόμενων εταιρειών όχι μόνο δεν αποφέρει συνέργιες, αλλά θέτει σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος.

Είναι φανερό ότι υπάρχουν πολλές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης συνέργιας και του οφέλους που ενδεχομένως θα αποφέρει<sup>22</sup>. Υπάρχει και το ενδεχόμενο να υπάρχει δυνατότητα συνέργιας, όμως τα στελέχη να αδυνατούν να την αντιληφθούν και συνεπώς να μην είναι σε θέση να κατευθύνουν τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων, ώστε να την επιτύχουν.

Υπάρχουν παραδείγματα μεγάλων επιχειρήσεων που απέτυχαν στο να εκτιμήσουν επαρκώς τα οφέλη που θα τους παρέιχε η εξαγορά μιας επιχείρησης. Η Coca-Cola, με δεδομένη την επιτυχία της στον τομέα των αναψυκτικών, αποφάσισε το 1975 να δοκιμάσει τις ικανότητές της στον τομέα του κρασιού, εξαγοράζοντας 3 επιχειρήσεις που παρήγαγαν κρασί. Το σκεπτικό της κίνησης διαφοροποίησης ήταν ότι μπορούσε να εκμεταλλευτεί την επιτυχία που ήδη είχε στο marketing για να επικρατήσει και στην αγορά κρασιού. Όμως, διαπίστωσε μετά από οριακά κέρδη 7 ετών ότι η διαφορά των δύο προϊόντων δεν ήταν μόνο στο περιεχόμενό τους, αλλά και στο κοινό στο οποίο απευθύνονταν, στην τιμολογιακή τους πολιτική και φυσικά στο δίκτυο διανομής τους. Μετά από 8 χρόνια αναγκάστηκε να τις πουλήσει<sup>23</sup>.

## Δυσκολίες Ενοποίησης - Ο Ανθρώπινος Παράγων

Δεύτερος βασικός λόγος αποτυχίας μιας ΕήΣ είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των επιχειρήσεων<sup>24</sup> δηλ. της ένωσης δύο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, καθώς και η προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών των επιχειρήσεων. Πρόκειται για μια διαδικασία χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα.

Εκτός από την περίπτωση όπου οι επιχειρήσεις αποδεικνύονται μη συμβατές, ως προς τη στρατηγική που ακολουθούν, έμφαση δίνεται στην περίπτωση όπου ο ανθρώπινος παράγοντας είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία<sup>25</sup>. Όταν μιλάμε για ανθρώπινο παράγοντα, αναφερόμαστε στο ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και την εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει. Με τον όρο εταιρική κουλτούρα, εννοούμε το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν, συχνά ασυνείδητα, ώστε να καθοδηγούν και να διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά<sup>26</sup>.

Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μιας ΕήΣ,

είναι και ο παράγων που συχνά αγνοείται. Οι δυσάρεστες συνέπειες απαντώνται κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας και είναι δυνατό να οδηγήσουν μια, κατά τα' άλλα, πολλά υποσχόμενη ΕήΣ, σε αποτυχία.

Μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρείας επικρατεί αβεβαιότητα, αφού δε γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους ή θα απολυθούν. Π.χ. το 1998, η εξαγορά της αμερικάνικης Bankers Trust από τη γερμανική Deutsche Bank, δημιούργησε ένα τραπεζικό κολοσσό από τον οποίο όμως θα χάνονταν περίπου 5.500 θέσεις εργασίας. Η αβεβαιότητα αυτή, οδηγεί σε πώση πηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και μείωση παραγωγικότητας. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να νιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι, καθώς επίσης στο γεγονός ότι δεν γνωρίζουν ποιος θα είναι ο ρόλος τους στη νέα εταιρεία, σε ποιον θα αναφέρονται καθώς επίσης και πώς θα ταιριάξουν οι προσωπικοί κι επαγγελματικοί τους στόχοι στην κουλτούρα του νέου οργανισμού.

Όσον αφορά τα υψηλά ιστάμενα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντός τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, λόγω του ότι βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως εκείνη τη στιγμή και μετέωρα, σε σχέση με τις αρμοδιότητες που θα έχουν στο εξής, εν όψει της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της επιχείρησης-στόχου. Ορισμένες φορές τα στελέχη αυτά, όπως εξάλλου και εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας φοβούνται πως διαγράφονται τα προηγούμενα επιτεύγματά τους και θα πρέπει από την αρχή να αποδείξουν την αξία τους<sup>27</sup>.

Επιπλέον, συχνά οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση-στόχο είναι προκατειλημμένοι έναντι της εξαγοράζουσας και τείνουν να παρεξηγούν και να απορρίπτουν τις ανυλήψεις της, σχετικά με τους στόχους και το σκοπό της ΕήΣ. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα που επικρατούν πυροδοτούν μια σύγκρουση των δύο ειδών κουλτούρας και διαμάχες για το ποια θα επικρατήσει. Η σύγκρουση έγκειται κυρίως στο διαφορετικό τρόπο σκέψης που διακρίνει την κάθε επιχείρηση και στη δυσκολία του να βρει κάποια άλλη επιχείρηση που να τον μοιράζεται.

Η πολλά υποσχόμενη συγχώνευση των Price Club και CostCo Wholesale αντιμετώπισε πολλά προβλήματα, κυρίως κουλτούρας. Τα στελέχη της Price Club είχαν τη νοοτροπία των αποφοίτων του Harvard, ενώ της CostCo Wholesale είχαν τη νοοτροπία των ατόμων που ξεκίνησαν από χαμηλά και κατάφεραν να φτάσουν ψηλά. Όπως είναι φυσικό, δεν υπήρχε πιθανότητα επιτυχούς συνεργασίας και η συγχώνευση λύθηκε μέσα σε ένα χρόνο<sup>28</sup>.

Τέλος, στις διασυννοριακές Ε&Σ, προκύπτει το πρόβλημα της διαφοράς της εθνικής κουλτούρας. Διαφορές εντοπίζονται στον τρόπο διεξαγωγής της εργασίας, στη διοίκηση, στη θέση των απλών υπαλλήλων, στους κανόνες εργασίας, στη δύναμη των πελατών και των προμηθευτών. Συνεπώς, η ασυμβατότητα της εθνικής κουλτούρας μπορεί να είναι ακόμα ένας λόγος αποτυχίας μιας ΕήΣ. Για παράδειγμα, η πώληση της Τράπεζας Αθηνών στον κορεάτικο όμιλο Hanwa, κατά τη διάρκεια των αποκρατικοποιήσεων, την περίοδο 1991-1993, όχι μόνο δεν οδήγησε στην ανάπτυξη της τράπεζας, αλλά αντίθετα επιδείνωσε τις εγγενείς αδυναμίες της. Συγκεκριμένα, η διοίκηση και γενικότερα η επιχειρηματική φιλοσοφία, που ακολούθησε ο κορεάτικος Όμιλος, μπορεί να έχουν αποδειχθεί για τις αγορές της Ασίας αποτελεσματικές, αλλά δεν πέτυχαν στην ελληνική πραγματικότητα<sup>29</sup>.

#### *Αρνητικές Επιπτώσεις της Καθυστέρησης Ενοποίησης*

Για τους λόγους που προαναφέρθηκαν, το διάστημα που μεταξύ της ανακοίνωσης μιας ΕήΣ και της ολοκλήρωσής της διευρύνεται περισσότερο από ό,τι είχε αρχικά προβλεφθεί. Αυτή η εξέλιξη έχει ιδιαίτερα αρνητικό αντίκτυπο επί της αποτελεσματικής πραγματοποίησης της συγχώνευσης, λόγω της επίδρασής της σε πέντε κρίσιμα μέτωπα<sup>30</sup>:

- Αύξηση του κόστους κεφαλαίου. Όσο πιο αργά δημιουργηθεί ο νέος οργανισμός, τόσο πιο αργά θα επιτευχθούν και οι συνέργιες. Για την ΕήΣ, όμως, δεσμεύθηκαν κεφάλαια που πρέπει να αρχίσουν μέσα στο προγραμματισμένο χρονικό διάστημα να αποδίδουν. Καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση συνεργιών συνεπάγονται μείωση της πραγματικής αξίας τους, δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας (opportunity cost).
- Κόστος μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων. Η περίοδος μέχρι και την ενοποίηση είναι για τους εργαζομένους ένα χρονικό διάστημα άγχους και φόβου πως τα κεκτημένα τους μπορεί να χαθούν. Κάτω από την πίεση αυτή είναι δυνατό να αποχωρήσουν οι εργαζόμενοι-κλειδιά, εάν βρουν αλλού εργασία.
- Απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών. Οι προμηθευτές αναρωτιούνται εάν θα εξακολουθούν να συνεργάζονται με τη νέα επιχείρηση και εάν οι όροι θα είναι οι ίδιοι. Εξετάζουν και το ενδεχόμενο συνεργασίας με άλλους πελάτες για να μη βρεθούν προ δυσάρεστων εκπλήξεων, αν η νέα επιχείρηση

τους ζητήσει τη διακοπή της συνεργασίας. Οι πελάτες, ομοίως, διερωτώνται εάν ο νέος οργανισμός που θα προκύψει θα συνεχίσει να συνεργάζεται μαζί τους στην ίδια βάση συνεργασίας. Οι ανταγωνιστές μπορεί να εκμεταλλευθούν την αγωνία των πελατών και να τους προσελκύσουν.

- Κίνδυνος από τους ανταγωνιστές να ενισχύσουν τελικά αυτοί τη δική τους θέση. Όσο περισσότερες δυσχέρειες αντιμετωπίζονται κατά τη διαδικασία ενοποίησης, τόσο μεγαλύτερος και ο χρόνος για τον οποίο αφιερώνει η εξαγοράζουσα μέρος των πόρων της και της προσοχής της στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και της μετέπειτα ενσωμάτωσης της εξαγοραζόμενης. Στερεί δε τους πολύτιμους αυτούς πόρους από τη βασική της δραστηριότητα, δίνοντας στους ανταγωνιστές τη μοναδική ευκαιρία να την εκτοπίσουν και να ενισχύσουν τη δική τους θέση στον κλάδο.
- Αβεβαιότητα των μετόχων. Η παράταση της περιόδου ενοποίησης αποτελεί ένδειξη αδυναμίας της εξαγοράζουσας να ενεργήσει σύμφωνα με το πρόγραμμα.

## Υπερβολικό Χρέος

Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει μια άλλη, είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει. Όμως, συνήθως, είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης-στόχου, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της, για την απόφασή τους, η επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δε γνωρίζει την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση-στόχος.

Αν οι μετοχές της επιχείρησης-στόχου διακινούνται στο χρηματιστήριο, κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων αυξάνεται η τιμή τους. Προκειμένου να εξασφαλίσει την επιχείρηση-στόχο, η επιχείρηση-αγοραστής είναι πρόθυμη να διαθέσει υψηλή υπεραξία (premium) στους μετόχους της, το οποίο συνεπάγεται μεγάλα έξοδα<sup>31</sup>. Αν για τα ρευστά που απαιτούνται, στρέφεται σε άλλο είδους χρηματοδότηση, συνήθως δανεισμό από τράπεζες και μέσω junk bonds (ομόλογα με υψηλό επιτόκιο, διότι πρόκειται για αβέβαιη επένδυση, αφού εξαρτάται από την πορεία της εξαγοράς). Επίσης ενδέχεται να ακολουθήσει και ανορθόδοξους τρόπους χρηματοδότησης για την αγορά των μετοχών, να χρησιμοποιήσει, για παράδειγμα, ίδιους χρηματικούς πόρους, οι οποίοι όμως αρχικά προορίζονταν για άλλες δραστηριότητες.

Αν η απόδοση της επιχείρησης-στόχου αντικατοπτριζόταν στην αξία που είχαν οι μετοχές της, για να αποφέρει κέρδη, μετά την εξαγορά της, θα πρέπει η απόδοσή της να αυξηθεί τουλάχιστον κατά το ποσοστό της υπεραξίας που πλήρωσε η επιχείρηση για να την εξαγοράσει. Επιπλέον, το χρέος που έχει δημιουργηθεί από το δανεισμό πρέπει να αποπληρωθεί. Για να πραγματοποιηθεί αυτό, θυσιάζονται πόροι που αλλιώς θα χρησιμοποιούνταν για μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Αν μάλιστα η εξαγοράζουσα διανύει και περίοδο μειωμένων κερδών, θα δυσκολευτεί να αποπληρώσει το χρέος και μπορεί να οδηγηθεί ακόμα και σε χρεοκοπία.

Γενικά, η πληρωμή υψηλής υπεραξίας για την εξαγορά μιας επιχείρησης-στόχου, έχει περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσει την επιχείρηση-αγοραστή στη συσσώρευση χρέους, παρά στην αύξηση των κερδών της, ακόμα και αν εξετάσουμε το θέμα μακροπρόθεσμα.

## Ρόλος Στελεχών

Προβλήματα μπορεί να δημιουργηθούν και στην πορεία των διαπραγματεύσεων για ΕήΣ. Στις διαπραγματεύσεις συμμετέχουν τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες, είτε από την ίδια την εταιρεία, είτε ανεξάρτητα από αυτή. Τα εν λόγω άτομα, συνήθως δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ μεταξύ τους, καλούνται να αναλύσουν, να επεξεργαστούν και να παρουσιάσουν από κοινού την άποψή τους για την επικείμενη απόφαση που πρέπει να ληφθεί, σε πολύ σύντομο χρόνο και συχνά χωρίς επιτυχία.

Αυτό γιατί, κάθε στέλεχος μελετά από τη δική του οπτική γωνία την ελκυστικότητα της ΕήΣ και δεν την αντιμετωπίζει συνολικά. Έτσι, συχνά συγκεντρώνονται πολλές απόψεις που αφορούν διαφορετικούς τομείς της επιχείρησης και όχι μια σφαιρική ανάλυση, όπως θα ήταν αναγκαίο. Επιπλέον, οι αναλυτές αγνοούν ορισμένα θέματα, διότι υπολογίζουν ότι θα τα επιλύσουν οι αρμόδιοι, μετά την ΕήΣ, που όμως μπορεί να είναι ζωτικής σημασίας για το νέο βήμα της επιχείρησης, όπως π.χ. κατά πόσο οι επιχειρήσεις είναι συμβατές οργανωτικά και οι δυσκολίες που ενδέχεται να παρουσιαστούν κατά τη διαδικασία ενοποίησης.

Κατά τις διαπραγματεύσεις, τα συμβαλλόμενα μέρη βρίσκονται σε κατάσταση αβεβαιότητας. Μπορεί να συμφωνήσουν στα περισσότερα θέματα της ημερήσιας διάταξης και να διαφωνήσουν ή να αφήσουν για αργότερα κάποια θέματα που τους δυσκολεύουν, που όμως, όταν έρθει η στιγμή να τα αντιμετωπίσουν, οι δυσκολίες που αγνόησαν μπορεί να γίνουν αιτία για την αποτυχία της συμφωνίας.

Τι επισπεύδει τη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και πιθανότητα οδηγήσει σε λάθος εκτιμήσεις, που μπο-

ρεί να αποβούν καταστροφικές για την εξαγοράζουσα επιχείρηση;

- Η διαρροή της πληροφορίας για την ΕήΣ. Το εργατικό δυναμικό των επιχειρήσεων θορυβείται και στην αγορά οι ανταγωνιστές προβαίνουν σε διάφορες κινήσεις για να αντιμετωπίσουν τον επικείμενο κίνδυνο. Το αποτέλεσμα είναι τα στελέχη να προσπαθούν να κλείσουν το θέμα όσο γίνεται γρηγορότερα, με την τελική επίτευξη της συμφωνίας.
- Τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή, που έχουν προτείνει ή ασχοληθεί ιδιαίτερα με την υιοθέτηση αυτής της συμφωνίας, είναι φυσικό να έχουν ταυτιστεί με αυτή και να επιθυμούν να γίνει, ακόμα και αν οι προβλέψεις δεν είναι τόσο ευοίωνες. Για να αποφύγουν αντιρρήσεις, επισπεύδουν τη διαδικασία και κλείνουν τη συμφωνία.
- Τέλος, σε μια διαδικασία ΕήΣ, πολλοί είναι εκείνοι που θα επωφεληθούν αν τελικά πραγματοποιηθεί, άσχετα με το αν είναι απόλυτα συμφέρουσα ή όχι.

Τα στελέχη της επιχείρησης-αγοραστή συχνά μπαίνουν στις διαπραγματεύσεις με την αυτοπεποίθηση του επιτυχημένου, θεωρώντας τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου κατώτερα σε αξία, αφού η επιχείρησή τους έφτασε στο σημείο να εξαγοραστεί. Στη συνέχεια, μετά το κλείσιμο της συμφωνίας προκύπτει το ερώτημα ποιος είναι ο καταλληλότερος για να αναλάβει τη διοίκηση των τμημάτων της επιχείρησης-στόχου: τα στελέχη της εξαγοράζουσας ή τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου; Αποτέλεσμα είναι το ξέσπασμα διαμάχης μεταξύ των στελεχών και η μεγέθυνση της έντασης που ήδη υφίσταται.

Η οριζόντια συγχώνευση των βρετανικών φαρμακευτικών βιομηχανιών Glaxo PLC και SmithKline Beecham<sup>32</sup>, το 1995, οδήγηθηκε σε αποτυχία, πριν ολοκληρωθούν οι διαπραγματεύσεις και παρά τα αναμενόμενα οφέλη, λόγω διαφωνιών για τη σύνθεση του νέου διοικητικού συμβουλίου. Βέβαια, οι επιχειρήσεις αναγνωρίζοντας τα μεγάλα οφέλη που θα μπορούσαν να αποκομίσουν από τη συμφωνία επανήλθαν σε διαπραγματεύσεις 5 χρόνια αργότερα και παραμερίζοντας τις διαφωνίες τους συμφώνησαν να προχωρήσουν στη συγχώνευση<sup>33</sup>.

Αναμφισβήτητη, το μέγεθος μιας επιχείρησης είναι συνδεδεμένο άμεσα με το γόπτρο και τη θέση των στελεχών: όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση, τόσο ισχυρότερο θεωρείται ένα ανώτερο στέλεχος και τόσο μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη έχει στην αγορά. Συνεπώς, μια ΕήΣ συμβάλλει στην ενδυνάμωση της θέσης των στελεχών και γι αυτό το λόγο είναι οι πιο ένθερμοι υποστηρικτές της, αγνοώντας συχνά τις αντιδράσεις των μετόχων.

Επιπλέον, σύμφωνα με έρευνα του Πανεπιστημίου Columbia<sup>34</sup>, **“όσο μεγαλύτερη είναι η αλαζονεία του Διευθύνοντα Συμβούλου, τόσο μεγαλύτερη είναι η υπεραξία που η επιχείρηση είναι πιθανόν να πληρώσει”**, δηλαδή, διαπιστώνουμε πόσο ισχυρά είναι τα ανώτατα στελέχη μιας επιχείρησης, αφού δέχονται να πληρώσουν μεγάλη υπεραξία, που δεν είναι εύλογη, προκειμένου να πραγματοποιήσουν τη συμφωνία που επιθυμούν. Συχνά, τα στελέχη στην προσπάθειά τους να αναπτύξουν την επιχείρηση, καταστρέφουν, παρά δημιουργούν αξία<sup>35</sup>. Οι τρέχουσες εργασίες της επιχείρησης παραμελούνται, λόγω επικέντρωσης του ενδιαφέροντος στην επιχείρηση-στόχο. Για παράδειγμα, η Kmart<sup>36</sup>, στις αρχές της δεκαετίας του '90, εφάρμοσε στρατηγική εξαγορών αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων λιανοπωλητών. Έδωσε περισσότερο έμφαση στη δραστηριότητα αυτή και παραμέλησε την επιχειρηματική της δραστηριότητα, με αποτέλεσμα να χάσει σημαντικό μερίδιο της αγοράς και να αναγκαστεί να πουλήσει τις εξαγορασθείσες επιχειρήσεις, το 1995.

Όσον αφορά τα στελέχη της επιχείρησης-στόχου, έχουν και αυτά μερίδιο ευθύνης αφού αποφεύγουν να πάρουν σημαντικές αποφάσεις, οδηγώντας σε περίοδο στασιμότητας την επιχείρηση-στόχο, από το φόβο, μήπως, κάποιες αποφάσεις τους, δε φέρουν το επιθυμητό αποτέλεσμα και γίνουν λόγος επίσπευσης της λύσης της συνεργασίας τους με την επιχείρηση.

# αξιολόγηση αποτελεσματικότητας εξαγορών και συγχωνεύσεων

Στις αρχές της δεκαετίας του '60 άρχισαν να πραγματοποιούνται οι πρώτες έρευνες για την αποτελεσματικότητα των Ε&Σ. Μια πρώτη μελέτη που πραγματοποιήθηκε πριν από 30 περίπου χρόνια<sup>37</sup> κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το 45-50% των Ε&Σ, που είχαν υλοποιηθεί έως εκείνη την εποχή μπορούσαν να θεωρηθούν αποτυχημένες. Ο Porter (1987) υπολόγισε το ποσοστό αυτό σε 53%, που όμως φτάνει το 74% στην περίπτωση των αουσχέιστων συγχωνεύσεων<sup>38</sup>. Οι πλέον πρόσφατες έρευνες έδειξαν ότι οι μισές περίπου από τις διενεργούμενες Ε&Σ απέτυχαν να προσδώσουν στις επιχειρήσεις τα αναμενόμενα οφέλη.

Παρόλα αυτά, ο αριθμός και η αξία των διενεργούμενων Ε&Σ αυξάνει, κάθε χρόνο, με γρήγορο ρυθμό, αφού οι αλλαγές που συντελούνται στο επιχειρηματικό επίπεδο, παγκοσμίως, απαιτούν τη θωράκιση των επιχειρήσεων και τη συνεχή ανάπτυξη και ενδυνάμωσή τους.

Πολλές είναι οι έρευνες που έχουν διεξαχθεί με σκοπό την εξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά το πότε μια Ε&Σ έχει περισσότερες πιθανότητες να επιτύχει. Μολονότι υπάρχουν και αντίθετες απόψεις, η πλειοψηφία των δημοσιευμένων άρθρων<sup>41,42</sup> τείνει να θεωρεί ότι οι:

1. Οι φιλικές εξαγορές αποδεικνύονται κατά κανόνα πιο επιτυχημένες από τις επιθετικές.
2. Οι εξαγορές μεταξύ εταιρειών που παρουσίαζαν μεγάλη επικάλυψη δραστηριοτήτων απέδωσαν καλύτερα σχετικά με αυτές που παρουσίαζαν μικρή ή ελάχιστη, δηλ. οι συσχετιζόμενες εξαγορές δημιουργούν μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους από ό,τι οι αουσχέιστες.
3. Οι εξαγορές που έγιναν βιασικά σημειώνουν μεγαλύτερα ποσοστά αποτυχίας.
4. Οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν με πληρωμή μετοχών ήταν πιο επιτυχημένες σε σχέση με αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά.

Άλλες έρευνες<sup>43</sup> υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες διαφορές μεγέθους μεταξύ των υποψήφιων προς συνένωση επιχειρήσεων, αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα επιτυχίας, ή ότι όσο λιγότερο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση-αγοραστής, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία που δημιουργεί μέσω των εξαγορών, διότι οι εταιρείες με τις χαμηλές αποδόσεις αναμένεται να έχουν μεγαλύτερο όφελος από την προσθήκη σημαντικών ικανοτήτων που τους λείπουν. Τέλος, οι εξαγορές που πραγματοποιούνται στην εγχώρια αγορά, θεωρείται ότι δε δημιουργούν αξία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης, ενώ διεθνείς εξαγορές (ιδιαίτερα επιχειρήσεων της ηπειρωτικής Ευρώπης) σχετίζονται άμεσα με αυξημένα καθαρά κέρδη.

Συνοψίζοντας την εμπειρική έρευνα στις Ε&Σ θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι κατά μέσο όρο οι Ε&Σ δημιουργούν, κάτω από προϋποθέσεις, κάποια οικονομική αξία<sup>44</sup>. Βέβαια, απαιτείται προσεκτικός σχεδιασμός και υλοποίηση της Ε&Σ.



# εξασφάλιση επιτυχίας στρατηγικής ανάπτυξης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων

Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τι πρέπει να κάνει μια επιχείρηση για να αποφύγει τα προβλήματα που προκύπτουν κατά το σχεδιασμό και την εφαρμογή μιας ΕήΣ.

## Έλεγχος (Screening) της Επιχείρησης-Στόχου

Όταν μια επιχείρηση αποφασίζει να προχωρήσει σε μία ΕήΣ, εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης-στόχου: αποτιμά τα οφέλη και τα κόστη από την ΕήΣ. Σ' αυτή ακριβώς τη διαδικασία πρέπει να επικεντρώσει την προσοχή της, προκειμένου να αποφύγει προβλήματα και να σημειώσει επιτυχία στην προσπάθειά της<sup>45</sup>.

Η διαδικασία ελέγχου (screening) πρέπει να ξεκινά από τη στιγμή που η επιχείρηση θέτει επί τάπητος την ανάγκη ανάπτυξης-επέκτασης. Είναι πολύ χρήσιμη, διότι, συμβάλλει στην αύξηση της γνώσης που έχει για πιθανούς στόχους. Επίσης, οδηγεί σε μια πιο ρεαλιστική εκτίμηση των προβλημάτων της ΕήΣ, ιδιαίτερα όσον αφορά την ενοποίηση των επιχειρήσεων. Τέλος, μειώνει το ρίσκο από μια ΕήΣ με προβληματικές επιχειρήσεις όπως π.χ. η εξαγορά της ΤΡΟΦΟ από την Α-Β Βασιλόπουλος. Στη συγκεκριμένη περίπτωση αρκετούς μήνες μετά την εξαγορά η εξαγοράζουσα επιχείρηση ξεκίνησε δικαστικό αγώνα για να διεκδικήσει αποζημίωση η οποία προσεγγίζει τα 40 εκ. Ευρώ! Ο λόγος είναι ότι μετά την εξαγορά ανακαλύφθηκε μεγάλη απόκλιση στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης<sup>46</sup>.

Η επιχείρηση πρέπει να ακολουθήσει τρία βήματα, κατά τη διαδικασία ελέγχου:

- Εκτίμηση των λόγων για τους οποίους οδηγείται σε ΕήΣ και αξιολόγηση της αναγκαιότητας αυτής της στρατηγικής. Παράλληλα, ορισμός των χαρακτηριστικών της ιδεατής επιχείρησης-στόχου.

Με αυτόν τον τρόπο, εμβαθύνει στους λόγους που την οδηγούν σε ανάπτυξη μέσω ΕήΣ και είναι σε θέση να αναθεωρήσει την απόφασή της, αν διαπιστώσει ότι τελικά δεν είναι συμφέρουσα ή δεν είναι η πλέον ενδεδειγμένη στρατηγική ανάπτυξής της.

- Σύσταση λίστας των πιθανών υποψηφίων επιχειρήσεων και κατάταξή τους, ανάλογα με:

1. την οικονομική τους θέση,
2. τη θέση τους στην αγορά προϊόντος,
3. το ανταγωνιστικό τους περιβάλλον,
4. τις διοικητικές τους ικανότητες και
5. την εταιρική τους κουλτούρα.

Η μελέτη αυτών των χαρακτηριστικών οδηγεί στον εντοπισμό των δυνατών και αδύνατων σημείων κάθε υποψήφιας επιχείρησης, του μεγέθους της πιθανής συνέργιας, των πιθανών προβλημάτων ενοποίησης και της συμβατότητας στην κουλτούρα των δύο επιχειρήσεων.

- Τέλος, επιλογή της υποψήφιας επιχείρησης που ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις του αγοραστή, αφού έχει λάβει υπόψη της τη γνώμη των ειδικών που εμπλέκονται στη διαδικασία.

### Επαρκής Αξιολόγηση Απόδοσης Στόχου

Ένας από τους βασικούς λόγους αποτυχίας μιας ΕήΣ, η υπερεκτίμηση των μελλοντικών οφελών, μπορεί να εξαλειφθεί, αν η διαδικασία ελέγχου των επιχειρήσεων γίνει σωστά.

Μέσω της επαρκούς αρχικής αξιολόγησης, εντοπίζονται τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που θα προκύψουν από την ενοποίηση των επιχειρήσεων, καθώς και οι ωφέλειες που συνεπάγονται<sup>47</sup>. Όσο πιο διεξοδικά πραγματοποιείται η διαδικασία ελέγχου, τόσο ευκολότερα συγκεντρώνονται τα απαραίτητα στοιχεία που αποδεικνύουν αν θα δημιουργηθούν ή όχι ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα από τη συγχώνευση των δραστηριοτήτων των δύο επιχειρήσεων.

### Αποφυγή Συρρίκνωσης Χρέους

Η προσεκτική επιλογή επιχειρήσεων-στόχων και η αποτελεσματική εκτίμησή τους παρέχουν στην επιχείρηση χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με την τιμή που θα πρέπει να δώσει για μία εξαγορά, αφού είναι σημαντικό να μην πληρωθεί ένα υπερβολικά υψηλό τίμημα.

## Διευκόλυνση Διαδικασίας Ενοποίησης

Α) **Ο ρόλος της Κουλτούρας:** Μια επιχείρηση που επιλέγει να κάνει μια ΕήΣ, αντιμετωπίζει προβλήματα κατά την ενοποίησή της με την επιχείρηση-στόχο, που πηγάζουν από την έλλειψη συμβατότητας στο είδος της εταιρικής τους κουλτούρας. Σύμφωνα με μελέτη αναφορικά με την εταιρική κουλτούρα, “είναι απαραίτητο να κατανοήσουμε μια εταιρική κουλτούρα, πριν να προσπαθήσουμε να τη μεταβάλλουμε”<sup>48</sup>.

Η αναγνώριση της εταιρικής κουλτούρας μιας επιχείρησης πριν από μια ΕήΣ μπορεί να επιτευχθεί μέσω της παρατήρησης του τρόπου λειτουργίας της, της ιεραρχικής της δομής και των εργασιακών σχέσεων που υφίστανται<sup>49</sup>. Επίσης, μια πιο εμπειριστατωμένη έρευνα θα γινόταν μέσω συνεντεύξεων των στελεχών της, αλλά και με τη χρήση ερωτηματολογίων, ώστε να σχηματίσουν άποψη για τον τρόπο σκέψης τους και αντιμετώπισης του νέου εργασιακού καθεστώτος που ενδέχεται να τους επιβληθεί.

Επιπλέον, χρήσιμος θα ήταν ένας “έλεγχος της κουλτούρας” (culture audit) για τη συγκέντρωση πληροφοριών. Πρόκειται για ένα αντικειμενικό μέσο σύγκρισης των δύο ειδών εταιρικής κουλτούρας, συζήτησης ομοιοτήτων και διαφορών τους, καθώς και αναγνώρισης του είδους “γάμου” που είναι προτιμότερο. Ο έλεγχος αυτός συμβάλλει στην αποτελεσματική προσέγγιση των ανθρωπίνων πόρων και στην εκτίμηση διαφορών στις πρακτικές και τα συστήματα αξιών διαχρονικά. Εξασφαλίζεται, λοιπόν, η αξιόπιστη κρίση σε σχέση με την επιτυχία ή αποτυχία που μπορεί να έχει οποιοδήποτε πρόγραμμα ενοποίησης.

Β) **Είδη Ενοποιήσεων:** Βέβαια, η επιτυχία μιας ενοποίησης εξαρτάται αναμφισβήτητα από το είδος ΕήΣ που πρόκειται να πραγματοποιηθεί και τις επιπτώσεις της στην κουλτούρα της επιχείρησης-στόχου. Συναντάμε συνήθως τριών ειδών ενοποιήσεις -“γάμους” επιχειρήσεων<sup>50</sup>:

- Ανοικτός “γάμος” (extension mergers): η επιχείρηση-αγοραστής δεν σκοπεύει να μεταβάλλει τον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης-στόχου και συνεπώς της κουλτούρας της.
- Συνεργατικές ΕήΣ (collaborative mergers): η επιχείρηση-αγοραστής αποσκοπεί στην ανταλλαγή στοιχείων με την επιχείρηση-στόχο, όσον αφορά τόσο τον τρόπο λειτουργίας τους, όσο και την κουλτούρα τους, ώστε να υιοθετηθούν τα καλύτερα στοιχεία των δύο. Αναφέρεται και ως “μοντέρνος γάμος”.
- Επανασχεδιαστικές ΕήΣ (redesign mergers): η επιχείρηση-αγοραστής επιθυμεί να αναδιαρθρώσει τη λειτουργία και κατ’ επέκταση την κουλτούρα της επιχείρησης-στόχου, ώστε να την προσαρμόσει στα δικά της δεδομένα και στις δικές της απαιτήσεις. Πρόκειται για “παραδοσιακό γάμο”.

Από τα παραπάνω είδη “γάμων”, το πιο σπάνιο είναι ο “ανοικτός γάμος”, το πιο συμφέρον είναι ο “μοντέρνος γάμος” και οι περισσότερες συγχωνεύσεις καταλήγουν σε “παραδοσιακό γάμο”. Ακόμα και αν η αντίληψη της επιχείρησης-αγοραστής αφορά “μοντέρνο γάμο”, η αντιμετώπιση των εργαζομένων στην επιχείρηση-στόχο συχνά οδηγεί σε “παραδοσιακό γάμο”.

Γ) **Πώς ενοποιούμε διαφορετικές κουλτούρες:** Μερικοί από τους παράγοντες που λαμβάνονται υπ’ όψιν κατά τον καθορισμό του βαθμού ενοποίησης δύο επιχειρήσεων συνδέονται με τον τύπο των επιχειρήσεων και τα αισθήματα των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης απέναντι στη δική τους και την εξαγοράστρια εταιρεία. Αν οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε σχετικούς κλάδους, ο εξαγοραστής έχει να επιδείξει σημαντικές επιτυχίες σε ΕήΣ κατά το παρελθόν και η εταιρική του κουλτούρα είναι ισχυρότερη αυτής της εξαγοραζόμενης και προτιμότερη στο πλαίσιο του νέου οργανισμού, ακολουθείται μεγαλύτερος βαθμός ενοποίησης. Αντίθετα, αν οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε κλάδους που δε σχετίζονται άμεσα, η εξαγορά γίνεται λόγω του διαφορετικού τρόπου σκέψης και των διαφορετικών διαδικασιών που εφαρμόζει η εξαγοραζόμενη και τις οποίες ο εξαγοράζων θέλει να εκμεταλλευθεί και οι εργαζόμενοι της εταιρείας-στόχου νιώθουν υπερηφάνεια για το όνομα και τις αξίες της επιχείρησής τους ή είναι εχθρικοί έναντι του εξαγοράζοντα, ένας υψηλός βαθμός αυτονομίας είναι προτιμότερος<sup>51</sup>.

Δ) **Αντιμετώπιση των εργαζομένων της επιχείρησης-στόχου:** Αποτελεί σημαντική παράμετρο για την επιτυχία της ΕήΣ. Θα πρέπει να καταβληθεί κάθε προσπάθεια ώστε το προσωπικό της επιχείρησης-στόχου να παραμείνει ευχαριστημένο μετά την ΕήΣ. Δεσπόζουσας σημασίας είναι οι αρχικές ενέργειες που θα πραγματοποιηθούν μετά την ανακοίνωση της ΕήΣ, καθώς δημιουργούν τα πρώτα μηνύματα (σήματα) και μπορούν να ανυψώσουν το ηθικό των εργαζομένων της επιχείρησης-στόχου<sup>52</sup>.

Ένα δεύτερο σημείο το οποίο πρέπει να προσεχθεί είναι της επικοινωνίας με τους “νέους” εργαζόμενους. Η επικοινωνία δε θα πρέπει να βασιστεί αποκλειστικά σε τυπικά κανάλια επικοινωνίας (όπως αφίσες ή φυλλάδια), αλλά και σε άτυπες μορφές όπως η τηλεφωνική επαφή, η πρόσωπο με πρόσωπο συζήτηση, η ύπαρξη ενός συμβούλου που θα απαντά στα ερωτήματά των εργαζομένων. Η μεγάλη χρησιμότητα των άτυπων μορφών έγκειται στο ότι εξασφαλίζουν την άμεση ανατροφοδότηση και κατά συνέπεια την αμφίδρομη ενημέρωση τόσο των εργαζομένων για τις προθέσεις της διοίκησης και της στάσης της απέναντί τους, όσο και των διοι-

κπικών στελεχών που χειρίζονται τη διαδικασία ενοποίησης για τους πραγματικούς προβληματισμούς των εργαζομένων και τους φόβους τους για απώλεια των συνθηκών τους και των κεκτημένων τους (απώλεια συνεργατών, αλλαγή εργασιακών συνθηκών, μεταφορά σε άλλες πόλεις, ακόμη και απώλεια της εργασίας). Ακόμα και σε περίπτωση απολύσεων η επιχείρηση μπορεί να βρεθεί στο πλευρό των εργαζομένων, καθώς ο τρόπος που συμπεριφέρεται στους απολυμένους αποτελεί ένδειξη στους εναπομείναντες εργαζομένους αν και πόσο η επιχείρηση δείχνει πραγματικό ενδιαφέρον για το ανθρώπινο δυναμικό της. Η παροχή βοήθειας προς τους πρόσφατα απολυθέντες να βρουν εκ νέου εργασία, όπως η διενέργεια σεμιναρίων και εκπαίδευσης για την ενίσχυση των προσόντων τους γίνεται προς αυτή την κατεύθυνση<sup>53</sup>. Σ' αυτό το πλαίσιο, η Novartis<sup>54</sup> δημιούργησε ταμείο, με κεφάλαια ύψους \$71 εκατ., με σκοπό να χρηματοδοτήσει τις επιχειρηματικές δραστηριότητες των υπαλλήλων που απέλυε.

## ένας “δεκάλογος επιτυχίας” στις εξαγορές ή συγχωνεύσεις <sup>55,56</sup>

Στη συνέχεια, μέσα από τη συγκριτική μελέτη διαφόρων ερευνών μεγάλου αριθμού ΕήΣ, δίνονται συμβουλές στα στελέχη που σκοπεύουν να εμπλακούν σε κάποια ΕήΣ. Αυτές είναι:

- 1. Συνειδητοποιημένοι λόγοι εξαγοράς:** είναι απολύτως απαραίτητο για την εξαγοράζουσα επιχείρηση να γνωρίζει το γιατί θέλει αυτή τη συμφωνία και να έχει επιχειρήματα να το στηρίξει, προκειμένου να πείσει τις διάφορες ομάδες ενδιαφερομένων.
- 2. Μην αποκάλυψη των σχεδίων:** δεν πρέπει να αποκαλύπτεται σε ευρύ κοινό στην εταιρεία-στόχο η πρόθεση εξαγοράς. Αυτό δίνει στις εχθρικές, προς την εξαγορά ομάδες ενδιαφερομένων, το χρόνο να προετοιμαστούν και να αποφύγουν τελικά την εξαγορά, ή να κερδίσουν όσο περισσότερα χρήματα είναι δυνατόν βρίσκοντας και άλλους πλειοδότες.
- 3. Προσεκτική χρηματοοικονομική ανάλυση και αυτοέλεγχος:** είναι πολύ σημαντικό κατά την προετοιμασία και κατά τη διάρκεια της διαδικασίας εξαγοράς μιας επιχείρησης να γνωρίζουν τα διοικητικά στελέχη τη μέγιστη τιμή που μπορούν να πληρώσουν για την εξαγορά, έτσι ώστε να μην παρασύρονται από την επιθυμία τους να πραγματοποιήσουν την εξαγορά και προσφέρουν περισσότερα χρήματα.
- 4. Εγρήγορση:** είναι σημαντικό κάποιες διαδικασίες να γίνουν γρήγορα και σε σύντομο χρονικό διάστημα, από το κλείσιμο της συμφωνίας, προκειμένου να εξομαλυνθεί η κατάσταση, χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει ότι έτσι θα λυθούν τα προβλήματα με τον ανθρώπινο παράγοντα.
- 5. Μέτοχοι:** είναι καλό οι κυριότεροι μέτοχοι να υποστηρίξουν την κίνηση για κάποια εξαγορά, αν βέβαια έχουν πειστεί ότι αυτό είναι προς το συμφέρον τους. Η πρακτική δείχνει ότι η πλειοψηφία των Ε&Σ δεν αποδίδει τίποτα περισσότερο για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης, κάποιες φορές δε, έχει και αρνητικά αποτελέσματα.
- 6. Ξεκάθαρο όραμα:** λόγω της ανησυχίας που χαρακτηρίζει συνήθως το προσωπικό των εταιρειών που ΕήΣ, είναι σημαντικό να μοιραστούν, τα ανώτατα στελέχη των δύο εταιρειών με το προσωπικό τους, το όραμα και την αποστολή της νέας εταιρείας, έτσι ώστε να αντιληφθούν οι εργαζόμενοι σε όλα τα επίπεδα το ρόλο τους μέσα στη νέα πραγματικότητα της επιχείρησης και να αρχίσουν να νιώθουν πιο άνετα μέσα σ' αυτή (όσο αυτό είναι εφικτό), αποκτώντας σιγά-σιγά την παλιά τους αφοσίωση και εμπιστοσύνη.
- 7. Έμφαση στην κουλτούρα:** είναι απαραίτητο να γνωρίζουν οι εκάστοτε επιχειρήσεις την κουλτούρα της υποψήφιας εταιρείας έτσι ώστε να αποφευχθούν οδυνηρές εκπλήξεις. Αν αυτό το κομμάτι της διαδικασίας παραμεληθεί τότε σίγουρα θα δημιουργηθούν εντάσεις και προβλήματα, από τη διαφορετικότητα, εμφανή ή όχι, μεταξύ των επιχειρήσεων.
- 8. Διαχείριση ανθρωπίνων πόρων:** είναι το δυσκολότερο και πιο επικίνδυνο στοιχείο που πρέπει να αντιμετωπιστεί κατά την ολοκλήρωση μιας τέτοιας διαδικασίας. Είναι λάθος να θεωρούν τα στελέχη ότι:
  - τουλάχιστον οι άνθρωποι της εξαγοραζόμενης εταιρείας θα είναι ευχαριστημένοι,
  - μια κουλτούρα νέα και βελτιωμένη θα αναδυθεί “ως δια μαγείας”,
  - το μόνο που έχουν να κάνουν είναι να συνδυάσουν τα καλύτερα στοιχεία και των δύο εταιρειών και να βγάλουν τα μεγαλύτερα δυνατά κέρδη.

Όσο πιο γρήγορα επανέλθουν τα πράγματα στην κανονική τους ροή, τόσο λιγότερα προβλήματα θα αντιμετωπίσουν από τους ανθρώπους της επιχείρησης. Είναι σημαντικό τα ανώτατα στελέχη να ασχοληθούν όσο χρόνο χρειάζεται με τους ανθρώπους, που αποτελούν άλλωστε και την ψυχή της επιχείρησης, και να διασκεδάσουν τα αρνητικά συναισθήματα που είναι φυσικό να υπάρχουν. Παράλληλα, πρέπει να υπάρχει συνεχής επικοινωνία με το προσωπικό, ώστε να αποφευχθούν φαινόμενα παράλυσης και πτώσης του ηθικού<sup>57</sup>.

9. **Φιλικές διαδικασίες:** η ΕήΣ καλό θα είναι να γίνει από την αρχή μέσα σε φιλικό κλίμα προκειμένου να ολοκληρωθεί όσο πιο επιτυχώς και ανώδυνα γίνεται. Οι εξαγορές που ξεκίνησαν ως “αλώσεις” των εταιρειών είχαν σχεδόν πάντα μειωμένη αποδοτικότητα.

10. **Δημιουργία μιας επιχείρησης που μαθαίνει:** είναι αναγκαίο να δημιουργηθεί μια επιχείρηση που να έχει την ικανότητα να “μαθαίνει” (μαθησιακή οργάνωση/learning organization) από τις επιτυχίες και τις αποτυχίες της και να μετατρέπει τις εξαγορές σε μοναδική της ικανότητα<sup>58</sup>. Για τούτο όταν ολοκληρωθούν οι ενέργειες μιας επιχείρησης για μια συμφωνία, πρέπει να τις επανεξετάσει για να δει ποιες από αυτές ήταν ορθές και ποιες όχι, ποιες από αυτές απέτρεψαν και ποιες επέσπευσαν μια καταστροφική εξέλιξη.

Ο Πίνακας 4 συνοψίζει ορισμένα από τα χαρακτηριστικά μιας επιτυχημένης στρατηγικής ανάπτυξης μέσω ΕήΣ.

**Πίνακας 4:** Ορισμένα Χαρακτηριστικά Επιτυχίας Ε&Σ

Χαρακτηριστικά	Αποτελέσματα
<p>Σωστή αξιολόγηση των επιχειρήσεων-στόχων.</p> <p>Εξαγορά επιχειρήσεων-στόχων που διαθέτουν στοιχεία συμπληρωματικά με αυτά της μητρικής επιχείρησης.</p> <p>Συμβατότητα εταιρικής κουλτούρας των δύο επιχειρήσεων.</p> <p>Φιλική εξαγορά.</p> <p>Οικονομική άνεση ή δυνατότητα ανάληψης χρέους, εκ μέρους της εξαγοράζουσας επιχείρησης.</p> <p>Εμπειρία στελεχών που θα ασχοληθούν με την ΕήΣ.</p>	<p>Επιλογή της επιχείρησης που πληρεί όλες τις προϋποθέσεις, σχευικά με την απόδοση και τα οφέλη που θα αποφέρει.</p> <p>Μεγάλη πιθανότητα ύπαρξης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και συνεργιών.</p> <p>Καλύτερη συνεργασία, ευκολότερη διαδικασία ενοποίησης.</p> <p>Ευκολότερη και γρηγορότερη ενοποίηση των δύο επιχειρήσεων.</p> <p>Ευκολότερη χρηματοδότηση της εξαγοράς και μικρότερο χρέος μετά.</p> <p>Ευελιξία κατά τις διαπραγματεύσεις και καλύτερη εκμετάλλευση ευκαιριών για βελτίωση της απόδοσης και των δύο επιχειρήσεων.</p>

*Προσαρμογή από:* Hitt M.A., D.R., Ireland, and R.E. Hoskisson, "Strategic Management: Competitiveness and Globalization", South-Western College Publishing, 2001, 4th Edition., pp.298.

# Βιβλιογραφία - αρθρογραφία

1. Παπαδάκης Β. Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, Τόμος Α, Θεωρία, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2002, 4η έκδοση. Το κεφάλαιο 10 του παρόντος βιβλίου αποτελεί την βάση δημιουργίας της ενότητας που περιγράφει τη διεθνή εμπειρία στις Ε.Ε.
2. Νόμος 2190/1920 περί Ανωνύμων εταιριών: " Συγχώνευση είναι η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες επιχειρήσεις που λύνονται χωρίς να ακολουθεί εκκαθάριση, μετα-βιβάζουν σε άλλη, που είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για το σκοπό αυτό, το σύνολο της περιουσίας τους έναντι ανταλλάγματος. Το ανάλλαγμα συνίσταται στο ότι η επιχείρηση προς την οποία γίνεται η μεταβίβαση αποδίδει σε όσους συμμετείχαν στις επιχειρήσεις που λύθηκαν (μετόχους, εταίρους) μερίδια συμμετοχής".
3. Barney, J., Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Addison-Wesley Publishing Company, 1997, pp 441.
4. Sahlman, W.A., 'The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations', Journal Of Financial Economics, (1990), 27, pp. 473-521
5. Jemison D.B. and S.B. Sitkin, 'Acquisitions: The Process Can Be A Problem', Harvard Business Review, (March-April, 1986), 107-116.
6. [http://www.tfsd.com/news\\_room/archive/default.asp?title\\_id=102](http://www.tfsd.com/news_room/archive/default.asp?title_id=102)
7. <http://www.tfsd.com>
8. Άγνωστος, 'Το πρώτο «κύμα» εξαγορών και συγχωνεύσεων', Το Βήμα, (19/12/99).
9. Unknown, 'Mergers: Why this Historic Boom will Keep Making Noise', Fortune, 27/04/98.
10. Collis, D.J., and C.A. Montgomery, Corporate Strategy: Resources and the Scope of the Firm, Chicago, Irwin, 1997, pp 90.
11. Hitt M.A., D.R., Ireland, and R.E. Hoskisson, 'Strategic Management: Competitiveness and Globalization', South-Western College Publishing, 2001, 4th Edition, chapter 7.
12. Steiner, P., Mergers: Motives, Effects, Policies, Michigan, University of Michigan Press, 1975.
13. Naughton, K. and H. Dawley, 'Upjohn Finally Makes it to the Big Leagues', Business Week, (Sept. 4, 1995), 4, 35.
14. Κώνστας, Χ., 'Κονιά στην εξαγορά της Marathon Bank η Τράπεζα Πειραιώς', Η Εξουσία, 04/04/98.
15. Bower J.L., 'Not all M&As are Alike- and that Matters', Harvard Business Review, (March 2001), 100-101
16. <http://www.ft.com>, "Intel to Buy Xircom for \$748m".
17. «INTPAKOM Α.Ε. Εντυπωσιακή ενίσχυση της παρουσίας της στο εξωτερικό», Χρήμα και Αγορά, Δεκέμβριος 2000.
18. Eccles, R.G., K.L Lanes and T.C Wilson, 'Are you Paying too much for that Acquisition?', Harvard Business Review, 1999,
19. Barney, J., Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Addison-Wesley Publishing Company, 1997, pp 451-452.
20. Dunkin, A., 'Hamish Maxwell's big Hunger', Business Week, 31 October 1988, pp. 24-26
21. Viscio, A.J., J.R Harbison, A. Asin and R.P Vitaro, 'Post – Merger Integration, What Makes Mergers work?', Best Practice, pp. 26 - 33
22. Sirower M., The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game, New York, The Free Press, 1997.
23. Hill C.W.L & G.R. Jones, 'Strategic Management: An Integrated Approach', Boston, Houghton Mifflin Company, 2001, 5th edition, chapter 10.
24. Baroncelli, A., 'Telecom Italia: Merging Five Companies into One', Long Range Planning, (1998), 31,3,377-395.
25. Schuler, R. and S. Jackson, 'HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions', European Management Journal, (2001), 19,3,239-253.
26. Cartwright S. and C.L. Cooper, 'The Role of Culture Compatibility in Successful Organizational Marriage', Academy of Management Executive, (1993), Vol. 7, No 2, pp.60.
27. Appelbaum S., Gandell J., Yortis H., Proper S., and F. Jobin "Anatomy of a Merger: Behavior of Organizational Factors and Processes Throughout The Pre-During-Post-Stages", Management Decision, (2000), 674-684.

28. Holland K. and S. Zuckerman, 'The Case against Mergers', Business Week, (1995), pp.64.
29. Ζιώτς Χ., 'Πρωτεύουσα Περιπέτεια', Executive Know-How, 03/98, σελ.18-20.
30. Fritzon A., Lukefahr R., Asin A., Bhatia S., and Doshi V., 'Making mergers Work', Booz-Allen & Hamilton research report. 2000.
31. Sirower M. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game, New York, The Free Press, 1997, pp. 44-47.
32. Satterlee S., 'Merger Mania Boosts Stocks', The International, (1998), 122, 13.
33. Harbrecht D., 'Finally, Glaxo and SmithKline Decide the Chemistry Is Right', Business Week, 14/01/2000
34. Holland K. and S. Zuckerman, 'The Case Against Mergers', Business Week, 1995, pp. 59.
35. Campbell A., 'Reviewing Portfolio Strategy', Long Range Planning, Vol.29, 12/90.
36. Holland K. and S. Zuckerman, 'The Case Against Mergers', Business Week, 1995, pp. 63.
37. Kitching J., 'Why do Mergers Miscarry?', Harvard Business Review, (1967), Vol. 45, pp. 84-101.
38. Porter M., 'From Competitive Advantage to Corporate Strategy', Harvard Business Review, (1987), Vol. 52, pp.124-136
39. KPMG Management Consulting, 'Mergers and Acquisitions in Europe', Research Report, 1997/1998
40. Mercer Management Consulting, 'Double Trouble: Research Casts Doubt on Mergers', The Financial Times, 10/10/97
41. Markides C. and O. Daniel, 'International Acquisitions: Do they Create Value for Shareholders?', European Management Journal, Vol. 16, No 2, 02/04/98.
42. Healy, P., K. Palepu and R. Ruback, 'Which Takeovers are Profitable Strategic or Financial?', Sloan Management Review, Summer 1997
43. Hunt, J., 'Changing Pattern of Acquisition Behavior in Takeovers and the Consequences for Acquisition Processes', Strategic Management Journal, (1990), Vol. 11, pp. 69-77
44. Brouthers, K.D., P. van Hastenburg and J. Van den Ven, 'If Most Mergers Fail Why are They so Popular', Long Range Planning, (1998), 31,3,347-353.
45. Lee Marks, M. and P.H. Mirvis, 'Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation', Academy of Management Executive, (2001), 15,2, 80-92. Επίσης: Bower, J.L., 'Not All M&As are Alike- and that Matters', Harvard Business Review, (March 2001), 94-101.
46. Άγνωστος, 'Αποζημίωση 13,5 δισ. Διεκδικεί η Α-Β Βασιλόπουλος', Η Ναυτεμπορική, (Δευτέρα 2 Ιουλίου 2001).
47. Chaudhuri, S. and B. Tabrizi, 'Capturing the Real Value in High-Tech Acquisitions' Harvard Business Review, (Sept-Oct 1999), pp. 123- 130.
48. Cartwright S. and C.L. Cooper, 'The Role of Culture Compatibility in Successful Organizational Marriage', Academy of Management Executive, (1993), Vol. 7,2, pp.59.
49. Carey, D., 'Lessons from Master Acquirers: A CEO Roundtable on Making Mergers Succeed', Harvard Business Review, (May-June 2000), pp.145-154.
50. Cartwright S. and C.L. Cooper, 'The Role of Culture Compatibility in Successful Organizational Marriage', Academy of Management Executive, (1993), Vol. 7,2, pp.63-64.
51. Appelbaum S., Gandell J., Yortis H., Proper S., Jobin F. 'Anatomy of a merger: behavior of organizational factors and processes throughout the pre-during-post-stages', Management Decision, (2000), 652-654.
52. Perry, L.T., 'Merging Successfully: Sending the "Right" Signals', Sloan Management Review, (Spring
53. Appelbaum S., Gandell J., Yortis H., Proper S., Jobin F. 'Anatomy of a Merger: Behavior of Organizational Factors and Processes Throughout the Pre-During-Post-Stages', Management Decision, (2000), 675-677.
54. Fisher, L., 'Post Merger Integration: How Novartis became no. 1', Strategy & Business, (1998), 11, 2, pp. 74-77.
55. Hitt M.A., D.R., Ireland, and R.E. Hoskisson, 'Strategic Management: Competitiveness and Globalization', South-Western College Publishing, 2001, 4th Edition, σελ. 296-298.
56. Gaylin, D., J.W. Down, Temple, Barker & Sloane, Acquisitions & Divestitures, κεφ. 12, σελ.28-29.
57. Carey, D., 'Lessons from Master Acquirers: A CEO Roundtable on Making Mergers Succeed', Harvard Business Review, (May-June 2000), pp.145-154.
58. Aiello R., and Watkins M., 'The Fine art of Friendly Acquisitions', Harvard Business Review, (Nov-Dec 2000), 106-107.

*τμήμα Β*

Εξαγορές &  
Συγχωνεύσεις

Τα αποτελέσματα  
της Ελληνικής έρευνας

# Εισαγωγή

Οι ΕήΣ δεν άφνησαν αουγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες. Η πρώτη σημαντική άνηση των ΕήΣ, σε εθνικό επίπεδο, παρατηρήθηκε στα τέλη της δεκαετίας δεκαετίας του '80. Κι αυτό γιατί η σχεδιαζόμενη οικονομική ενοποίηση των χωρών της τότε ΕΟΚ και το επακόλουθο άνοιγμα των αγορών ανάγκασε τις έως τότε έντονα οικογενειακές ελληνικές επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε ΕήΣ, έτσι ώστε να ιοχυροποιήσουν τη θέση τους.

Στα μέσα της δεκαετίας του '90, η τάση αυτή φάνηκε να ανακόπεται με τον αριθμό των ΕήΣ να μειώνεται. Ωστόσο, στο τέλος της δεκαετίας, η τάση αυτή άλλαξε ριζικά και παρατηρήθηκε το πρώτο μεγάλο 'κύμα ΕήΣ'. Η άνηση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς συνέβαλλε τα μέγιστα, δίνοντας για πρώτη φορά στις ελληνικές επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αντλήσουν πολύ μεγάλα επενδυτικά κεφάλαια, μέρος των οποίων χρησιμοποιήθηκε για ΕήΣ.

Η έρευνά μας κατέληξε στο συμπέρασμα ότι την τριετία 1997-1999 143 ελληνικές επιχειρήσεις προέβησαν σε ΕήΣ. Καθώς μάλιστα κάποιες από αυτές ήταν ιδιαίτερα δραστήριες, κάνοντας πολλαπλές ΕήΣ, ο πληθυσμός της έρευνάς μας από πλευράς αριθμού ΕήΣ ανέρχεται σε 242 περιπτώσεις. Η παρούσα έρευνα μελετά 72 περιπτώσεις ΕήΣ δηλαδή ποσοστό που ανέρχεται στο 30% του πληθυσμού. Το γεγονός ότι μελετήθηκε σχεδόν μια στις τρεις εξαγορές που διενεργήθηκαν τη συγκεκριμένη περίοδο μας κάνει να πιστεύουμε ότι το δείγμα μας είναι αντιπροσωπευτικό του πληθυσμού των επιχειρήσεων που διεξήγαγαν ΕήΣ, και κατά συνέπεια μας δίνει τη δυνατότητα σχετικά ασφαλούς γενίκευσης των συμπερασμάτων μας. Περισσότερες πληροφορίες για τη μεθοδολογία της έρευνας δίνονται στο Παράρτημα 1.

Στη συνέχεια περιγράφονται τα βασικά αποτελέσματα της έρευνας. Η παρουσίαση των αποτελεσμάτων χωρίζεται σε πέντε ενότητες.

Στην **πρώτη ενότητα** παρουσιάζονται και σχολιάζονται επιλεγμένα γραφήματα που αναφέρονται στο δείγμα των επιχειρήσεων και τα χαρακτηριστικά του.

Στη **δεύτερη ενότητα** παρουσιάζονται τα αποτελέσματα σχετικά με την προηγούμενη εμπειρία των επιχειρήσεων σε ΕήΣ, το τίμημα το οποίο κατέβαλλαν και τον αριθμό των εναλλακτικών στόχων που ταυτόχρονα διερευνούσαν.

Στην **τρίτη ενότητα** περιγράφεται ο βαθμός στον οποίο οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις είχαν προετοιμάσει τις κινήσεις που θα έκαναν μετά την υπογραφή της συμφωνίας εξαγοράς.

Στην **τέταρτη ενότητα** παρουσιάζεται η επικοινωνιακή προσπάθεια των επιχειρήσεων μετά την ΕήΣ.

Τέλος στην **πέμπτη ενότητα** παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που αναφέρονται στην χρηματοοικονομική επιτυχία της ΕήΣ, στην υλοποίηση των προσδοκιών για συνέργιες κ.α.

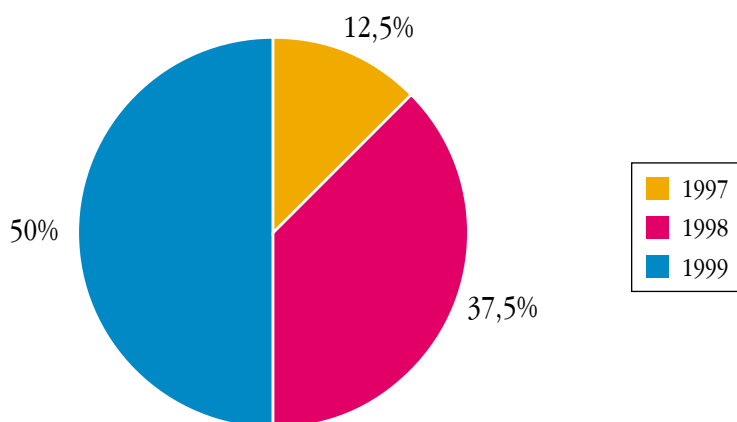


# περιγραφικά στοιχεία του δείγματος

## Επιαχυνόμενη αύξηση των ΕήΣ εντός της τριετίας 1997-1999

Οι μισές από τις ΕήΣ που μελετήσαμε (36 περιπτώσεις) πραγματοποιήθηκαν το 1999, με το έτος 1998 να περιλαμβάνει το 37,5% του δείγματός μας (27 περιπτώσεις). Το υπόλοιπο 12,5% (9 περιπτώσεις) πραγματοποιήθηκε το 1997. Αυτό καταδεικνύει μια σημαντική 'επιτάχυνση' του ρυθμού ΕήΣ από έτος σε έτος. Το γεγονός ότι σύμφωνα με υπολογισμούς μας ο αριθμός των ΕήΣ το έτος 2000 ανέρχεται σε 95, ενώ το σύνολο των ΕήΣ την τριετία 97-99 ήταν 245, δείχνει την αυξανόμενη έμφαση που έδωσαν οι ελληνικές επιχειρήσεις στην ανάπτυξή τους μέσω ΕήΣ. Ο ρυθμός αυτός ανεκόπη σε μεγάλο βαθμό κατά το 2001, κάτι που παρατηρήθηκε και σε παγκόσμιο επίπεδο.

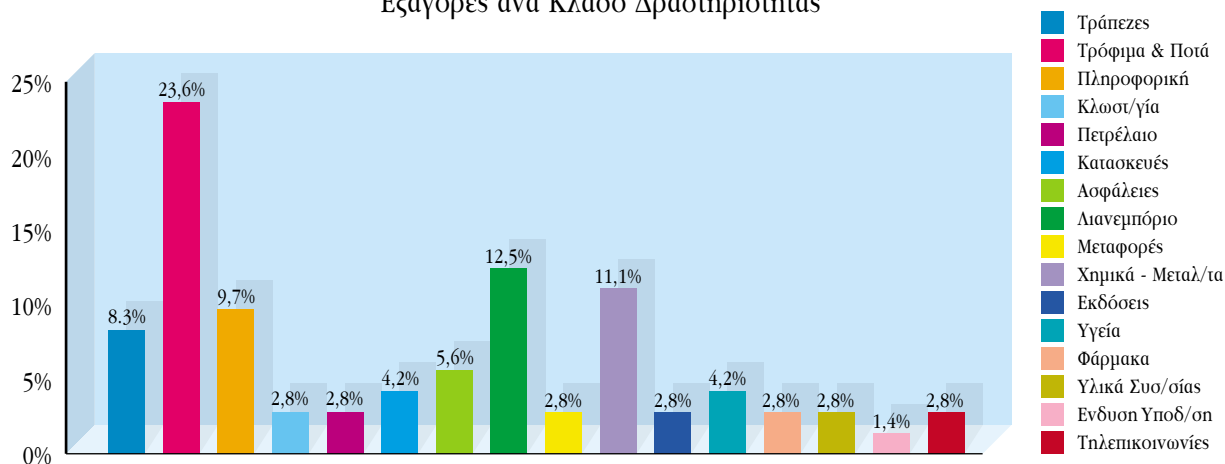
Αριθμός Ε&Σ, ανά έτος



## Τα τρόφιμα είναι οι πρωταθλητές των ΕήΣ

Ο κλάδος των τροφίμων-ποτών είναι ο άτυπος 'πρωταθλητής' των ΕήΣ, πραγματοποιώντας περίπου μία στις τέσσερις εξαγορές (23,6%) των επιχειρήσεων του δείγματός μας. Αυτό καταδεικνύει το δυναμισμό του συγκεκριμένου κλάδου ο οποίος αποτελείται από επιχειρήσεις που έχουν σημαντικό διεθνή προσανατολισμό και κινούνται επιθετικά με στόχο τη μεγέθυνση και ισχυροποίησή τους. Ακολουθούν οι τομείς του λιανεμπορίου (12,5% των ΕήΣ του δείγματος), χημικά μέταλλα (11,1%), πληροφορική (9,7%) και τράπεζες (8,3%).

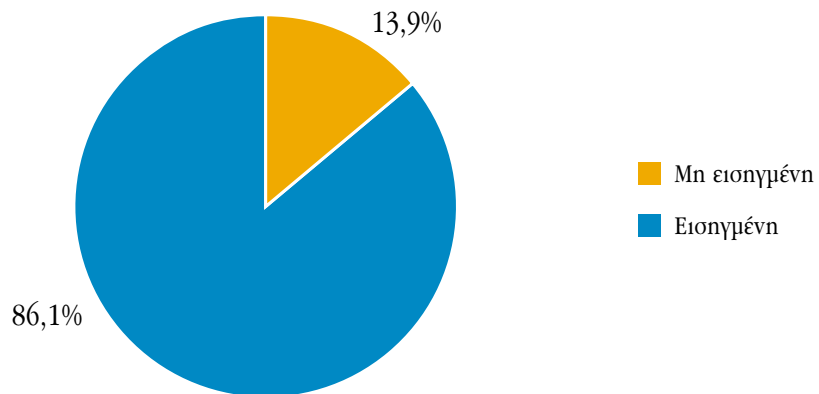
Εξαγορές ανά Κλάδο Δραστηριότητας



### Η εισηγμένες στο ΧΑΑ είναι και οι πδέον δραστήριες σε θέματα ΕήΣ

Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων (86.1%) του δείγματος είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ. Μόλις 13.9% των ΕήΣ του δείγματος έγιναν από μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Αυτό είναι εύλογο καθώς οι εισηγμένες μπορούσαν με οχευική ευκολία να αντλούν ση-μαντικά κεφάλαια, μέρος των οποίων χρησιμοποιήθηκε για ΕήΣ.

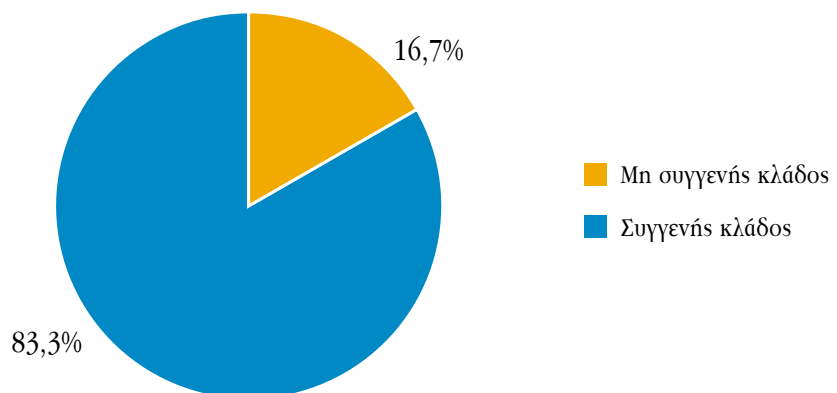
Κατανομή των επιχειρήσεων του δείγματος ανάλογα με το αν είναι εισηγμένες ή όχι στο Χ.Α.Α.



### Έμφαση σε συσχετισμένες εξαγορές

Η μεγάλη πλειοψηφία των επιχειρήσεων (83.3%) προτιμούν να διενεργούν ΕήΣ με επιχειρήσεις οι οποίες είναι είτε άμεσοι ανταγωνιστές (οριζόντιες ΕήΣ), είτε ανήκουν σε συγγενείς κλάδους (συσχετισμένες ΕήΣ). Μόλις το 16.7% των ΕήΣ επεκτείνονται σε κλάδους που δεν είναι συγγενείς (αουσχέτιοτες ΕήΣ). Οι κινήσεις των ελληνικών επιχειρήσεων βρίσκονται σε συμφωνία με τη διεθνή πρακτική την τελευταία δεκαετία, η οποία ευνοεί στρατηγικές επιλογές εοτίασης και ανάπτυξης σε συγγενείς δραστηριότητες με γνώμονα την επίτευξη συνεργιών.

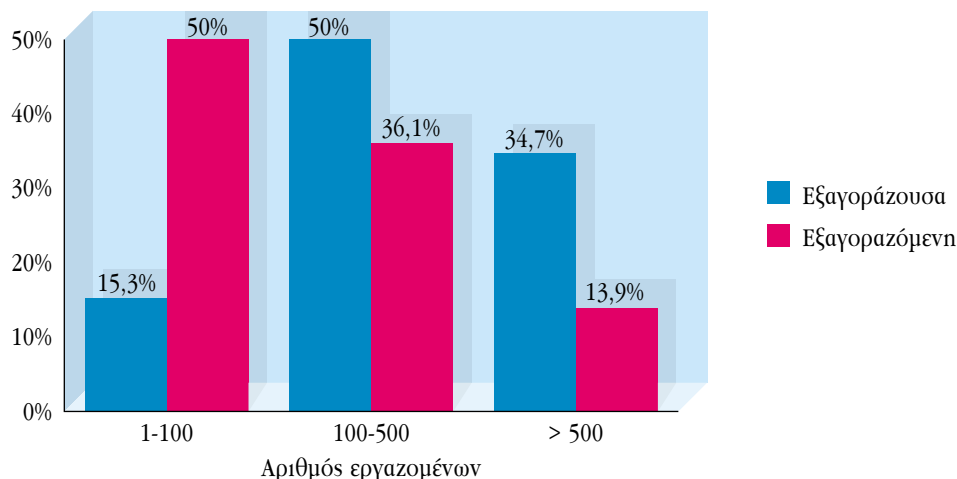
Ποσοστιαία κατανομή των Ε ή Σ, βάση του βαθμού "συγγένειας" των κλάδων της επιχειρήσης-στόχου και της επιχειρήσης-αγοραστή



### Οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις είναι μεγαλύτερες από τις εξαγοραζόμενες

Χωρίσαμε το δείγμα σε 'εξαγοράζουσες' και 'εξαγοραζόμενες' ακόμα και στις πολύ λίγες περιπτώσεις εκείνες που θα χαρακτηρίζαμε ως 'συγχωνεύσεις μεταξύ ίσων'. Αυτό που προκύπτει είναι ότι οι 'εξαγοράζουσες' κατά μέσο όρο είναι σημαντικά μεγαλύτερες από τις 'εξαγοραζόμενες'. Για παράδειγμα το 34,7% των 'εξαγοραζουσών' είναι επιχειρήσεις οι οποίες απασχολούν περισσότερα από 501 εργαζομένους. Αντίθετα μόλις το 13,9% των 'εξαγορασθεισών' βρίσκονται στην κατηγορία αυτή. Το ίδιο ισχύει και για τις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις (101-500 εργαζομένους). Η διεθνής έρευνα ισχυρίζεται ότι οι ΕήΣ που περιλαμβάνουν μια μεγαλύτερη και μια μικρότερη επιχείρηση έχουν σημαντικά μεγαλύτερες πιθανότητες επιτυχίας έναντι επιχειρήσεων που είναι και οι δύο μεγάλες σε μέγεθος.

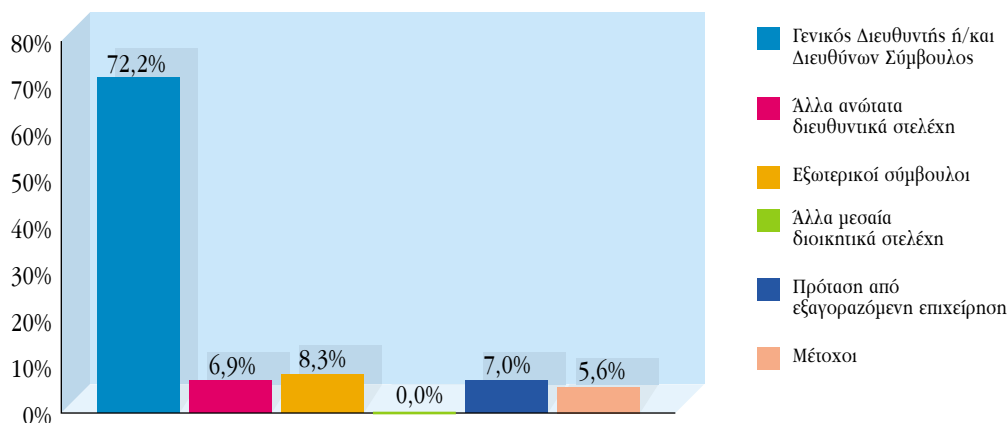
Ποσοστιαία κατανομή επιχ/σεων ανάλογα με τον αριθμό των εργαζομένων τους



### Ο Διευθύνων Σύμβουλος φαίνεται να έχει τον πρώτο λόγο

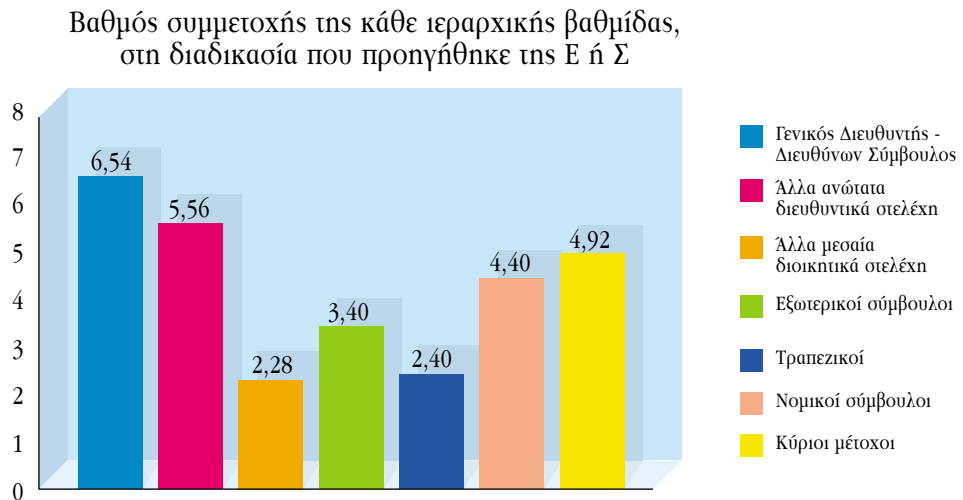
Οι ΕήΣ είναι μεταξύ των πιο σημαντικών στρατηγικών αποφάσεων που μπορεί να πάρει μια επιχείρηση. Κατά συνέπεια δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι το 72,2% των στελεχών δήλωσαν ότι η αρχική ιδέα για την ΕήΣ προήλθε από τον ίδιο τον ΓΔ ή ΔΣ της επιχείρησης. Είναι ενδιαφέρον να τονιστεί ο ρόλος των εξωτερικών συμβούλων (8,3% των περιπτώσεων). Τέλος στο 7% των περιπτώσεων η όλη διαδικασία ξεκίνησε μετά από πρόταση της 'εξαγοραζόμενης' επιχείρησης.

Προέλευση αρχικής ιδέας για Ε ή Σ



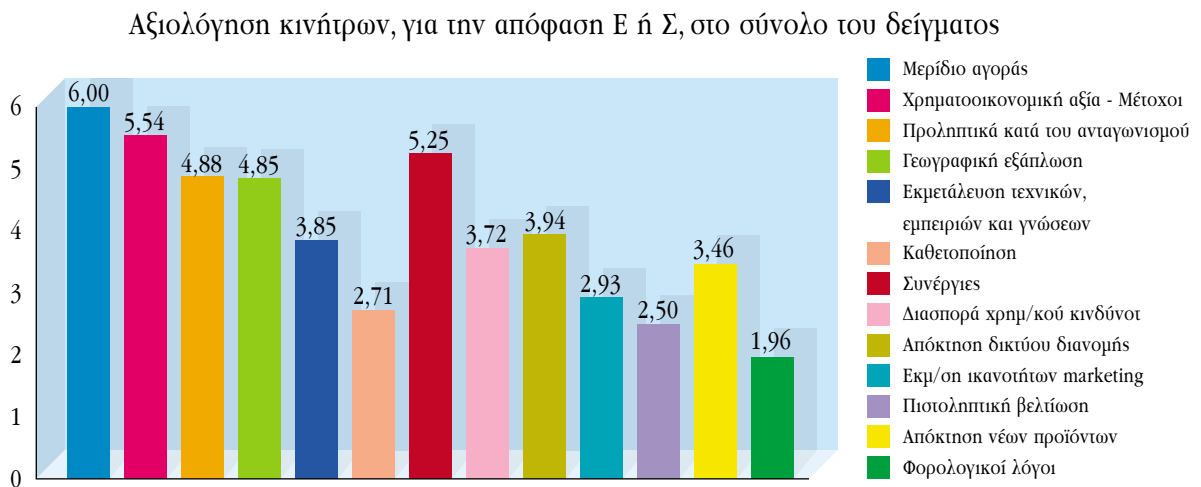
### Ο ρόλος της ανώτατης διοίκησης στην όδη διαδικασία

Όπως αναμενόταν, ο ρόλος του Διευθύνοντος Συμβούλου στην όλη διαδικασία λήψης της απόφασης είναι ιδιαίτερα σημαντικός (μέσος όρος 6.54 σε επταβάθμια κλίμακα). Ακολουθούν τα άλλα ανώτατα διευθυντικά στελέχη καθώς και μερικοί από τους κύριους μετόχους οι οποίοι έχουν λόγο στην απόφαση.



### Βασικό κίνητρο σύναψης ΕήΣ η μεγέθυνση

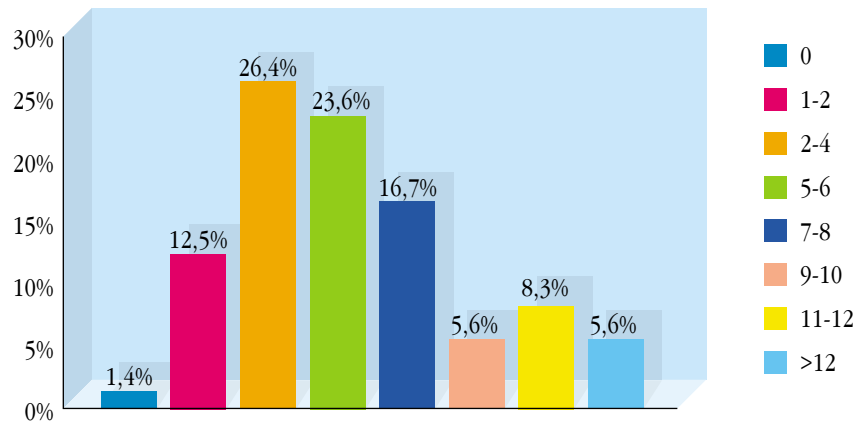
Κυρίαρχο κίνητρο σύναψης μιας ΕήΣ αποτελεί η μεγέθυνση των μεριδίων αγοράς (μέσος όρος 6.00 σε επταβάθμια κλίμακα). Οι ελληνικές επιχειρήσεις, κατά συνέπεια, οδηγούνται σε ΕήΣ στην προσπάθειά τους να αυξήσουν την επιρροή τους στην αγορά έναντι των ανταγωνιστών. Δεύτερο σε σημασία κίνητρο αποτελεί η προσφορά αξίας στο μέτοχο (μέσος όρος 5.54 σε επταβάθμια κλίμακα). Ακολουθεί η προσδοκία επίτευξης συνεργιών (μέσος 5.25).



### Το 64% των ΕήΣ ολοκληρώνονται εντός εξαμήνου

Περισσότερες από τις μισές ΕήΣ (64%) ολοκληρώνονται εντός εξαμήνου από την έναρξη των διαπραγματεύσεων. Μόλις ένα 5.6% των ΕήΣ ολοκληρώνονται μετά την παρέλευση έτους από την έναρξη των διαπραγματεύσεων.

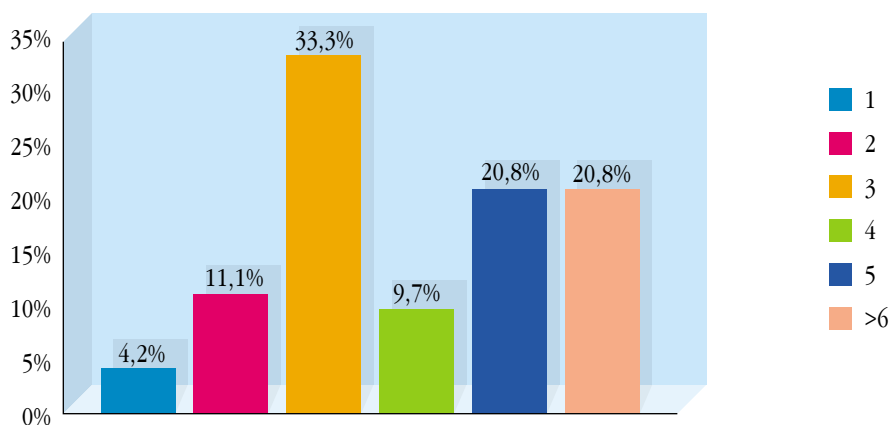
Αριθμός μηνών, από την έναρξη των συζητήσεων έως την ολοκλήρωση της Ε ή Σ



### Μια στις τρεις επιχειρήσεις εκτιμούν ότι η ΕήΣ θα τις επηρεάσει σημαντικά για τα επόμενα τρία χρόνια

Το 33% των ελληνικών επιχειρήσεων εκτιμούν ότι η ΕήΣ θα έχει σημαντικές επιδράσεις (σε στρατηγικά, οργανωτικά, και χρηματοοικονομικά θέματα) για μια τριετία μετά τη σύναψη της συμφωνίας. Επίσης ένα ποσοστό που ξεπερνά το 40% διαβλέπει σημαντικές επιδράσεις για την επόμενη πενταετία. Αυτό είναι θετικό καθώς δείχνει μια αρχική εικόνα συνειδητοποίησης του πόσο μεγάλης σημασίας είναι οι στρατηγικές αυτές κινήσεις (και ενδεχομένως και εγρήγορης για την α-ντιμετώπιση των συνεπειών).

Πόσα χρόνια εκτιμούν οι εξαγοράζουσες ότι η Ε ή Σ θα τις επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό (π.χ. Στρατηγικά οργανωτικά, χρηματοοικονομικά)

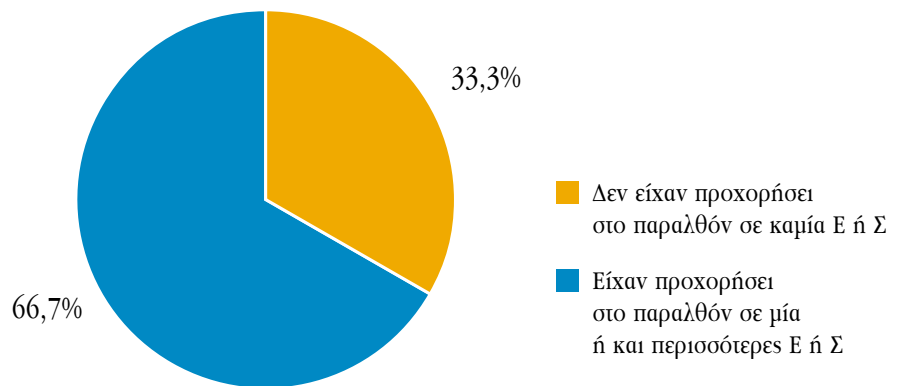


# εμπειρία σε Ε ή Σ, ύπαρξη εναλλακτικών στόχων, καταβληθέν τίμημα

## Η πδειοψηφία των επιχειρήσεων του δείγματος είχαν ήδη εμπειρία ΕήΣ

Η ΕήΣ που μελετήσαμε ήταν για μία στις τρεις επιχειρήσεις του δείγματος η πρώτη τους στρατηγική κίνηση αυτού του είδους. Οι υπόλοιπες επιχειρήσεις του δείγματος είχαν ήδη συνάψει τουλάχιστον άλλη μια ΕήΣ, πριν από την συγκεκριμένη που εμείς μελετήσαμε. Από περαιτέρω ανάλυση των στοιχείων προκύπτει ότι σχεδόν μια στις πέντε επιχειρήσεις (ποσοστό 17.8% του δείγματος) είχαν ήδη συνάψει τουλάχιστον πέντε συμφωνίες ΕήΣ. Μάλιστα τρεις από τις 72 εταιρείες του δείγματος ήταν ιδιαίτερα δραστήριες έχοντας ήδη συνάψει δέκα ή περισσότερες ΕήΣ.

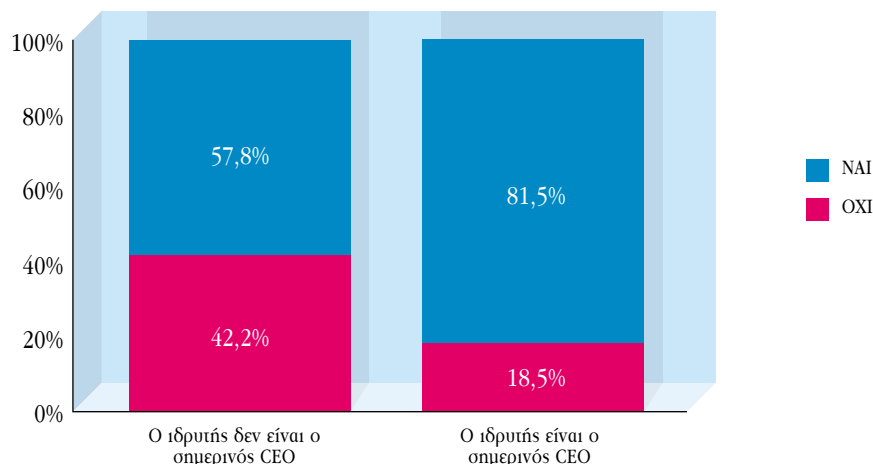
Ποσοστιαία κατανομή επιχειρήσεων ανάλογα με την προηγούμενη εμπειρία τους σε Ε&Σ



## Οι επιχειρηματίες-ιδρυτές είναι οι πλέον δραστήριοι επιχειρηματίες

Οι πλέον δραστήριες επιχειρήσεις σε θέματα ΕήΣ είναι αυτές των οποίων οι σημερινοί ηγέτες είναι και οι ιδρυτές τους. Όπως προκύπτει από το δείγμα μας οι επιχειρήσεις των οποίων επικεφαλής είναι οι ιδρυτές τους σε ποσοστό 81.5% είχαν ήδη πραγματοποιήσει ΕήΣ πριν από τη συγκεκριμένη που εμείς μελετήσαμε. Αντίθετα οι επιχειρήσεις των οποίων ηγούνται στελέχη που όμως δεν είναι ιδρυτές τους είχαν εμπειρία ΕήΣ μόνο σε ποσοστό 57.8%.

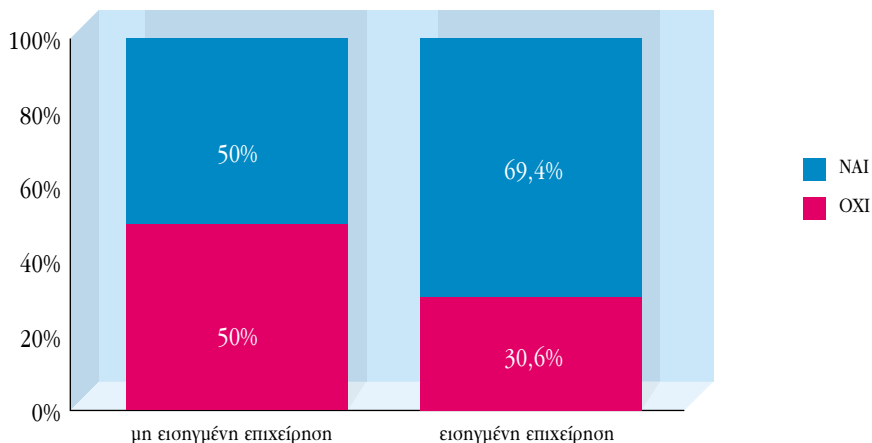
Ποσοστιαία κατανομή επιχειρήσεων ανάλογα με το αν στο παρελθόν είχαν πραγματοποιήσει τουλάχιστον μία ΕήΣ και ανάλογα με το αν ο ιδρυτής της επιχείρησης είναι ανώτατο διοικητικό στέλεχος



**Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ είναι πιο ενεργές σε θέματα ΕήΣ**

Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις είχαν ήδη εμπειρία ΕήΣ σε ποσοστό που προσεγγίζει το 70%. Αντίθετα μόνο οι μισές από τις μη εισηγμένες είχαν στο παρελθόν συνάψει συμφωνία ΕήΣ. Αυτό καταδεικνύει ενδεχομένως την πίεση που δέχονταν οι εισηγμένες να δείξουν μεγαλύτερα κέρδη και να ικανοποιήσουν τους μετόχους. Η πίεση αυτή συχνά μεταφράζεται σε επεκτατικές κινήσεις μέσω ΕήΣ. Μια άλλη ερμηνεία του φαινομένου είναι ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις είχαν τη δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια από το ΧΑΑ, μέρος των οποίων διοχετεύθηκε σε ΕήΣ.

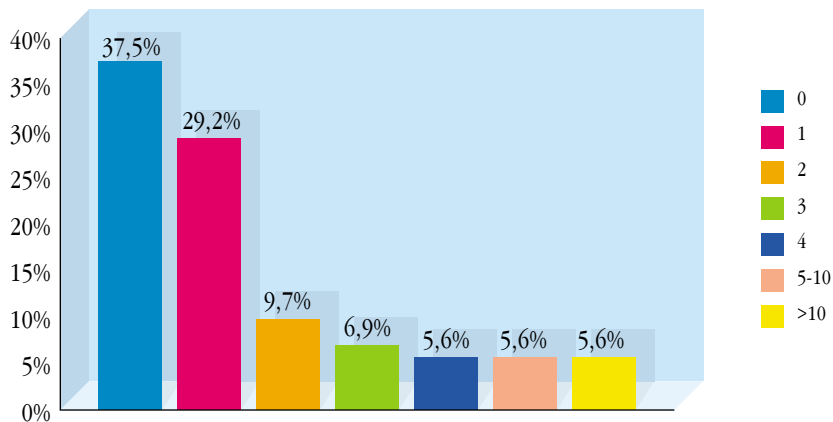
Ποσοστιαία κατανομή επιχειρήσεων ανάλογα με το αν στο παρελθόν είχαν πραγματοποιήσει τουλάχιστον μία ΕήΣ και ανάλογα με το αν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.



**Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων του δείγματος προχώρησαν και σε νέες ΕήΣ**

Η επιχείρησης του δείγματος σε ποσοστό 66.7% προχώρησαν και σε νέες συμφωνίες ΕήΣ μετά από αυτήν που εμείς μελετήσαμε. Μόνο ένα ποσοστό της τάξης του 37% δεν προχώρησε σε νέες συμφωνίες. Αντίθετα περίπου 10 από τις επιχειρήσεις του δείγματος προχώρησαν σε περισσότερες από 5 ΕήΣ η κάθε μία!

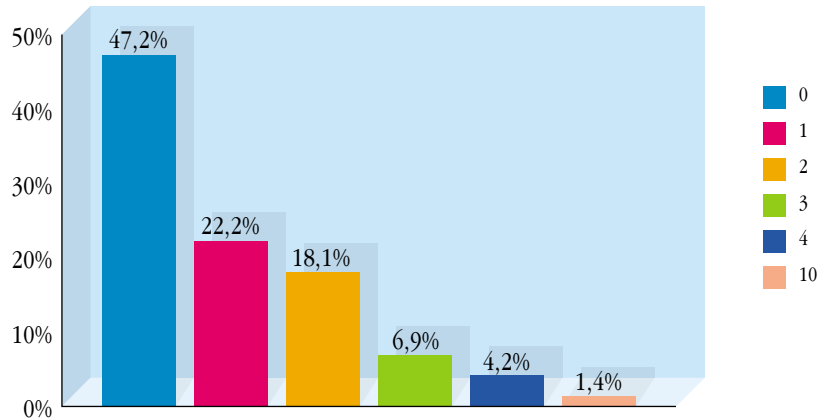
Αριθμός Ε&Σ, μετά τη συμφωνία



**Μια στις δύο επιχειρήσεις εξετάζει ταυτόχρονα πολλαπλούς στόχους**

Μια στις δύο επιχειρήσεις του δείγματος (47.2%) στη συγκεκριμένη ΕήΣ είχε μόνο μία επιχείρηση στόχο προς ΕήΣ. Από τις υπόλοιπες, μια στις πέντε (ποσοστό 22.2%) μελετούσε ταυτόχρονα έναν δεύτερο στόχο προς ΕήΣ. Είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι τέσσερις από τις επιχειρήσεις του δείγματος μελετούσαν ταυτόχρονα τουλάχιστον άλλες τέσσερις επιχειρήσεις-στόχους.

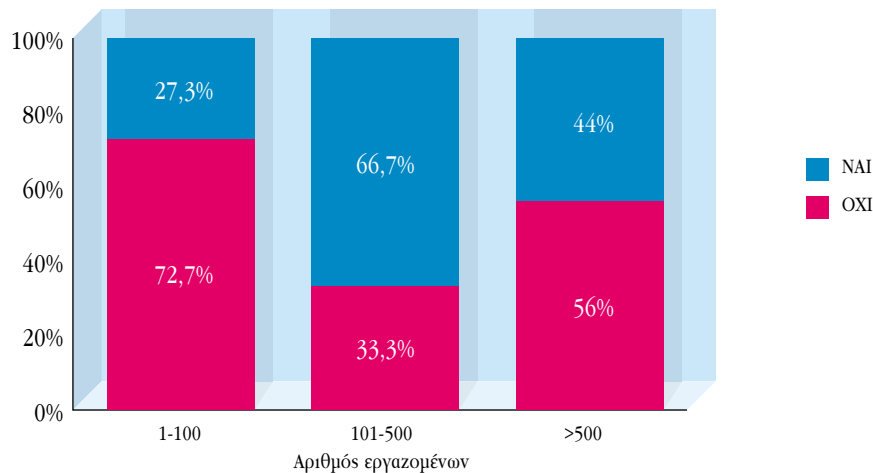
Αριθμός εναλλακτικών επιχειρήσεων-στόχων για την Ε ή Σ



**Το μέγεθος της επιχείρησης διαφοροποιεί την ύπαρξη εναλλακτικών στόχων προς ΕήΣ**

Οι μικρές σε μέγεθος επιχειρήσεις του δείγματος (μικρότερες από 100 εργαζομένους) σε ποσοστό 72.7% δεν εξετάζαν εναλλακτικούς στόχους. Εστίαζαν απλά σε μια επιχείρηση-στόχο και με αυτή προχωρούσαν ή δεν προχωρούσαν σε συμφωνία. Τα ποσοστά αυτά στις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις (101-500 εργαζομένους) είναι διαμετρικά αντίθετα. Το 66.7% από αυτές εξετάζουν εναλλακτικούς στόχους πριν την ολοκλήρωση μιας ΕήΣ. Οι μεγάλες επιχειρήσεις (με περισσότερους από 501 εργαζομένους) παρουσιάζουν μια ενδιάμεση συμπεριφορά.

Ύπαρξη εναλλακτικών επιχειρήσεων-στόχων, ανάλογα με τον αριθμό των εργαζομένων

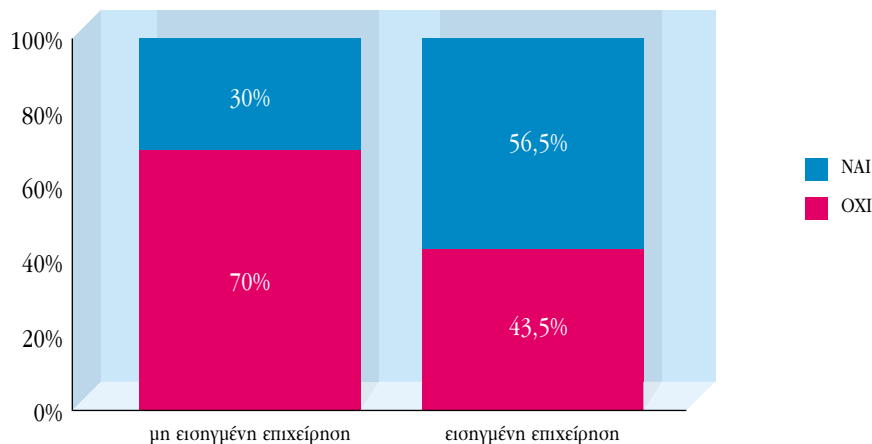




**Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις διερευνούν περισσότερους στόχους**

Μόνο το 30% των επιχειρήσεων εκτός ΧΑΑ διερευνούν εναλλακτικούς στόχους όταν ενδιαφέρονται να συνάψουν ΕήΣ. Αντίθετα, το 56% των εισηγμένων επιχειρήσεων εξετάζουν περισσότερες από μια επιχειρήσεις στόχους. Περαιτέρω ανάλυση του δείγματος μας αποκαλύπτει ορισμένα ενδιαφέροντα στατιστικά στοιχεία. Οι μη εισηγμένες επιχειρήσεις σε ποσοστό 33.3% διερευνούν μέχρι δύο επιχειρήσεις-στόχους το πολύ. Αντίθετα μια στις τέσσερις επιχειρήσεις εντός ΧΑΑ (ποσοστό 25.8%) εξετάζουν τρεις ή περισσότερες επιχειρήσεις στόχους.

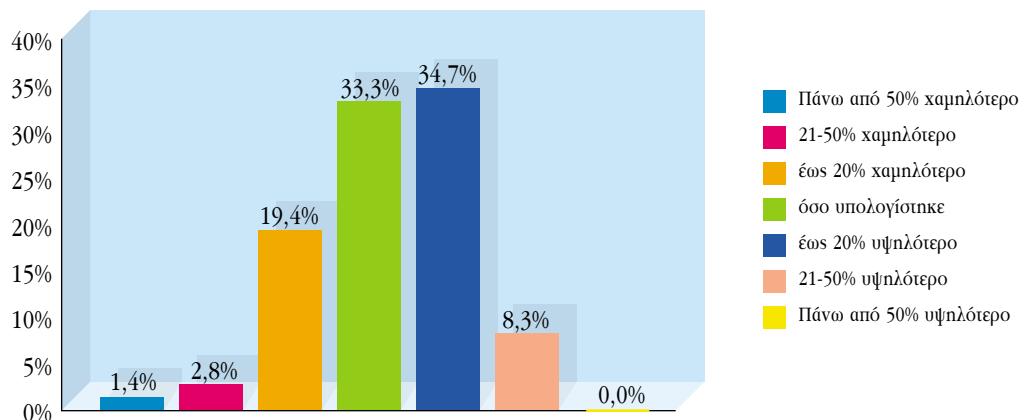
**Υπαρξη εναλλακτικών επιχειρήσεων-στόχων, ανάλογα με το αν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.**



**Κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις πληρώνουν τιμήματα μεγαλύτερα των αρχικά εκτιμώμενων**

Θελήσαμε να ρωτήσουμε τα στελέχη σχετικά με το τίμημα που καταβλήθηκε για την συμφωνία. Καθώς γνωρίζαμε ότι πολλές φορές η πληροφόρηση αυτή είναι απόρρητη ρωτήσαμε τα στελέχη να μας απαντήσουν πόσο μεγαλύτερο ή μικρότερο ποσοστιαία ήταν το τίμημα σε σχέση με τις αρχικές τους εκτιμήσεις. Η ανάλυση των στοιχείων μας αποκαλύπτει ότι ένα ποσοστό που προσεγγίζει το 35% των επιχειρήσεων καταβάλλει τίμημα που ξεπερνά τις αρχικές εκτιμήσεις μέχρι και κατά 20%. Ένα άλλο ποσοστό που προσεγγίζει το 10% ξεπερνά τις αρχικές εκτιμήσεις κατά ποσοστό από 20-50%. Τέλος ένα 20% των επιχειρήσεων καταβάλλει τίμημα μέχρι 20% χαμηλότερο των εκτιμήσεων, και μια στις τρεις επιχειρήσεις πληρώνει όσο αρχικά υπολόγιζε.

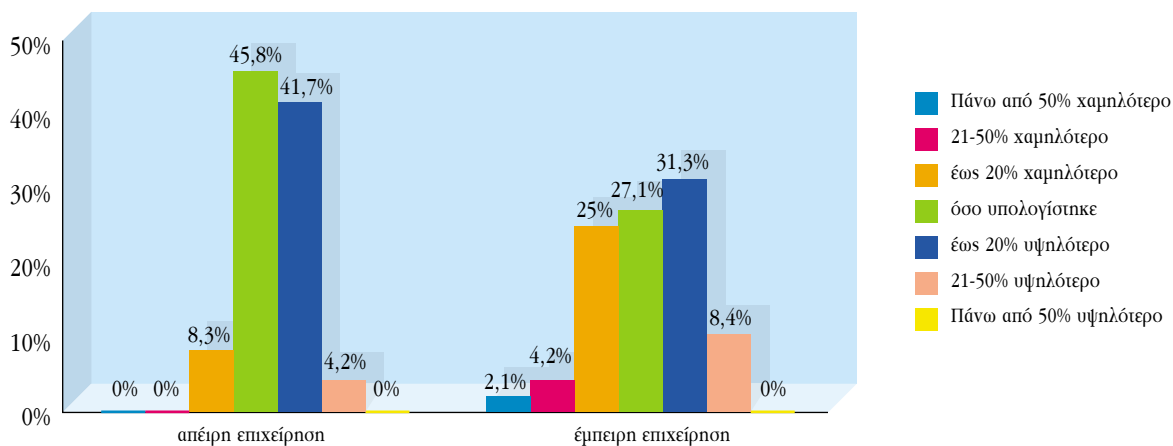
**Σχέση καταβληθέντος τιμήματος με εκτιμώμενο**



Οι έμπειρες επιχειρήσεις κατά μέσο όρο πληρώνουν διγότερα από τις αρχικές εκτιμήσεις.

Οι επιχειρήσεις του δείγματος οι οποίες είχαν προηγούμενη εμπειρία σε ΕήΣ καταφέρνουν κατά μέσο όρο να μειώνουν το τίμημα. Για παράδειγμα μια στις τέσσερις από τις έμπειρες επιχειρήσεις πληρώνουν έως και 20% λιγότερα των αναμενόμενων. Το ποσοστό αυτό για τις άπειρες ανέρχεται στο 8.3%. Επίσης το 31% των έμπειρων πληρώνει τίμημα που είναι έως και 20% μεγαλύτερο του αναμενόμενου σε αντίθεση με τις άπειρες στις οποίες το ποσοστό αυτό ανέρχεται σε 42%.

Σχέση υπολογιζόμενου και καταβληθέντος τιμήματος ανάλογα με το αν η επιχείρηση είχε προηγούμενη εμπειρία από Ε ή Σ



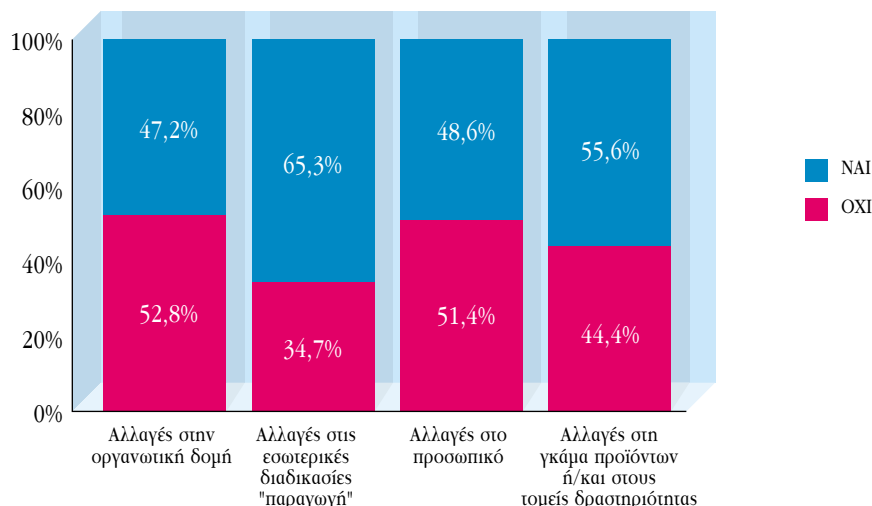
# προετοιμασία αλλαγών πριν την Ε ή Σ

Όπως είδαμε στο θεωρητικό τμήμα του παρόντος η διεθνής βιβλιογραφία διατείνεται ότι μεταξύ των κρίσιμων σημείων για την επιτυχία ή αποτυχία μιας ΕήΣ αποτελεί η ικανότητα των επιχειρήσεων να προετοιμαστούν αποτελεσματικά πριν από την σύναψη συμφωνίας ΕήΣ. Η προετοιμασία αυτή πρέπει να αφορά μια σειρά μεταβλητών που σχετίζονται με τις προτεινόμενες αλλαγές πχ στην οργάνωση, τις αλλαγές στις εσωτερικές διαδικασίες-‘παραγωγή’, αλλαγές στο προσωπικό, και τέλος αλλαγές στη γκάμα των προϊόντων και τους τομείς δραστηριοποίησης. Ρωτήσαμε τις επιχειρήσεις σχετικά, και στη συνέχεια παραθέτουμε τις απαντήσεις τους.

## Περίπου μια στις δυο επιχειρήσεις έχει σχεδιάσει τις κινήσεις της

Κατά μέσο όρο περίπου μια στις δύο επιχειρήσεις έχει προετοιμάσει τις κινήσεις αλλαγών που θα γίνουν την επόμενη ημέρα της ΕήΣ. Για παράδειγμα το 52.8% έχουν προετοιμάσει σχέδια αλλαγής σε θέματα οργάνωσης. Μόλις το 35% των επιχειρήσεων του δείγματος έχουν προετοιμάσει τις αλλαγές στις εσωτερικές διαδικασίες. Οι μισές επιχειρήσεις έχουν προσχεδιάσει τις αλλαγές που προτίθενται να επιφέρουν στο προσωπικό. Τέλος μόλις το 44% των επιχειρήσεων του δείγματος έχουν σχέδια αλλαγής σχετικά με τα προϊόντα και τους τομείς δραστηριότητας. Σε κάθε περίπτωση τα ποσοστά αυτά δείχνουν μια κάποια ‘πλημμεχλή προετοιμασία’ στην αντιμετώπιση των προβλημάτων που συνήθως συνεπάγεται μια τόσο στρατηγικής σημασίας απόφαση όπως μια ΕήΣ.

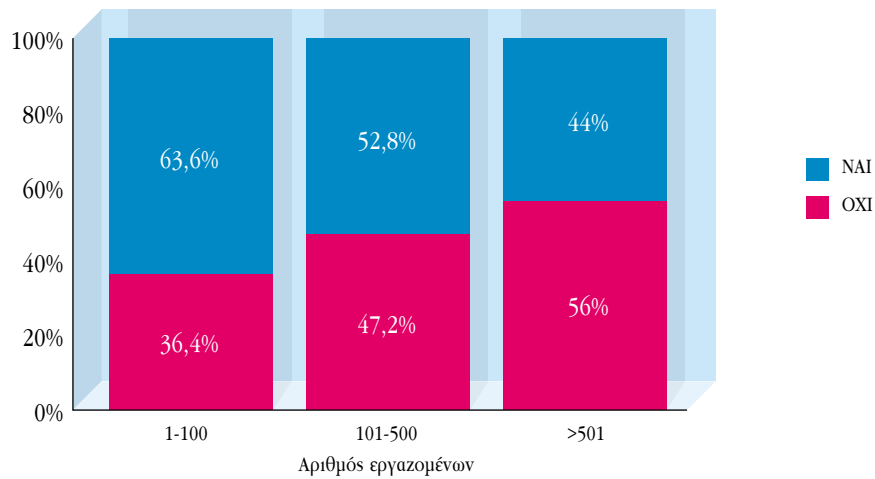
Ύπαρξη σχεδίων αλλαγών, πριν την Ε ή Σ



## Το μέγεθος επηρεάζει το βαθμό προετοιμασίας

Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας καταδεικνύουν ότι το μέγεθος επηρεάζει αρνητικά το βαθμό προετοιμασίας των επιχειρήσεων σχετικά με το προσωπικό. Για παράδειγμα μόνο το 44% των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν καταρτίσει γραπτά σχέδια αλλαγών σε σχέση με το προσωπικό. Αντίθετα οι μικρές κάνουν το ίδιο σε ποσοστό 63.6%. Το αποτέλεσμα αυτό δεν εξηγείται με βάση τη λογική, καθώς αναμένουμε οι μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις να είναι πιο οργανωμένες και να προσεγγίζουν αυτές τις διαδικασίες πιο ορθολογικά. Η μόνη υπόθεση που θα μπορούσε να γίνει, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαίτερες συνθήκες που επικρατούσαν τη συγκεκριμένη περίοδο, είναι ότι οι μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις, τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, περνούσαν από τη μία εξαγορά στην επόμενη χωρίς να δίνουν τη δέουσα προσοχή.

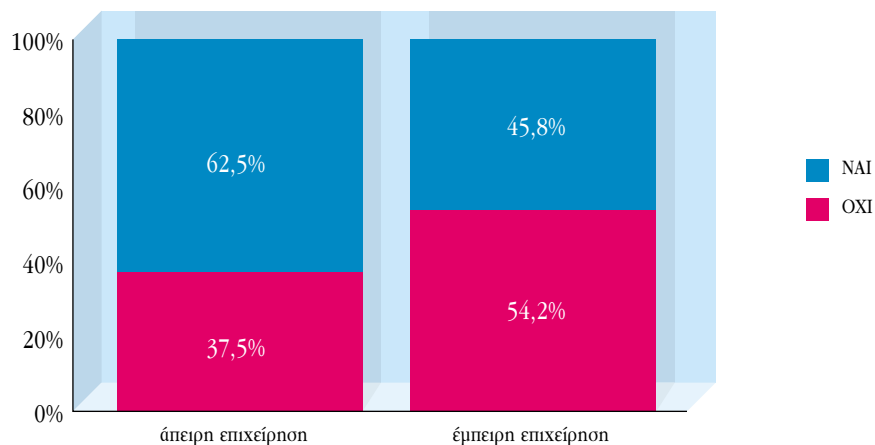
### Υπαρξη σχεδίων αλλαγών, σχετικών με το προσωπικό, βάσει του αριθμού εργαζομένων



### Οι έμπειρες επιχειρήσεις σε θέματα ΕήΣ δεν σχεδιάζουν εκ των προτέρων τις κινήσεις τους

Οι άπειρες σε θέματα ΕήΣ επιχειρήσεις (δηλαδή αυτές για τις οποίες η ΕήΣ που μελετήσαμε ήταν και η πρώτη τους εμπειρία), είχαν σε ποσοστό 62.5% προγραμματίσει τις κινήσεις τους σχετικά με το προσωπικό την επόμενη ημέρα της ΕήΣ. Το παράδοξο αποτέλεσμα είναι ότι μόνο το 45.8% των έμπειρων επιχειρήσεων κάνει το ίδιο. Το αποτέλεσμα αυτό, επίσης αντιφατικό και μη αναμενόμενο, έρχεται να ενισχύσει την υπόθεση που αναπτύξαμε προηγουμένως, ότι πολλές από τις έμπειρες και ενδεχομένως σχετικά μεγάλες σε μέγεθος επιχειρήσεις, ήταν 'ιδιαίτερα απασχολημένες' με τις επόμενες κινήσεις ΕήΣ και δεν σχεδίαζαν αποτελεσματικά τις κινήσεις τους όσον αφορά τις παρούσες ΕήΣ.

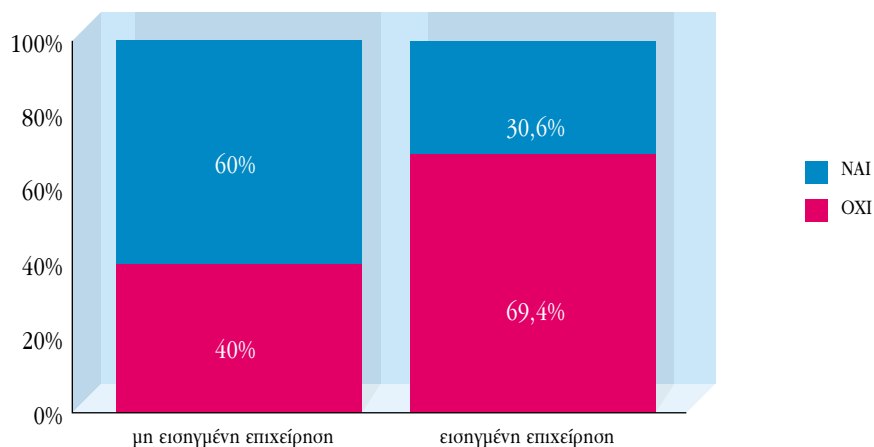
### Υπαρξη σχεδίων αλλαγών, σχετικών με το προσωπικό, ανάλογα με το αν η επιχείρηση έχει προηγούμενη εμπειρία από μία ΕήΣ



### Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ δεν σχεδιάζουν εκ των προτέρων τις αλλαγές σε εσωτερικές διαδικασίες-παραγωγή

Είναι ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε ότι οι μη εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις σε ποσοστό 60% σχεδιάζουν εκ των προτέρων τις κινήσεις τους σε σχέση με αλλαγές στις εσωτερικές διαδικασίες-παραγωγή. Το ίδιο ισχύει σε ποσοστό μόλις 30,6% για τις εισηγμένες. Και το αποτέλεσμα αυτό είναι μη αναμενόμενο και θα μπορούσε να εξηγηθεί σε συνδυασμό με αυτά που αναφέρθηκαν προηγουμένως.

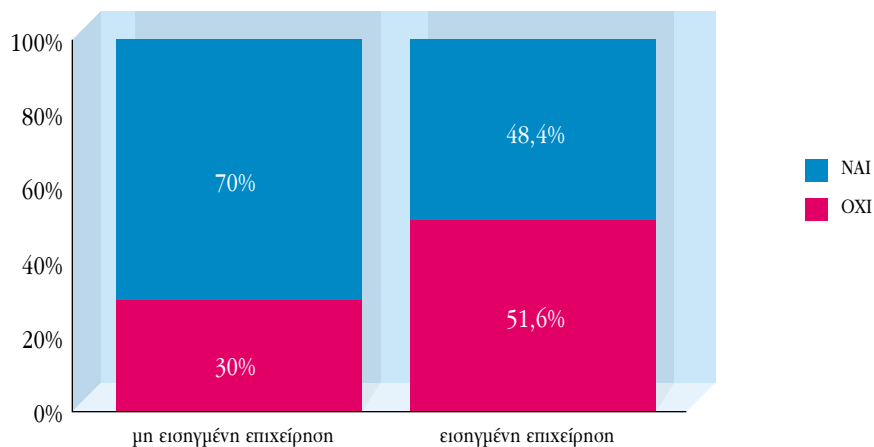
#### Υπαρξη σχεδίων αλλαγών, σχετικών με τις εσωτερικές διαδικασίες-"παραγωγή", ανάλογα με το αν οι επιχειρήσεις είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.



### Οι μη εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις σχεδιάζουν τις αλλαγές στο προσωπικό

Επτά στις δέκα μη εισηγμένες διαθέτουν σχέδια αλλαγών σχετικά με το προσωπικό όταν μόλις οι μισές (48,4%) των εισηγμένων δηλώνουν ότι έχουν πράξει το ίδιο.

#### Υπαρξη σχεδίων αλλαγών, σχετικών με το προσωπικό, ανάλογα με το αν οι επιχειρήσεις είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.

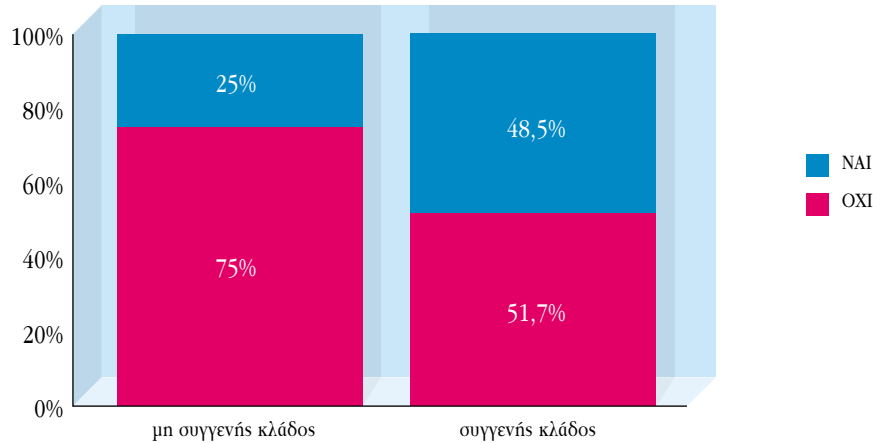


**Οι επιχειρήσεις δημιουργούν σχέδια αλλαγών όταν επεκτείνονται σε μη συγγενείς κλάδους**

Η συντριπτική πλειοψηφία (75%) των επιχειρήσεων που μέσω μιας ΕήΣ επεκτείνονται σε μη συγγενείς κλάδους διαθέτουν σχέδια αλλαγών σχετικά με τη γκάμα προϊόντων και τους τομείς δραστηριότητας. Τα αντίστοιχα ποσοστά των επιχειρήσεων που αναπτύσσονται σε συγγενείς τομείς δραστηριότητας οριακά ξεπερνούν το 50%.

Τελευταία αποθήκευση από

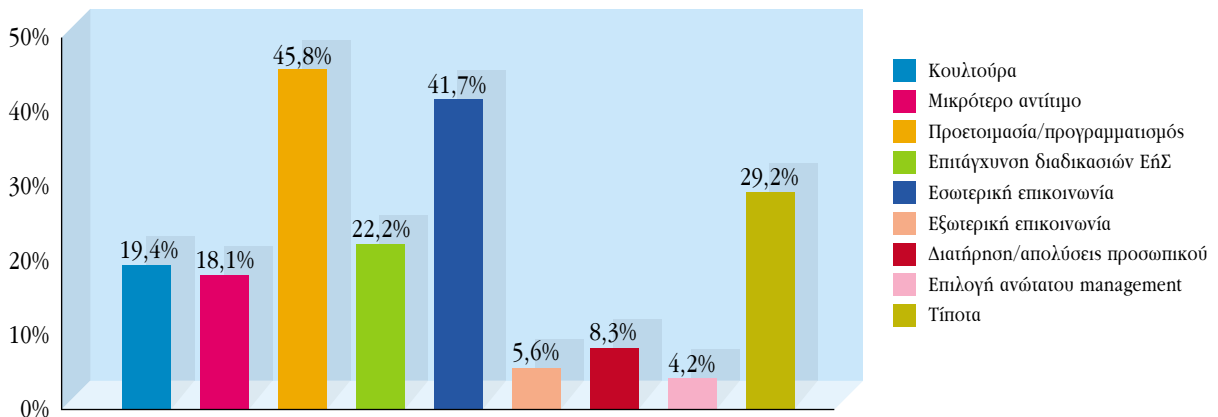
**Υπαρξη σχεδίων αλλαγών, σχετικών με τη γκάμα προϊόντων ή/και τους τομείς δραστηριότητας, ανάλογα με το βαθμό "συγγένειας" των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων που Ε ή Σ**



**Οι επιχειρήσεις θα έδιναν μεγαλύτερη έμφαση στην καλύτερη προετοιμασία πριν την ΕήΣ**

Ρωτήσαμε τις επιχειρήσεις τι θα άλλαζαν αν τους δινόταν μια δεύτερη ευκαιρία, στον τρόπο που προσέγγισαν την συγκεκριμένη ΕήΣ. Το 46% από αυτές απάντησε ότι θα έδινε μεγαλύτερη έμφαση στην καλύτερη προετοιμασία/προγραμματισμό πριν την ΕήΣ. Το 42% των επιχειρήσεων θα έδινε μεγαλύτερη έμφαση στην εσωτερική επικοινωνία.

**Που θα ήθελαν να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση οι εταιρίες στη διαδικασία ΕήΣ**

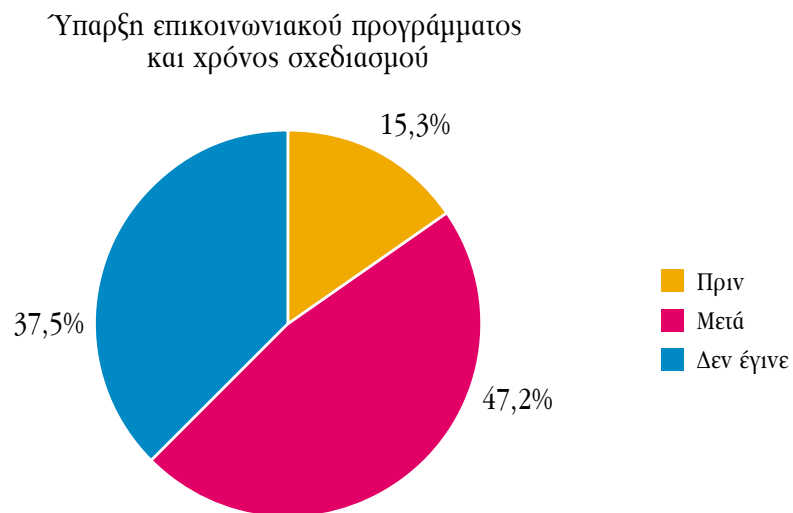


## ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ

Ένας σημαντικός παράγων επιτυχίας των ΕήΣ έχει υποστηριχθεί εμπειρικά ότι είναι το επικοινωνιακό πρόγραμμα με στόχο τους εργαζομένους, και γενικότερα ο τρόπος αντιμετώπισης των εργαζομένων. Στη συνέχεια παραθέτουμε τις απαντήσεις των επιχειρήσεων.

### Περίπου το 40% των επιχειρήσεων δεν καταρτίζει επικοινωνιακό πρόγραμμα

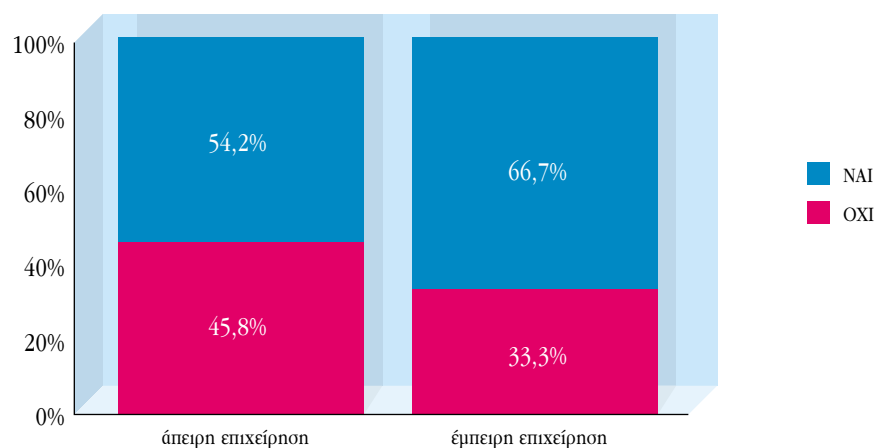
Πράγματι το 37,5% των επιχειρήσεων απάντησαν ότι δεν δημιούργησαν επικοινωνιακό πρόγραμμα. Αντίθετα το 47,2% δημιούργησαν επικοινωνιακό πρόγραμμα μετά την εξαγγελία της ΕήΣ ενώ μόλις το 15,3% των επιχειρήσεων είχαν ολοκληρωμένο επικοινωνιακό πρόγραμμα πριν την εξαγγελία της ΕήΣ.



### Οι έμπειρες σε ΕήΣ επιχειρήσεις δημιουργούν επικοινωνιακό πρόγραμμα

Περίπου επτά στις δέκα από τις επιχειρήσεις που ήδη είχαν εμπειρία με προηγούμενη/ες ΕήΣ δημιουργούν επικοινωνιακό πρόγραμμα. Αντίθετα το 54,2% των άπειρων σε ΕήΣ επιχειρήσεων κάνουν το ίδιο.

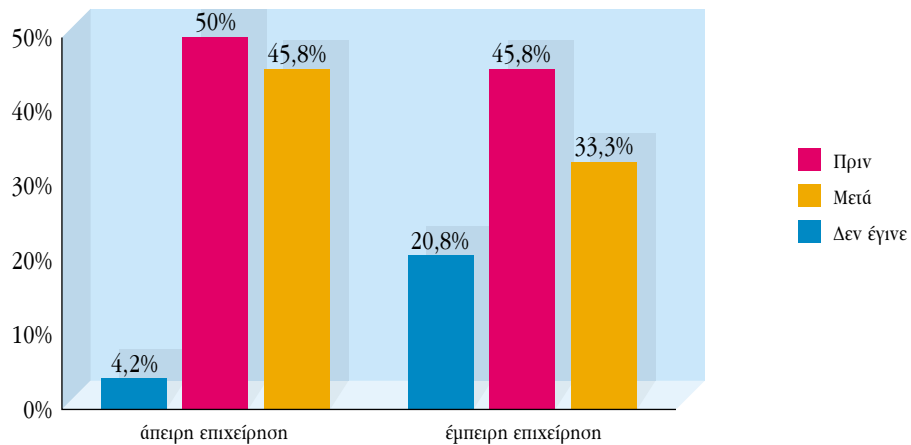
### Ποσοστιαία κατανομή των επιχειρήσεων, ανάλογα με την ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος και ανάλογα με το αν στο παρελθόν είχαν προχωρήσει σε τουλάχιστον μία ΕήΣ



### Η πδειψηφία των έμπειρων επιχειρήσεων σε αντίθεση με τις άπειρες σχεδιάζουν το επικοινωνιακό τους πρόγραμμα πριν την ΕήΣ

Το 21% των έμπειρων επιχειρήσεων δημιουργούν το επικοινωνιακό τους πρόγραμμα πριν την ΕήΣ. Το ποσοστό για τις άπειρες σε θέματα ΕήΣ επιχειρήσεις μόλις αγγίζει το 4%. Όμοια, μόνο το 33% των έμπειρων επιχειρήσεων δεν δημιουργεί επικοινωνιακό πρόγραμμα σε αντίθεση με τις άπειρες επιχειρήσεις όπου το αντίστοιχο ποσοστό αγγίζει το 46%.

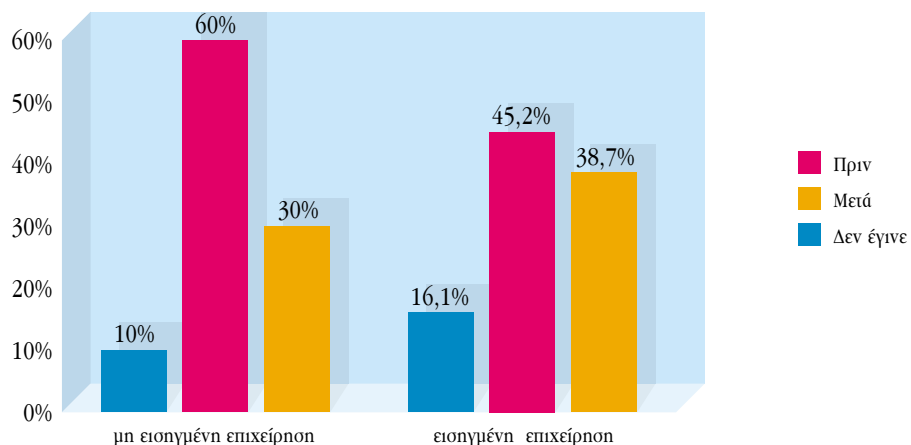
Χρόνος σχεδιασμού επικοινωνιακού προγράμματος, ανάλογα με το αν η επιχείρηση είχε εμπειρία από τουλάχιστον μία ΕήΣ



### Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ δεν υπερτερούν των μη εισηγμένων ως προς τη δημιουργία επικοινωνιακού προγράμματος

Το 61.3% των εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων δημιουργεί επικοινωνιακό πρόγραμμα είτε πριν την εξαγορά είτε μετά την εξαγορά. Οι μη εισηγμένες επιχειρήσεις παρουσιάζονται πιο προετοιμασμένες καθώς 70% από αυτές δημιουργεί επικοινωνιακό πρόγραμμα.

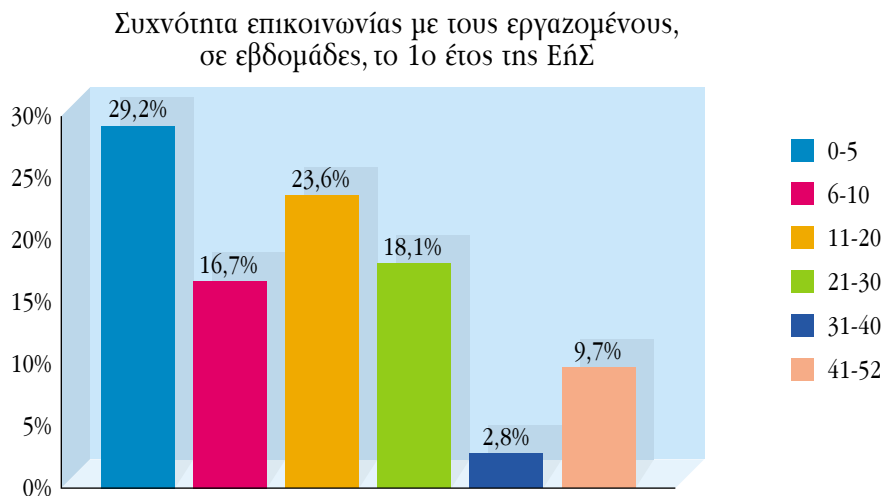
Χρόνος σχεδιασμού επικοινωνιακού προγράμματος, ανάλογα με το αν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.





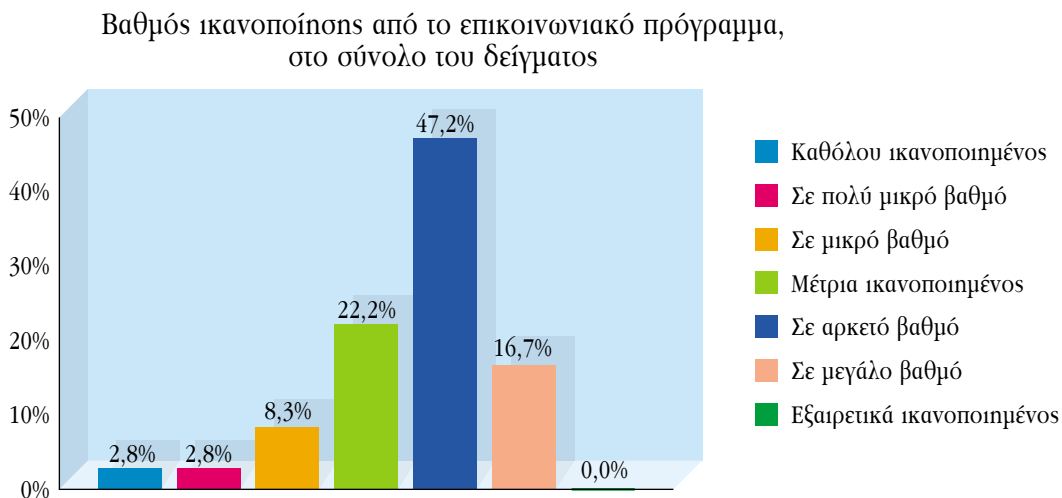
### Συχνότητα επικοινωνίας

Οι πλειοψηφία των επιχειρήσεων του δείγματος φαίνεται να έχει κατανοήσει τη σημασία της επικοινωνίας με τους εργαζόμενους. Το 30% του δείγματος επικοινωνεί με τους εργαζόμενους με συχνότητα τουλάχιστον μια φορά κάθε πέντε εβδομάδες. Ένα ποσοστό που αγγίζει το 17% επικοινωνούν κάθε 6-10 εβδομάδες. Μόλις το 9.7% των επιχειρήσεων επικοινωνούν μόνο μια φορά εντός του έτους.



### Η πειοψηφία των επιχειρήσεων δηλώνει ευχαριστημένη από το επικοινωνιακό πρόγραμμα

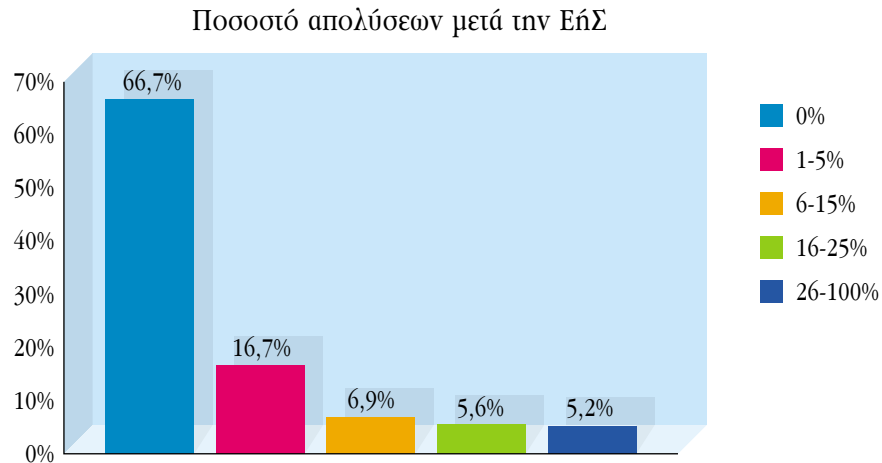
Τα στελέχη που απάντησαν το ερωτηματολόγιο σε ποσοστό που προσεγγίζει το 50% δηλώνουν αρκετά ευχαριστημένοι με το επικοινωνιακό πρόγραμμα της εταιρείας τους. Αντίθετα, το 36.1% του δείγματος δηλώνει από μέτρια έως καθόλου ευχαριστημένο.



### Οι εδδθνικές επιχειρήσεις στην πδλειοψηφία τους δεν αποδύουν προσωπικό

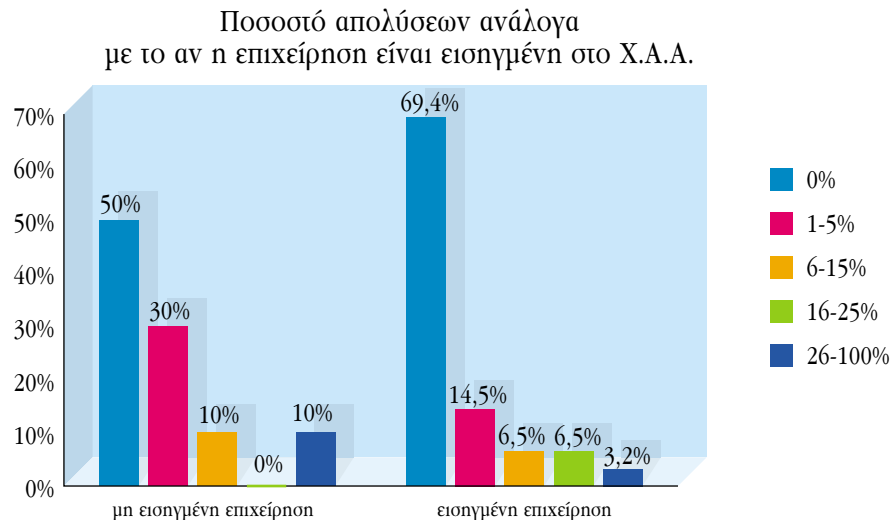
Στην πλειοψηφία των διεθνών ΕήΣ ταυτόχρονα με την ανακοίνωση της συμφωνίας, συνήθως ανακοινώνεται και το ποσοστό των εργαζομένων (κυρίως της εξαγοραζόμενης) που χάνει την εργασία του. Στην Ελλάδα ένα ποσοστό που προσεγγίζει τις επτά στις δέκα επιχειρήσεις δεν απολύουν κανένα εργαζόμενο. Σε γενικές γραμμές οι ελληνικές επιχειρήσεις παρουσιάζονται να υιοθετούν λιγότερο 'επιθετικές' επιλογές μείωσης κόστους μέσω μείωσης του εργατικού δυναμικού.

Το υπόλοιπο 30% των επιχειρήσεων προβαίνουν σε απολύσεις που αγγίζουν το 1-5% του προσωπικού (16.7% των επιχειρήσεων), το 6-15% του προσωπικού (6.9% των επιχειρήσεων), το 16-25% του προσωπικού (5.6% των επιχειρήσεων) και τέλος μεγαλύτερο του 26% του προσωπικού (5.2% των επιχειρήσεων).



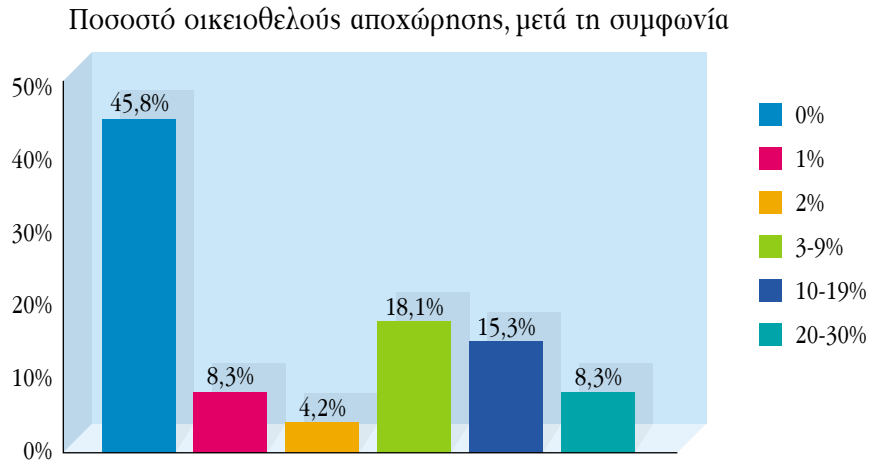
### Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις είναι πιο συντηρητικές σε θέματα απολύσεων

Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις σε ποσοστό που προσεγγίζει το 70% δεν απολύουν προσωπικό. Το ποσοστό αυτό πέφτει στο 50% μεταξύ των μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Όμοια, ενώ οι εισηγμένες απολύουν μέχρι το 5% του εργατικού τους δυναμικού σε ποσοστό που φτάνει το 15%, το αντίστοιχο ποσοστό για τις μη εισηγμένες ξεπερνά το 30%. Τέλος, μόλις ένα ποσοστό που αγγίζει το 3.8 των εισηγμένων απολύει περισσότερο από το 1/4 του εργατικού δυναμικού, σε αντίθεση με τις μη εισηγμένες που το ποσοστό αυτό αγγίζει το 10% των επιχειρήσεων του δείγματος.



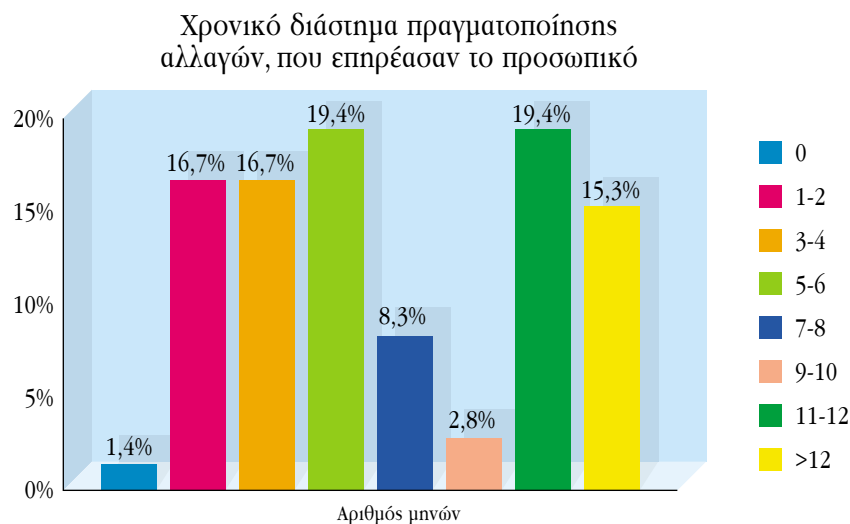
### Περισσότερες από τις μισές επιχειρήσεις επιδέχονται οικειοθελή αποχώρηση εργαζομένων

Οι επιχειρήσεις του δείγματος σε ποσοστό που αγγίζει το 46% δεν αντιμετωπίζουν οικειοθελή αποχώρηση των εργαζομένων τους (είτε μέσω πακέτων πρόωρης συνταξιοδότησης είτε μέσω παραιτήσεων). Το υπόλοιπο 55% των επιχειρήσεων σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό έχουν την εμπειρία της οικειοθελούς αποχώρησης των εργαζομένων τους.



### Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων πραγματοποιούν τις αλλαγές στο προσωπικό εντός εξαμήνου

Όπως προκύπτει από τα εμπειρικά δεδομένα το 54% των επιχειρήσεων πραγματοποιεί τις αλλαγές που σχετίζονται με το προσωπικό εντός του πρώτου εξαμήνου μετά την σύναψη της συμφωνίας. Όμως πολλές επιχειρήσεις (35% του δείγματος) επιχειρούν αυτές τις αλλαγές λίγο πριν ή μετά την ολοκλήρωση του πρώτου έτους. Η διεθνής εμπειρική έρευνα υποδεικνύει στις επιχειρήσεις την γρήγορη, αποφασιστική και δίκαιη λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με το προσωπικό, καθώς η παράταση της αβεβαιότητας έχει βρεθεί ότι οδηγεί σε πτώση της παραγωγικότητας και του ηθικού των εργαζομένων.



# αξιολόγηση επιτυχίας των Ε ή Σ

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει μια πλειάδα προσεγγίσεων με τις οποίες επιχειρείται η εκτίμηση της επιτυχίας/αποτυχίας των Ε ή Σ. Για παράδειγμα, οι ακαδημαϊκοί του χώρου των χρηματοοικονομικών εξετάζουν την βραχυρόνια/μεσοχρόνια/μακροχρόνια διακύμανση των τιμών των μετοχών. Άλλοι παρακολουθούν τη διαχρονική εξέλιξη των κερδών, των πωλήσεων και άλλων χρηματοοικονομικών μεγεθών και δημιουργούν σχετικούς δείκτες όπως απόδοση επί του συνόλου των κεφαλαίων (Return on Assets-ROA), απόδοση επί των πωλήσεων (return on sales –ROS) κ.λπ.

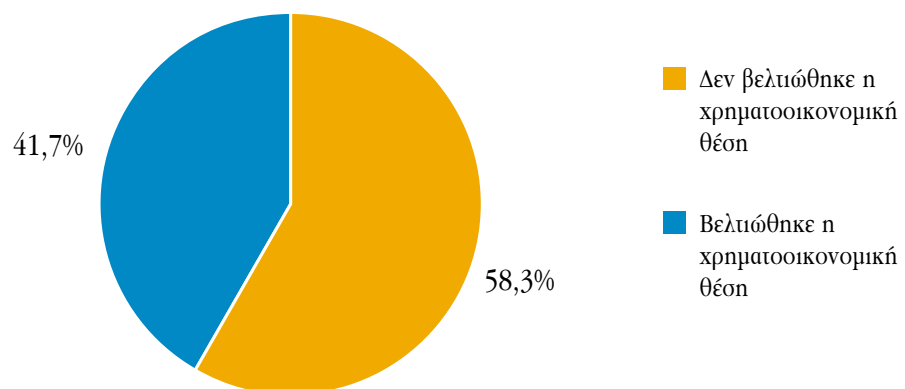
Άλλοι ερευνητές προσεγγίζουν το θέμα της επιτυχίας μετρώντας τις προσδοκίες που υπήρχαν πριν την Ε ή Σ και το βαθμό στον οποίο αυτές υλοποιήθηκαν. Άλλοι μετρούν τον βαθμό ικανοποίησης των εργαζομένων, την εργασιακή αβεβαιότητα που δημιουργήθηκε, τη σύγκρουση ή συμβίωση των διαφορετικών εταιρικών κουλτουρών κ.λπ. Στη συνέχεια θα επιχειρήσουμε να προσεγγίσουμε το θέμα της επιτυχίας χρησιμοποιώντας εναλλακτικούς τρόπους μέτρησης.

## Το 58% των επιχειρήσεων δεν βελτιώνουν την χρηματοοικονομική τους θέση

Κατ' αρχήν επιχειρήσαμε να μετρήσουμε τη σχετική απόδοση της κάθε επιχείρησης πριν και μετά την εξαγορά που μελετήσαμε. Ως δείκτη σχετικής απόδοσης χρησιμοποιήσαμε την απόδοση επί των συνολικών κεφαλαίων (return on assets). Συγκρίναμε την μέση απόδοση των τριών προηγούμενων ετών πριν την Ε ή Σ, με την απόδοση του επόμενου έτους μετά την Ε ή Σ. Δεν λάβαμε υπόψη το έτος της Ε ή Σ καθώς αυτό συνήθως αποτελεί έτος που επιβαρύνεται με ιδιαίτερη αβεβαιότητα. Για τις Ε ή Σ που ανακοινώθηκαν το 1997 ως έτος μετά την Ε ή Σ πήραμε το 1998. Όμοια για τις Ε ή Σ του 1998 πήραμε το 1999 και για αυτές του 1999 πήραμε το 2000. Δεν επιχειρήσαμε να μετρήσουμε το μέσο όρο των αποτελεσμάτων δύο ετών μετά την Ε ή Σ καθώς δεν υπήρχαν διαθέσιμα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του έτους 2001. Μόλις όμως αυτά καταστούν διαθέσιμα θα επιχειρηθεί ανάλυση δύο ετών μετά την Ε ή Σ.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι σε σχεδόν έξι από τις δέκα Ε ή Σ του δείγματος η σχετική απόδοση επιδεινώθηκε. Θα πρέπει εδώ να τονιστεί ότι τα έτη 1998,1999, 2000 ήταν έτη στα οποία τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της μέσης ελληνικής επιχείρησης δεν είχαν ακόμα επηρεαστεί από την πώση του χρηματιστηρίου και τη μετέπειτα διεθνή οικονομική ύφεση. Κατά συνέπεια τα αποτελέσματα του δείγματός μας συμφωνούν με τα αντίστοιχα αποτελέσματα της διεθνούς έρευνας.

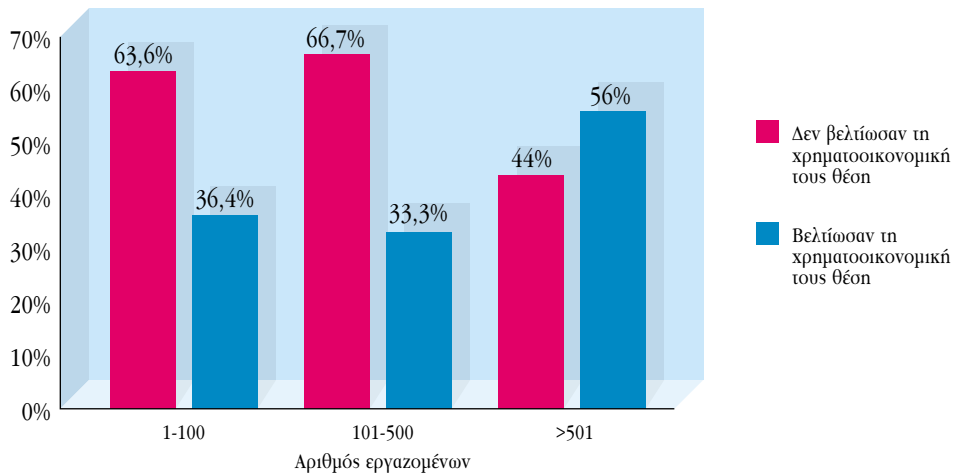
Αξιολόγηση Ε ή Σ, βάση της χρηματοοικονομικής κατάστασης (ROA) της εξαγοράζουσας επιχείρησης



**Η απόδοση των μικρότερων σε μέγεθος επιχειρήσεων επηρεάστηκε περισσότερο**

Είναι ενδιαφέρον να τονίσουμε ότι το μέγεθος των επιχειρήσεων του δείγματος φαίνεται να διαφοροποιεί τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση. Για παράδειγμα στο 63.6% των μικρών και στο 66.7% των μεσαίων σε μέγεθος επιχειρήσεων επιδεινώθηκε η σχετική τους χρηματοοικονομική θέση (return on assets). Αντίθετα αυτό συμβαίνει μόνο στο 44% των μεγάλων επιχειρήσεων. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 56% των μεγάλων σε μέγεθος επιχειρήσεων βελτίωσαν τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση.

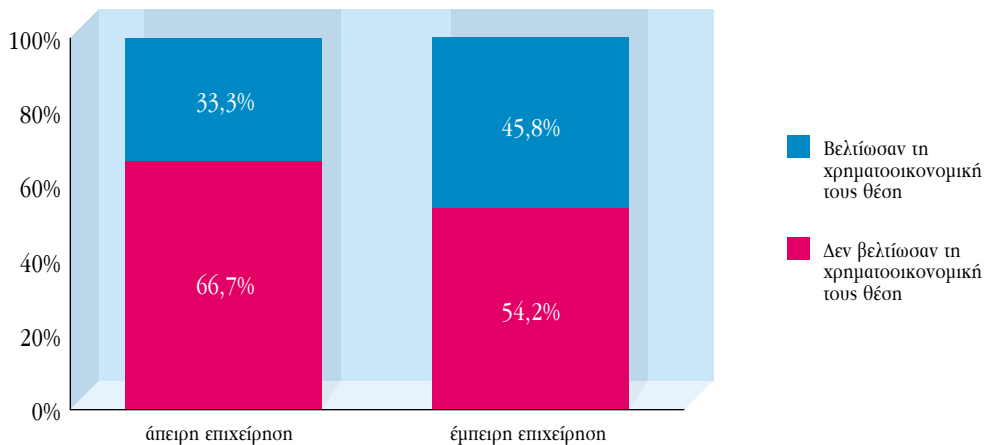
Αξιολόγηση χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, ανάλογα με τον αριθμό των εργαζομένων τους



**Οι έμπειρες επιχειρήσεις επηρεάζονται διγώτερο αρνητικά από τις άπειρες**

Δύο στις τρεις επιχειρήσεις οι οποίες δεν είχαν προηγούμενη εμπειρία με ΕήΣ επιδείνωσαν τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση το επόμενο της ΕήΣ έτος. Αντίθετα αυτό συνέβη μόνο στο 54% των έμπειρων επιχειρήσεων.

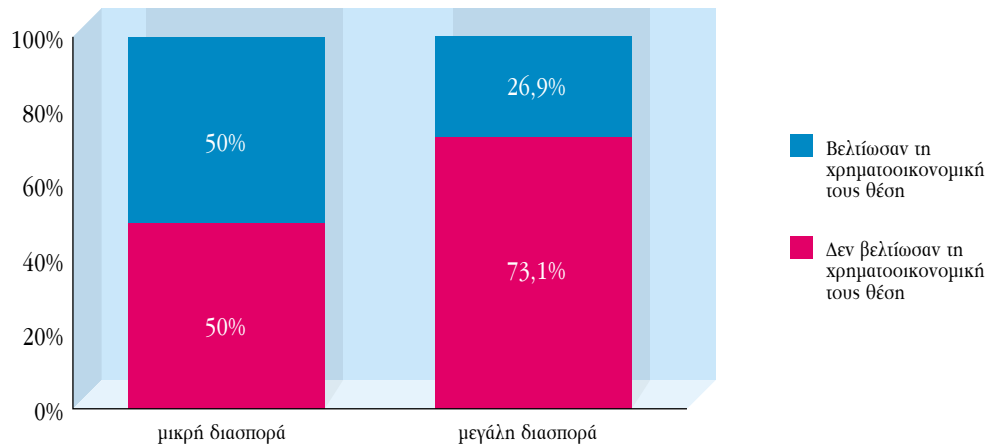
Αξιολόγηση χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, ανάλογα με το αν είχαν στο παρελθόν προχωρήσει σε τουλάχιστον μία ΕήΣ



**Η χρηματοοικονομική θέση των επιχειρήσεων με μεγάλη διασπορά μετοχών επιβαρύνεται**

Στο 73% των επιχειρήσεων με μεγάλη διασπορά μετοχών επιδεινώθηκε η χρηματοοικονομική κατάστασή τους. Μόνο στο 27% των επιχειρήσεων αυτής της κατηγορίας παρουσιάζεται βελτίωση της απόδοσης επί των συνολικών κεφαλαίων. Τα ποσοστά αυτά είναι πολύ πιο ευνοϊκά για τις επιχειρήσεις με μικρή διασπορά μετοχών, στις οποίες οι μισές βελτιώνουν τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση.

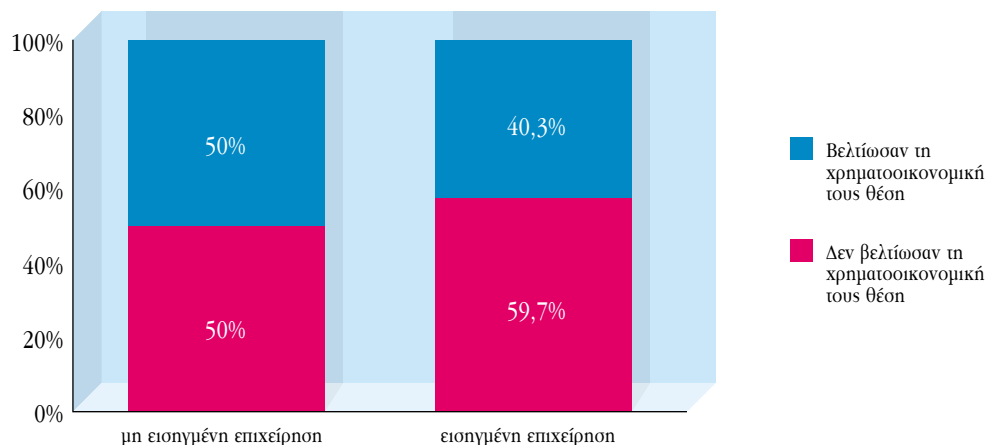
Αξιολόγηση χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, ανάλογα με το βαθμό διασποράς των μετοχών των επιχειρήσεων



**Στις εισηγμένες στο ΧΑΑ οι ΕήΣ επιδεινώνουν τη χρηματοοικονομική τους θέση**

Στο 60% των εισηγμένων η απόδοση επί των συνολικών κεφαλαίων πέφτει μετά από μια ΕήΣ. Το ποσοστό αυτό για τις μη εισηγμένες πέφτει στο 50%.

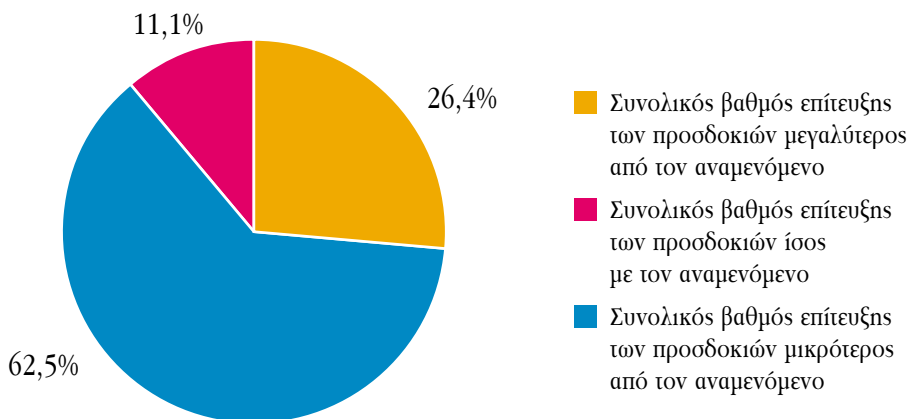
Αξιολόγηση χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, ανάλογα με το αν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.



**Σημαντικές αρνητικές αποκλίσεις μεταξύ προσδοκιών κερδοφορίας και ανταγωνιστικής θέσης και πραγματικής επίτευξης**

Εκτός των χρηματοοικονομικών μεγεθών θελήσαμε να εκτιμήσουμε και αποκλίσεις μεταξύ αρχικών προσδοκιών και βαθμού υλοποίησής τους. Έτσι, ρωτήσαμε τα στελέχη (ερώτηση 30 του ερωτηματολογίου), τι προσδοκίες είχαν πριν την ΕήΣ σε μια σειρά από μεταβλητές (πχ αύξηση κερδών, αύξηση πωλήσεων, αύξηση μεριδίων αγοράς, αύξηση τιμής μετοχής, βελτίωση καινοτομικότητας κλπ) και σε τι βαθμό είχαν οι προσδοκίες υλοποιηθεί μέχρι την ημέρα που πάρθηκε η συνέντευξη. Αθροίσαμε όλες τις μεταβλητές προσδοκιών και όλες τις μεταβλητές επίτευξης των προσδοκιών και αφαιρέσαμε το άθροισμα που προέκυψε από τις δεύτερες από το άθροισμα που προέκυψε από τις πρώτες. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι σε ποσοστό 62.5% οι επιχειρήσεις βρίσκονται κάτω από τις προσδοκίες τους. Μόνο ένα ποσοστό 26.4% έχουν επιτύχει να ξεπεράσουν τις προσδοκίες τους, και το 11.1% βρίσκονται εντός των προσδοκιών τους.

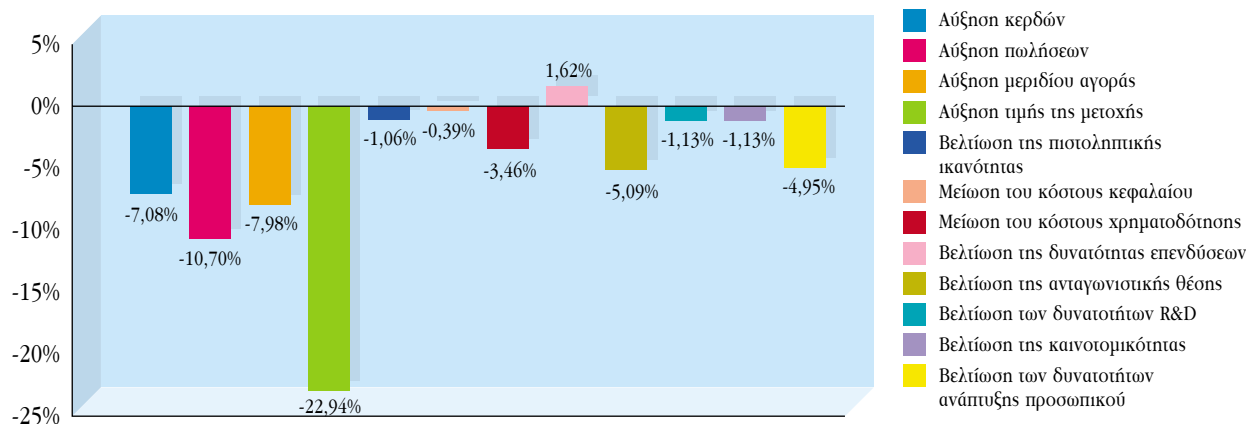
Ποσοστιαία κατανομή επιχειρήσεων, βάση του συνολικού βαθμού επίτευξης των προσδοκιών τους, ως προς το προσδοκώμενο



**Η τιμή της μετοχής το μεγαλύτερο πρόβλημα**

Συγκρίνοντας τις ποσοστιαίες αποκλίσεις μεταξύ προσδοκιών και βαθμού επίτευξής τους σε μια σειρά από μεταβλητές, βρήκαμε ότι η τιμή της μετοχής των επιχειρήσεων αποτελεί το μεγαλύτερο ‘πρόβλημα’. Οι επιχειρήσεις του δείγματος βρέθηκαν κατά μέσο όρο 22.9% κάτω από τις προσδοκίες τους ως προς τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής τους. Μεγάλες αρνητικές αποκλίσεις παρατηρούνται και σε μια σειρά άλλων μεταβλητών με πιο μεγάλες την εκτιμώμενη αύξηση στις πωλήσεις, την εκτιμώμενη αύξηση στα κέρδη και την εκτιμώμενη αύξηση των μεριδίων. Σε κάθε μια από αυτές τις μεταβλητές οι επιχειρήσεις του δείγματός μας κατά μέσο όρο βρέθηκαν κάτω από τις προσδοκίες τους.

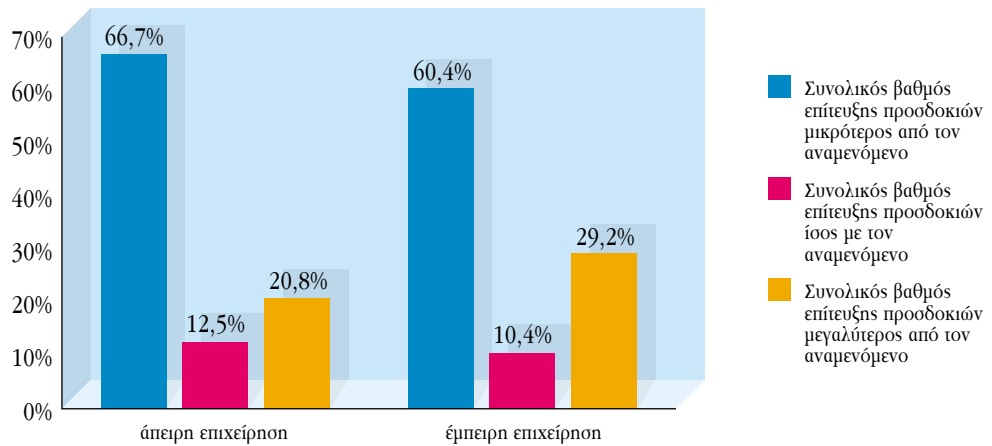
Ποσοστιαία απόκλιση κριτηρίων επιτυχίας



Οι έμπειρες επιχειρήσεις έχουν σχετικά μικρότερες αρνητικές αποκλίσεις από τα προσδοκώμενα

Το 60% των έμπειρων επιχειρήσεων βρίσκονται χαμηλότερα από τις προσδοκίες τους σε σχέση με το 67% των άπειρων. Όμοια το 30% των έμπειρων επιχειρήσεων υπερβαίνουν τις προσδοκίες τους έναντι μόνο του 20% των άπειρων.

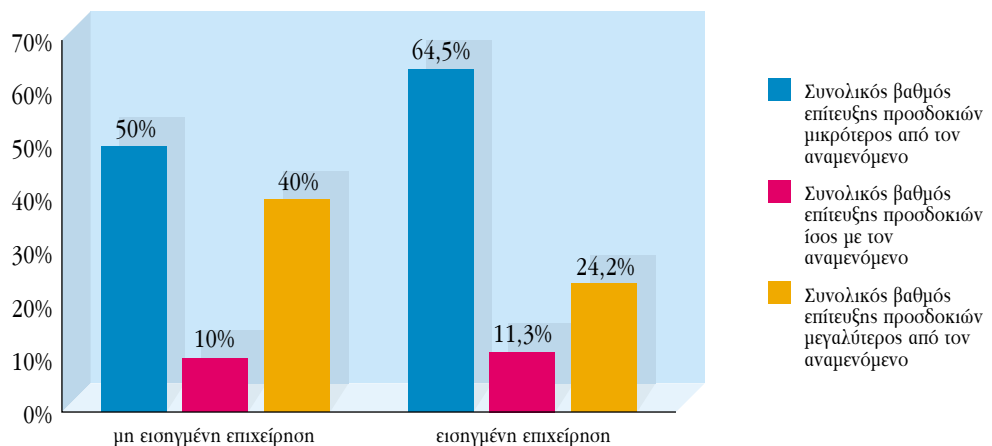
Συνολικός βαθμός επίτευξης προσδοκιών, ως προς τον αναμενόμενο, ανάλογα με το αν η επιχείρηση έχει εμπειρία από τουλάχιστον μία Ε ή Σ



Οι εισηγμένες παρουσιάζουν μια μικτή εικόνα

Οι εισηγμένες στο ΧΑΑ σε ποσοστό 65% εκτιμούν ότι δεν υλοποίησαν τις αρχικές τους προσδοκίες έναντι 50% των μη εισηγμένων. Όμως το 40% των μη εισηγμένων θεωρούν ότι υπερέβησαν τις προσδοκίες τους έναντι μόλις του 24% των εισηγμένων.

Συνολικός βαθμός επίτευξης προσδοκιών, ως προς τον αναμενόμενο, ανάλογα με το αν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.



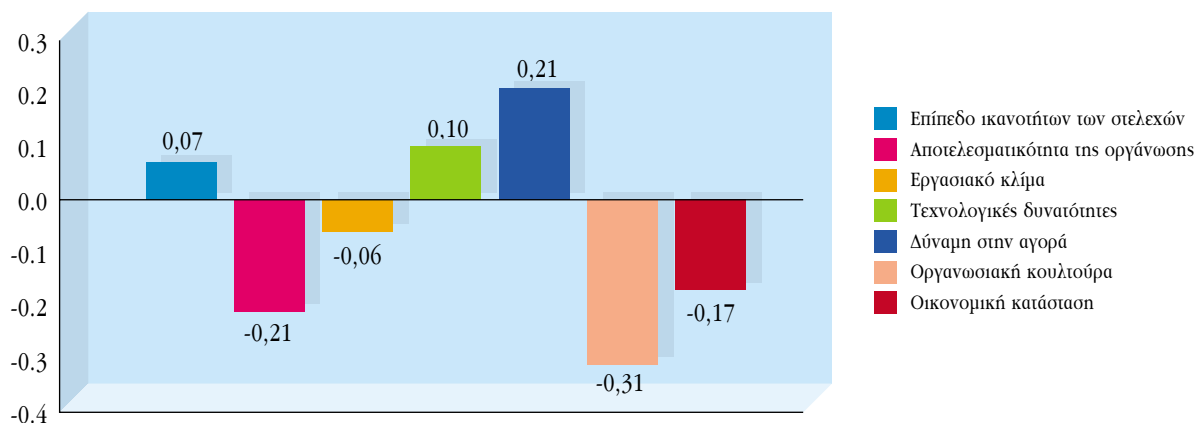


### Οι μεγαλύτερες αρνητικές εκπδηξεις των επιχειρήσεων ενιοπίζονται στην κουλτούρα

Ρωτήσαμε τα στελέχη σε τι βαθμό η κατάσταση που αντιμετώπισαν μόλις ανέλαβαν τον έλεγχο απέκλινε θετικά ή αρνητικά από τις προσδοκίες τους. Μετρήσαμε τις αποκλίσεις σε μια σειρά μεταβλητές όπως: επίπεδο ικανοτήτων των στελεχών, αποτελεσματικότητα οργάνωσης, εργασιακό κλίμα, κουλτούρα κλπ.

Οι μεγαλύτερες αρνητικές αποκλίσεις στο τι ανέμεναν να αντιμετωπίσουν και στο τι πραγματικά αντιμετώπισαν έχουν να κάνουν κατά κύριο λόγο με αποκλίσεις στην οργανωσιακή κουλτούρα, την αποτελεσματικότητα της οργάνωσης και την οικονομική κατάσταση. Θετικές-ευχάριστες αποκλίσεις αντιμετώπισαν κατά μέσο όρο στη δύναμη της επιχείρησης στόχου στην αγορά, στις τεχνολογικές της δυνατότητες και στο επίπεδο των ικανοτήτων των στελεχών της.

Διαφοροποίηση χαρακτηριστικών επιχείρησης-στόχου, από τα εκτιμώμενα, πριν το κλείσιμο της συμφωνίας



### Τεδικά τι συμβάδδει στην επιτυχή υδοποίηση μιας ΕήΣ;

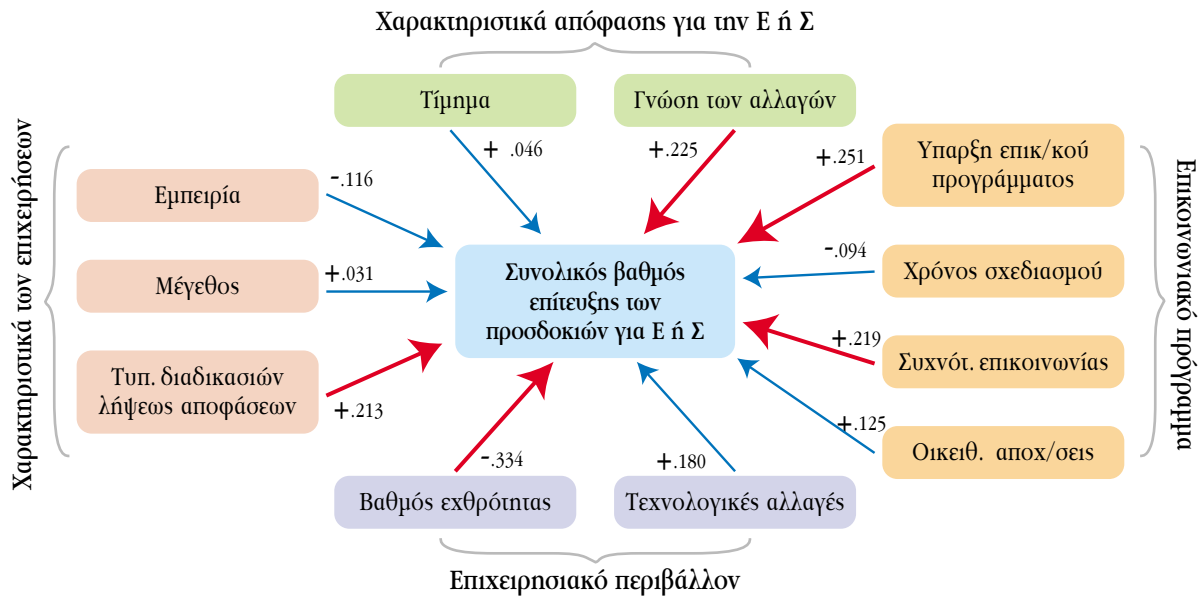
Το ερώτημα που πρέπει να απασχολεί τα στελέχη μιας επιχείρησης που κάνει στρατηγικές κινήσεις ΕήΣ είναι: τι συμβάλλει στην επιτυχή επίτευξη των προσδοκιών για μια ΕήΣ.

Η διεθνής έρευνα προτείνει μια πλειάδα παραγόντων που έχουν να κάνουν με:

1. τα **χαρακτηριστικά της ίδιας της απόφασης** ΕήΣ (πχ ύψος τμήματος που πληρώθηκε και γνώση μεγέθους αλλαγών που συνεπάγεται η ΕήΣ)
2. τα **χαρακτηριστικά της ίδιας της επιχείρησης** (πχ εμπειρία, μέγεθος, τυποποίηση διαδικασιών λήψης αποφάσεων)
3. τα **χαρακτηριστικά του επικοινωνιακού προγράμματος** (ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος, χρόνος σχεδιασμού του, συχνότητα επικοινωνίας με εργαζόμενους, ποσοστό οικειοθελών αποχωρήσεων)
4. τα χαρακτηριστικά του εξωτερικού περιβάλλοντος που λειτουργεί η επιχείρηση (πχ βαθμός εχθρότητας, βαθμός τεχνολογικών αλλαγών)

Στην παρούσα έρευνα όλοι οι πιο πάνω παράγοντες μετρήθηκαν και συσχετίστηκαν με τη μεταβλητή που μετρούσε το βαθμό επίτευξης των προσδοκιών από μια ΕήΣ. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο γράφημα που ακολουθεί. Με διακεκομμένα βέλη απεικονίζονται οι σχέσεις που είναι αδύναμες (μη στατιστικά σημαντικές). Τα έντονα βέλη καταδεικνύουν ισχυρές θετικές ή αρνητικές συσχετίσεις. Τα πρόσσημα +/- καταδεικνύουν θετική ή αρνητική σχέση μεταξύ των μεταβλητών.

Επίδραση παραγόντων στο συνολικό βαθμό επίτευξης των προσδοκιών για μία Ε ή Σ



Από τη μελέτη του γραφήματος προκύπτει ότι πέντε είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν ιδιαίτερα την επίτευξη των προσδοκιών για μια ΕήΣ.

Οι δύο από αυτούς σχετίζονται με το επικοινωνιακό πρόγραμμα και είναι α) η ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος και β) η συχνότητα επικοινωνίας με τους εργαζομένους. Και οι δύο παράγοντες επηρεάζουν θετικά την επίτευξη των προσδοκιών για μια ΕήΣ.

Ο βαθμός εχθρότητας (hostility) του περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση επηρεάζει αρνητικά την υλοποίηση των προσδοκιών.

Η ύπαρξη τυποποιημένων διαδικασιών λήψης αποφάσεων σχετίζεται θετικά με την υλοποίηση των προσδοκιών για μια ΕήΣ. Τέλος η γνώση των αλλαγών που συνεπάγεται μια ΕήΣ σχετίζεται θετικά με την επιτυχή υλοποίηση των προσδοκιών.

Τα αποτελέσματα αυτά καταδεικνύουν τον κρίσιμο ρόλο που μπορεί να διαδραματίσει ένα ολοκληρωμένο επικοινωνιακό πρόγραμμα στην επιτυχή υλοποίηση μιας ΕήΣ. Αν μάλιστα αναλογιστούμε ότι ένα ποσοστό που αγγίζει το 40% των επιχειρήσεων του δείγματος δεν δημιουργεί επικοινωνιακό πρόγραμμα κατανοούμε ίσως το γιατί μεγάλο μέρος των επιχειρήσεων του δείγματος δεν κατορθώνει να ικανοποιήσει τις προσδοκίες που αρχικά είχαν εκφραστεί για την ΕήΣ.

## συνοπτικά συμπεράσματα

Η παρούσα έρευνα είναι μια προσπάθεια να κατανοήσουμε καλύτερα πτυχές του φαινομένου των ΕήΣ στην Ελλάδα. Σταχυολογώντας μερικά από τα πιο πάνω συμπεράσματα θα μπορούσαμε να πούμε ότι:

- στη μεγάλη τους πλειοψηφία οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν τις οριζόντιες ή/και συσχετισμένες ΕήΣ έναντι των αουσχέτιστων. Η αύξηση των μεριδίων αγοράς και η αναζήτηση συνεργιών φαίνεται να τις οδηγούν στις επιλογές αυτές.
- Ο ΔΣ των επιχειρήσεων παρουσιάζεται να έχει τον πρώτο λόγο στις στρατηγικές αυτές κινήσεις, τόσο από άποψη σύλληψης της απόφασης, όσο και από άποψη συμμετοχής στην όλη διαδικασία λήψης της απόφασης.
- Τα βασικά κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε ΕήΣ σχετίζονται με την μεγέθυνση των μεριδίων αγοράς, την προσφορά αξίας στους μετόχους και την επίτευξη συνεργιών
- Δύο στις τρεις επιχειρήσεις του δείγματος είχαν ήδη την εμπειρία τουλάχιστον άλλης μίας ΕήΣ πριν από αυτήν που μελετήσαμε. Όμως η πλειοψηφία των επιχειρήσεων συνέχισαν σε νέες κινήσεις ΕήΣ καθώς το 62.5% των επιχειρήσεων του δείγματος προχώρησαν σε τουλάχιστον μία ΕήΣ.
- Ιδιαίτερα δραστήριες παρουσιάζονται οι εισηγμένες στο ΧΑΑ, καθώς και οι επιχειρήσεις των οποίων ο ιδρυτής είναι το σημερινό ανώτατο διοικητικό στέλεχος.
- Οι μισές επιχειρήσεις δεν εξετάζουν εναλλακτικούς στόχους προς ΕήΣ.
- Κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις καταβάλλουν τιμήματα που ξεπερνούν τις αρχικές τους εκτιμήσεις. Όμως, οι έμπειρες επιχειρήσεις κατά μέσο όρο καταφέρνουν να μειώσουν το αρχικά εκτιμώμενο τίμημα.
- Περίπου μια στις δύο επιχειρήσεις διενεργούν ΕήΣ χωρίς να έχουν σχεδιάσει τις κινήσεις τους την επόμενη ημέρα αναφορικά με βασικές παραμέτρους όπως: αλλαγές στην οργανωτική δομή, αλλαγές στις εσωτερικές διαδικασίες, αλλαγές στο προσωπικό, αλλαγές στη γκάμα προϊόντων και τους τομείς δραστηριότητας. Πιθανότατα ως αποτέλεσμα των προβλημάτων που αντιμετώπισαν εξ' αιτίας του πληθμελούς σχεδιασμού, το 46% των επιχειρήσεων αν μπορούσαν να αλλάξουν κάτι σχετικά με τη συγκεκριμένη ΕήΣ θα έδιναν μεγαλύτερη βαρύτητα στην προετοιμασία πριν την ΕήΣ.
- Περίπου το 40% των επιχειρήσεων του δείγματος δεν εκπονούν επικοινωνιακό πρόγραμμα. Όμως οι έμπειρες επιχειρήσεις στη μεγάλη τους πλειοψηφία σχεδιάζουν επικοινωνιακό πρόγραμμα και μάλιστα πολλές από αυτές το σχεδιάζουν πριν την υπογραφή της συμφωνίας ΕήΣ.
- Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν ότι η ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος σχετίζεται θετικά με τον βαθμό επίτευξης των προσδοκιών από την ΕήΣ. Όμοια, η συχνότητα επικοινωνίας προς τους εργαζομένους σχετίζεται θετικά με το βαθμό επίτευξης των προσδοκιών.
- Σχεδόν έξι στις δέκα επιχειρήσεις του δείγματος είδαν τη σχετική τους απόδοση (απόδοση στο σύνολο των κεφαλαίων) να πέφτει το επόμενο έτος της ΕήΣ σε σύγκριση με την τριετία πριν την ΕήΣ.
- Όμως τμήματα του πληθυσμού παρουσιάζουν ενδιαφέρουσα συμπεριφορά. Για παράδειγμα οι μεγάλες επιχειρήσεις του δείγματος στην πλειοψηφία τους βελτιώνουν την σχετική τους απόδοση σε αντίθεση με τις μικρότερες στην οποία η απόδοση επιδεινώνεται. Όμοια, η σχετική απόδοση των έμπειρων επιχειρήσεων επηρεάζεται λιγότερο από αυτήν των άπειρων.
- Η σχετική απόδοση των επιχειρήσεων με μεγάλη διασπορά μετοχών επιδεινώνεται συγκριτικά με την απόδοση των επιχειρήσεων με μικρή διασπορά μετοχών.
- Ποσοστό μεγαλύτερο του 60% των επιχειρήσεων του δείγματος δεν βλέπουν τις προσδοκίες τους να υλοποιούνται. Ο ρόλος του επικοινωνιακού προγράμματος στην υλοποίηση των προσδοκιών φαίνεται να είναι καθοριστικός.

# παράρτημα α: σύντομη περιγραφή της ερευνητικής μεθοδολογίας

## Περιγραφή Πληθυσμού

Ο πληθυσμός από τον οποίο επιλέξαμε το δείγμα, αποτελείται από όλες οι ελληνικές επιχειρήσεις που έχουν κάνει ΕήΣ την περίοδο 1997-1999. Ο λόγος για τον οποίο δεν επελέγησαν ΕήΣ που ολοκληρώθηκαν το 2000 και 2001, είναι διότι αυτές δεν έχουν αποδώσει ακόμα αποτελέσματα. Παράλληλα οι ΕήΣ πριν από το 1996, δεν συμπεριλήφθηκαν στον πληθυσμό γιατί μόνο έτσι θα διασφαλίσαμε ότι οι υπεύθυνοι που συμμετείχαν στη διαδικασία, είναι σε θέση να θυμούνται με λεπτομέρεια συγκεκριμένα θέματα της συμφωνίας και της μετέπειτα διαδικασίας.

Για τον προσδιορισμό του πληθυσμού που περιγράψαμε, συλλέχθηκαν στοιχεία από το Υπουργείο Εμπορίου, από πληθώρα αποσπασματικών δημοσιεύσεων εφημερίδων και περιοδικών σχετικά με ΕήΣ, καθώς και από τις ιστοσελίδες των επιχειρήσεων στο διαδίκτυο. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά 143 ελληνικές επιχειρήσεις προέβησαν σε ΕήΣ, κατά τη διάρκεια της τριετίας '97-'99 και κατατάσσονται σε 14 κλάδους. Κάποιες από αυτές τις εταιρείες πραγματοποίησαν περισσότερες από μία ΕήΣ, με αποτέλεσμα το σύνολο τους να φτάνει τις 243. Η λίστα του πληθυσμού των επιχειρήσεων που προέβησαν σε ΕήΣ δεν παρατίθεται για λόγους περιορισμού χώρου αλλά είναι διαθέσιμη αν ζητηθεί από το συγγραφέα.

## Δείγμα έρευνας

Η συγκεκριμένη έρευνα, βασίστηκε σε ένα συμβατικό δείγμα (convenience sample) 72 εταιρειών. Το κριτήριο για την επιλογή εταιρειών ήταν κατά κύριο λόγο τα άτομα με τα οποία θα ερχόμασταν σε επαφή. Συγκεκριμένα, επιθυμούσαμε να αποκτήσουμε πρόσβαση και να απευθυνθούμε σε στελέχη τα οποία είχαν συμμετάσχει στη διαδικασία ΕήΣ, και μάλιστα κατείχαν υψηλή θέση στη διοικητική ιεραρχία (π.χ. Διευθύνοντες Σύμβουλοι, Οικονομικοί Διευθυντές). Απώτερος στόχος, ήταν να αντλήσουμε όσο το δυνατό πιο έγκυρη πληροφορία.

Το δείγμα περιλαμβάνει επιχειρήσεις από όλους τους κλάδους της λίστας που διαμορφώθηκε. Σε περιπτώσεις που μία εταιρεία είχε πραγματοποιήσει περισσότερες από μία Ε ή Σ την περίοδο '97-'99, επιλέξαμε από κάθε εταιρεία να συλλέξουμε στοιχεία για μία μόνο ΕήΣ. Συμπερασματικά λοιπόν, προσπαθήσαμε, να επιλέξουμε ένα όσο το δυνατόν πιο αντιπροσωπευτικό δείγμα, ώστε τα συμπεράσματα που θα προέκυπταν, να μπορούσαν να γενικευθούν και στον πληθυσμό.

## Μέθοδος συλλογής στοιχείων

Για τις ανάγκες της έρευνας επιλέξαμε τη δομημένη και άμεση μέθοδο, δηλαδή τυποποιημένες ερωτήσεις και απαντήσεις, που κάνουν ευκολότερη τη συμπλήρωση, ανάλυση και επεξεργασία των στοιχείων. Ο τρόπος συλλογής των στοιχείων έγινε με τη μέθοδο της προσωπικής συνέντευξης (ερωτηματολόγιο). Ο λόγος που επελέγη η προσωπική συνέντευξη για τη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου, ήταν για να βεβαιωθούμε πως θα συμπληρωθούν όλα τα μέρη του και να δώσουμε όλες τις απαραίτητες διευκρινήσεις στους ερωτώμενους. Τα άτομα που συμπλήρωσαν τα ερωτηματολόγια ήταν υψηλόβαθμα στελέχη της 'εξαγοράζουσας' εταιρείας.

## Παρουσίαση του ερωτηματολογίου

Το ερωτηματολόγιο, παρουσιάζεται στο παράρτημα 3 του παρόντος. Οι ερωτήσεις που αυτό περιλαμβάνει καλύπτουν μια πλειάδα ερωτημάτων σχετικά με τις ΕήΣ. Πιο συγκεκριμένα καλύπτονται:

- τα βασικά χαρακτηριστικά της ΕήΣ (είδος εξαγοράς, βασικοί λόγοι που οδήγησαν σ' αυτή, επίδραση της ΕήΣ στη λειτουργία της επιχείρησης),
- τα χαρακτηριστικά της διαδικασίας της απόφασης (σύλληψη της ιδέας, εναλλακτικούς στόχους, βαθμό συμμετοχής ιεραρχικών βαθμίδων στη λήψη της απόφασης, καταβληθέν τίμημα κ.λπ.)
- διαδικασία που ακολουθήθηκε μετά την ΕήΣ (αποκλίσεις μεταξύ προσδοκώμενων και πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων, τα προγράμματα και η συχνότητα επικοινωνίας, η μεταχείριση των προϊόντων της εξαγορασθείσας κ.λπ.)

- χαρακτηριστικά της επιχείρησης και του περιβάλλοντος (ανταγωνιστές, πελάτες, δυναμικότητα του κλάδου, δεσμοί των εργαζομένων με τη διοίκηση κ.ά.).

## Δοκιμαστικός έλεγχος ερωτηματολογίου

Προκειμένου να διαπιστωθούν και να αντιμετωπισθούν έγκαιρα ενδεχόμενες ατέλειες του ερωτηματολογίου, πραγματοποιήθηκε πιλοτικός έλεγχος σε πραγματικές συνθήκες. Το ερωτηματολόγιο συμπληρώθηκε από τέσσερα στελέχη επιχειρήσεων που πληρούσαν τις ζητούμενες προϋποθέσεις και επελέγησαν τυχαία από τον πληθυσμό. Παράλληλα ζητήθηκε η γνώμη αρκετών ακαδημαϊκών συναδέλφων. Αυτή η δοκιμή κρίθηκε αναγκαία εφόσον οδήγησε στην αναδιατύπωση ορισμένων ασαφών ή μη κατανοητών ερωτήσεων και στον προσδιορισμό του μέσου χρόνου συμπλήρωσής του.

# παράρτημα β: εταιρείες που συμμετείχαν στην έρευνα

Επωνυμία εξαγοράζουσας επιχείρησης

Singular S.A.	ASPIS ΠΡΟΝΟΙΑ ΑΕΓΑ
Κυλινδρόμυλοι Λούλη Α.Ε	ΟΜΙΛΟΣ IDEAL ABEE
ΦΑΜΑΡ Α.Β.Ε	ΙΜΑΚΟ MEDIA NET GROUP
ΣΑΤΟ Α.Ε	PLIAS Α.Β.Ε.Ε
Μπήτρος Συμμετοχική Α.Ε	Νηρέας
ΣΙΔΜΑ Α.Ε	Τράπεζα Αττικής
ΕΚΟ – ΕΛΛΑ Α.Β.Ε.Ε	Όμιλος Λαζαρίδη
ΕSHA HELLAS	ΑΛΚΟ Ελλάς
ΣΕΛΟΝΤΑ	Ridenco
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε	Εθνική Ασφαλιστική
Μ.Ι.ΜΑΙΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε	Συναυπεριστική Ασφαλιστική
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε	ΟΤΕ
ΙΑΣΩ Α.Ε	Πουλιάδης και Συνεργάτες ΑΕΒΕ
ΓΕΡΜΑΝΟΣ	Infoquest
Α.Γ. ΠΙΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε	Ράδιο Κορασιδης
SANYO ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤ. ΑΕΒΕ	Κωτσόβολος
ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	ALTEC
EUROBANK	ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε	Goody's
S.H.A ΜΕΤΑΧΑ/IDV	EVEREST
ΑΤΛΑΝΤΙΚ	Γρηγόρης Μικρογέυματα
ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΚΑΛ. Α.Β.Ε.Ε	ΕΛΑΙΣ
ΕΛΛ.ΕΤΑΙΡ. ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ ΑΒΕΕ	ΕΠΟΜ
ΥΦΑΝΤΗΣ	Τυποχαρική
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΒΕΕ	Δάρινγκ
3E	ΑΣΠΑΤΕ
ROCHE	Q-PHONE (UNIFON)
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	ΦΑΓΕ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΑΣ	CHIPITA
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΑΕΓΕΚ
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	MARFIN COM
DATA MEDIA Α.Ε	BIOΧΑΛΚΟ
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε	ΕΛΠΕ
LOGICDIS	ALBIO ΒΙΟΚΑΡΠΙΕΤ
ΒΙΟΙΑΤΡΙΚΗ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	ΑEGEAN AIRLINES



**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**  
Τμήμα Επιχειρησιακής Έρευνας και Μάρκετινγκ  
ΠΑΤΗΣΙΩΝ 76 - 10434 ΑΘΗΝΑ - ΤΗΛ: 8203471 - FAX: 8203475 email: yrap@aeub.gr

## ΕΡΕΥΝΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:

### ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Το παρόν ερωτηματολόγιο αποτελεί μέρος μιας ευρύτερης ερευνητικής προσπάθειας που διεξάγεται από το **Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών** και έχει ως θέμα τις **Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (ΕήΣ)**.

Στόχος της έρευνας είναι να αντληθεί συγκριτική πληροφόρηση για το πως οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα ενεργούν πριν αλλά και μετά την ανακοίνωση μιας ΕήΣ. Φιλοδοξούμε να αντλήσουμε στοιχεία από έναν *μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων*. Μια από τις επιχειρήσεις που επελέγη είναι και η δική σας.

Ο χαρακτήρας της έρευνας είναι **αυστηρά επιστημονικός**. Όλες οι πληροφορίες που δίνονται θα τηρηθούν με **απόλυτη εχεμύθεια και η πλήρης ανωνυμία είναι εξασφαλισμένη**. Σε κανένα σημείο της έρευνας μας δεν θα γίνεται αναφορά σε πρακτικές μεμονωμένων επιχειρήσεων. Αντίθετα, μας ενδιαφέρει να διερευνήσουμε συνολικά το πως οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα χειρίζονται τις ΕήΣ.

Στα πλαίσια αυτής της προσπάθειας ιδιαίτερα πολύτιμη είναι η δική σας συμβολή. Θα σας παρακαλούσαμε να διαθέσετε τα 25-30 λεπτά που απαιτούνται για να συμπληρώσετε το ερωτηματολόγιο που ακολουθεί. Στις απαντήσεις σας, παρακαλούμε να *περιγράψετε τις πρακτικές όπως αυτές συνέβησαν στη συγκεκριμένη ΕήΣ, και όχι όπως πιστεύετε ότι θα έπρεπε να είχαν συμβεί*.

*Εφ' όσον το επιθυμείτε, μετά την ολοκλήρωση της έρευνας, θα πάρετε έκθεση με τα κύρια αποτελέσματά της.*

Σας ευχαριστούμε εκ των προτέρων για το χρόνο σας και τη συμβολή σας στη έρευνά μας.

Μετά τιμής,

Βασίλης Παπαδάκης (PhD London Business School)  
Επίκουρος Καθηγητής Επιχειρησιακής Στρατηγικής,  
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

## **I. ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ ή ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ (ΕήΣ)**

Ερ. 1: Επωνυμία της Επιχείρησής σας

Ερ. 2: Παρακαλούμε περιγράψτε με λίγα λόγια την ΕήΣ (Επωνυμία, Αντικείμενο, Θέση στην αγορά).

Ερ. 3: Πόσες ΕήΣ είχε κάνει η επιχείρηση (βάλτε τον κατάλληλο αριθμό στο αντίστοιχο κουτί):

Πριν από την ΕήΣ που μόλις περιγράψατε  Μετά την ΕήΣ που μόλις περιγράψατε

Ερ. 4: Παρακαλούμε δείξτε, τον βαθμό που συμφωνείτε ή διαφωνείτε, με κάθε μια από τις πιο κάτω προτάσεις οι οποίες αναφέρονται στα βασικά χαρακτηριστικά της ΕήΣ, όπως η επιχείρησή σας τα αντιλαμβάνονταν πριν από την ολοκλήρωση της συμφωνίας ΕήΣ.

Βάλτε τον πιο κατάλληλο αριθμό (1-7) στο κενό στα αριστερά της κάθε μιας πρότασης χρησιμοποιώντας την ακόλουθη κλίμακα.

Διαφωνώ απόλυτα	1	2	3	4	5	6	7	Συμφωνώ απόλυτα
-----------------	---	---	---	---	---	---	---	-----------------

- \_\_\_\_\_ Η συγκεκριμένη απόφαση ΕήΣ προέκυψε *άμεσα* από τη στρατηγική της επιχείρησής μας
- \_\_\_\_\_ Αποφάσεις τέτοιου *μεγέθους* και *σημασίας* παίρνονται *κολά σπάνια* από την επιχείρησή μας
- \_\_\_\_\_ Η επιχείρησή μας είναι εξοικειωμένη να χειρίζεται αποφάσεις όπως αυτή
- \_\_\_\_\_ Από την αρχή γνωρίζαμε ότι η ΕήΣ αυτή θα *άλλαζε καταστάσεις* στην επιχείρησή μας
- \_\_\_\_\_ Αν δεν παιρνόταν γρήγορα η απόφαση για ΕήΣ η επιχείρησή μας απειλείτο με *χρηματική απόλεια*
- \_\_\_\_\_ Μέχρι να κλείσει η συμφωνία ΕήΣ *είχαμε μεγάλη αβεβαιότητα* ως προς τις ενέργειες που έπρεπε να γίνουν
- \_\_\_\_\_ Δεν ήταν σαφές τι *είδους πληροφορήση* έπρεπε να *συλλέξουμε* για την επιχείρηση-στόχο
- \_\_\_\_\_ Δεν υπήρχε συμφωνία για μια *μεθοδολογία λήψης* της απόφασης
- \_\_\_\_\_ Η όλη διαδικασία μέχρι και τη σύναψη της τελικής συμφωνίας ήταν *ιδιαίτερα φιλική*
- \_\_\_\_\_ *Δεν μπορούσαμε να εκτιμήσουμε εκ των προτέρων* τις *επιπτώσεις* που η ΕήΣ θα είχε στην στρατηγική μας

Ερ. 5: Για πόσα χρόνια μετά τη σύναψη της συμφωνίας ΕήΣ, αναμένετε η απόφαση να επηρεάζει (στρατηγικά, χρηματοοικονομικά και οργανωτικά), σε μεγάλο βαθμό το σύνολο της επιχείρησής σας:

1 Έτος	2	3	4	5	6	7	8	9	10 Έτη
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

## **II. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΛΗΨΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΕήΣ**

Ερ. 6: Η αρχική ιδέα για την ΕήΣ προήλθε από: (σημειώστε το επικρατέστερο)

- \_\_\_\_\_ Το Γενικό Δ/ντή ή/και Διευθύνοντα Σύμβουλο της επιχείρησής σας
- \_\_\_\_\_ Άλλα ανώτατα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησής σας
- \_\_\_\_\_ Εξωτερικούς συμβούλους της επιχείρησής σας
- \_\_\_\_\_ Άλλα μεσαία διοικητικά στελέχη της επιχείρησής σας
- \_\_\_\_\_ Πρωτοβουλία της διοίκησης της προς ΕήΣ επιχείρησης
- \_\_\_\_\_ Από αλλού (παρακαλώ εξηγήστε .....)



Ερ. 7: Ταυτόχρονα με την επιχείρηση-στόχο, εξετάζατε και άλλους εναλλακτικούς στόχους για ΕήΣ, σε περίπτωση που ναυαγούσε η συγκεκριμένη ΕήΣ, και αν ναι πόσους;

ΟΧΙ  ΝΑΙ, (δώστε αριθμό εναλλακτικών στόχων).....

Ερ. 8: Χρησιμοποιώντας την κλίμακα που ακολουθεί παρακαλούμε δείξτε τον βαθμό συμμετοχής της κάθε ιεραρχικής βαθμίδας στη διαδικασία που προηγήθηκε της τελικής συμφωνίας ΕήΣ:

Καθόλου	Σε πολύ μικρό βαθμό	Σε μικρό βαθμό	Σε μέτριο βαθμό	Σε αρκετό βαθμό	Σε μεγάλο βαθμό	Σε πολύ μεγάλο βαθμό
1	2	3	4	5	6	7
1 _____	Ο Γενικός Δ/ντής – Διευθύνων Σύμβουλος			5 _____	Τραπεζικοί (Investment bankers)	
2 _____	Άλλα ανώτατα διευθυντικά στελέχη			6 _____	Νομικοί Σύμβουλοι	
3 _____	Άλλα μεσαία διοικητικά στελέχη			7 _____	Κύριοι μέτοχοι της εταιρείας	
4 _____	Εξωτερικοί σύμβουλοι			8 _____	Άλλος αναφέρατε).....	

Ερ. 9: Πόσο σημαντικά θεωρήθηκαν κάθε ένα από τα παρακάτω, ως κίνητρα για την απόφαση ΕήΣ:

Καθόλου Σημαντικό	Σημαντικό σε πολύ μικρό βαθμό	Σημαντικό σε μικρό βαθμό	Σημαντικό σε μέτριο βαθμό	Σημαντικό σε αρκετό βαθμό	Σημαντικό σε μεγάλο βαθμό	Σημαντικό σε πολύ μεγάλο βαθμό
1	2	3	4	5	6	7
1. _____	Αύξηση μεριδίου αγοράς – Βελτίωση της ανταγωνιστικής θέσης στον κλάδο					
2. _____	Επίτευξη μεγαλύτερης χρηματιστηριακής αξίας για τους μετόχους					
3. _____	Να προλάβει τις κινήσεις του ανταγωνισμού					
4. _____	Γεωγραφική εξάπλωση (πχ δυνατότητες εισόδου σε νέες αγορές)					
5. _____	Εκμετάλλευση των τεχνικών εμπειριών και γνώσεων ( πχ παραγωγική διαδικασία, έρευνα & ανάπτυξη)					
6. _____	Καθετοποίηση παραγωγικής διαδικασίας					
7. _____	Αύξηση συνεργιών μέσα από οικονομίες κλίμακας (οριζόντια επέκταση)					
8. _____	Διασπορά χρηματοοικονομικού κινδύνου και επίτευξη χρηματοοικονομικών κυρίως συνεργιών					
9. _____	Εκμετάλλευση του δικτύου διανομής της εξαγορασθείσας εταιρείας					
10. _____	Εκμετάλλευση των ικανοτήτων μάρκετινγκ της εξαγορασθείσας					
11. _____	Αύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εξαγοράζουσας εταιρείας					
12. _____	Απόκτηση προϊόντων που δεν θέλαμε ή δεν μπορούσαμε να αναπτύξουμε εσωτερικά					
13. _____	Φορολογικοί λόγοι, εκμετάλλευση χρηματοδοτήσεων από κράτος ή/και ΕΕ					

Ερ. 10: Πριν ολοκληρωθεί η εξαγορά είχατε καταρτίσει γραπτά σχέδια αλλαγών σε κάθε έναν από τους παρακάτω τομείς; (παρακαλώ τσεκάρτε με ✓ στο ΝΑΙ ή στο ΟΧΙ)

	ΝΑΙ	ΟΧΙ
1. Αλλαγές στην οργανωτική δομή (πχ συγχώνευση τμημάτων)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2. Αλλαγές στην παραγωγή (πχ κατάργηση εργοστασίων, αλλαγή στην τεχνολογία και τις μεθόδους παραγωγής, κα)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. Αλλαγές στο προσωπικό (πχ μείωση προσωπικού, μετατάξεις)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. Αλλαγές στη γκάμα προϊόντων ή/και τους τομείς δραστηριότητας	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Ερ. 11: Σε σχέση με τις αργικis σας εκτιμήσεις για το ύφoς του τιμήματος εξαγοράs, το τελικά καταβληθέν τίμημα ήταν:

Πάνω από 50% χαμηλότερο	21-50% χαμηλότερο)	Έως 20% χαμηλότερο)	Ακριβώς όσο υπολογίζαμε	Έως 20% υψηλότερο	21%-50% υψηλότερο	Πάνω από 50% υψηλότερο
1	2	3	4	5	6	7

Ερ. 12: Πόσoς χρόνος παρήλθε (σε μήνες) από την πρώτη συζήτηση για σύναψη ΕήΣ με την επιχείρηση-στόχο μέχρι την τελική υπογραφή της συμφωνίας ΕήΣ;

Αριθμός μηνών

### III. Η ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕήΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

Η κατάσταση που συναντήσατε στην επιχείρηση στόχο

Ερ. 13: Μετά την ΕήΣ σε τι βαθμό διαπιστώσατε ότι τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης-στόχου διέφεραν σημαντικά (θετικά ή αρνητικά) σε σχέση με αυτά που πριν την ΕήΣ εκτιμούσατε ότι θα συναντούσατε.

Πολύ χειρότερο	Αρκετά χειρότερο	Χειρότερο	Όπως το αναμέναμε	Καλύτερο	Αρκετά καλύτερο	Πολύ καλύτερο
-3	-2	-1	0	+1	+2	+3

- |                        |                                    |                        |                            |
|------------------------|------------------------------------|------------------------|----------------------------|
| 1 <input type="text"/> | Το επίπεδο ικανοτήτων των στελεχών | 5 <input type="text"/> | Η δύναμη στην αγορά        |
| 2 <input type="text"/> | Η αποτελεσματικότητα της οργάνωσης | 6 <input type="text"/> | Η οργανωσιακή κουλτούρα    |
| 3 <input type="text"/> | Το εργασιακό κλίμα                 | 7 <input type="text"/> | Η οικονομική της κατάσταση |
| 4 <input type="text"/> | Οι τεχνολογικές δυνατότητες        |                        |                            |

Το Επικοινωνιακό πρόγραμμα μετά την ΕήΣ

Ερ. 14: Στην συνέχεια ακολουθεί μια λίστα με τις πιο βασικές ομάδες ενδιαφερομένων (κοινά-στόχοι). Παρακαλούμε ιεραρχήστε από 1 έως 8 την σημασία που προσδώσατε στην επικοινωνιακή προσπάθεια προς κάθε ομάδα ενδιαφερομένων, μετά το κλείσιμο της συμφωνίας ΕήΣ. Ιεραρχήστε με 1 την πιο σημαντική ομάδα ενδιαφερομένων, με 2 την αμέσως επόμενη, μέχρι την 8η, δηλαδή τη λιγότερο σημαντική απ' όλες.

- |                         |  |                         |                   |
|-------------------------|--|-------------------------|-------------------|
| 1. <input type="text"/> | Προμηθευτές  | 5. <input type="text"/> | Εργαζόμενοι       |
| 2. <input type="text"/> | Διανομείς  | 6. <input type="text"/> | Μέτοχοι           |
| 3. <input type="text"/> | Αντιπρόσωποι   | 7. <input type="text"/> | Μέσα ενημέρωσης   |
| 4. <input type="text"/> | Πελάτες/καταναλωτές                                  | 8. <input type="text"/> | Δυνητικοί πελάτες |
| 9. <input type="text"/> | Άλλη ομάδα ενδιαφερομένων (παρακαλώ αναφέρατε) ..... |                         |                   |

Ερ.15: Προχωρήσατε στο σχεδιασμό ενός ολοκληρωμένου γραπτού επικοινωνιακού προγράμματος για την κοινοποίηση της Ε ή Σ;

ΟΧΙ  ΝΑΙ

(Αν όχι συνεχίστε με την ερώτηση 17)

Ερ.16: Ο σχεδιασμός του επικοινωνιακού σας προγράμματος έγινε ; (παρακαλώ τσεκάρετε με ✓)

- ♦ Πριν το κλείσιμο της συμφωνίας
- ♦ Μετά το κλείσιμο της συμφωνίας

Ερ. 17: Πόσο ικανοποιημένος/η είσαστε από την επικοινωνιακή προσπάθεια προς τους εργαζομένους μετά την ΕήΣ;

Καθόλου ικανοποιημένος	Σε πολύ Μικρό Βαθμό	Σε Μικρό Βαθμό	Μέτρια Ικανοποιημένος	Σε Αρκετό Βαθμό	Σε Μεγάλο Βαθμό	Εξαιρετικά Ικανοποιημένος
1	2	3	4	5	6	7

Ερ. 18: Παρακαλούμε απαντήστε πόσο σημαντικό θεωρήσατε τον κάθε ένα από τους παρακάτω παράγοντες κατά την επικοινωνιακή σας προσπάθεια προς τους εργαζόμενους της εξαγορασθείσας εταιρίας.

Καθόλου σημαντικό	Πολύ λίγο σημαντικό	Λίγο σημαντικό	Μέτρια σημαντικό	Αρκετά σημαντικό	Πολύ σημαντικό	Πάρα πολύ σημαντικό
1	2	3	4	5	6	7

1. \_\_\_\_\_ Να δώσει πληροφορίες για την επιχείρηση με την οποία θα γίνει η συγχώνευση.
2. \_\_\_\_\_ Να εξηγήσει τη λογική της στρατηγικής αυτής επιλογής.
3. \_\_\_\_\_ Να εξαλείψει τους φόβους των εργαζομένων
4. \_\_\_\_\_ Να ενημερώσει για τις αλλαγές που θα προκύψουν με την Ε ή Σ.
5. \_\_\_\_\_ Να δημιουργήσει μια αμοιβαία κατανόηση της κουλτούρας των δύο εταιριών.
6. \_\_\_\_\_ Να παρέχει λεπτομερείς πληροφορίες για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που θα προσφέρει η νέα εταιρία.
7. \_\_\_\_\_ Να ενισχύσει την αποτελεσματική ομαδική εργασία.
8. \_\_\_\_\_ Να δημιουργήσει την αίσθηση ότι όλοι μοιράζονται τον ίδιο στόχο.
9. \_\_\_\_\_ Να δώσει πληροφορίες για τα οφέλη που θα προκύψουν για τους εργαζόμενους.

Ερ. 19: Κάθε πότε (συχνότητα) επικοινωνούσατε κατά τη διάρκεια του πρώτου έτους μετά την ΕήΣ με τους εργαζόμενους, για θέματα που αφορούσαν την πορεία της Ε ή Σ;

\_\_\_\_\_ Συχνότητα επικοινωνίας (σε εβδομάδες)

Ερ. 20: Τι ποσοστό εργαζομένων αποχώρησε το πρώτο εξάμηνο μετά το ξεκίνημα της υλοποίησης της συγχώνευσης των δύο επιχειρήσεων;

\_\_\_\_\_ % Οικειοθελώς αποχωρήσαντων \_\_\_\_\_ % Απολυθέντων

Ερ. 21: Μετά την υπογραφή της συμφωνίας ΕήΣ, οι αλλαγές που επρόκειτο να επηρεάσουν το προσωπικό των δύο εταιριών (π.χ. απολύσεις, μεταθέσεις κ.λπ.) πραγματοποιήθηκαν σε χρονικό διάστημα:

1-2 μηνών	3-4 μηνών	5-6 μηνών	7-8 μηνών	9-10 μηνών	11-12 μηνών	Λνω του 1 έτους
1	2	3	4	5	6	7

Ερ. 22: Τι ποσοστό ανώτατων διοικητικών στελεχών (δηλαδή Διευθύνων Σύμβουλος και στελέχη πρώτου επιπέδου) της εξαγοραζόμενης εταιρίας αντικαταστάθηκε το πρώτο εξάμηνο μετά την υπογραφή της συμφωνίας;

\_\_\_\_\_ %

Ερ. 23: Για κάθε έναν από τους τομείς που παρατίθενται στη συνέχεια, παρακαλώ προσδιορίστε τις προσδοκίες σας για συνέργειες οι οποίες υπήρχαν πριν την εξαγορά καθώς και τον βαθμό επίτευξης αυτών των προσδοκιών για συνέργειες μέχρι σήμερα.

Προσδοκίες για συνέργειες πριν την εξαγορά							<u>Τομείς της επιχείρησης</u>							Βαθμός επίτευξης συνεργιών μέχρι σήμερα													
Μικρές							Μεγάλες							Μικρός							Μεγάλες						
<b>1) Εσωτερική Υποδομή</b>																											
1	2	3	4	5	6	7	• Ενοποίηση τμημάτων	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	• Βελτίωση διαδικασιών διοίκησης	1	2	3	4	5	6	7													
<b>2) Διοίκηση Ανθρώπινων Πόρων (καλύτερη αξιοποίηση ανθρώπινου δυναμικού)</b>																											
1	2	3	4	5	6	7	3) Έρευνα & Ανάπτυξη (πχ απόκτηση τεχνογνωσίας, σχεδιασμός προϊόντων/ υπηρεσιών)	1	2	3	4	5	6	7													
<b>4) Προμήθειες/ Αγορές</b>																											
1	2	3	4	5	6	7	5) Λειτουργίες Χειρισμού Εισερχομένων (πχ αποθήκευση α' υλών)	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	6) Λειτουργίες Παραγωγής (πχ συναρμολόγηση, συσκευασία προϊόντων, βελτίωση ποιότητας, εξοικονόμηση κόστους)	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	7) Διαχείριση Εξερχόμενων (πχ διαδικασίες μεταφοράς, διατήρηση/ανάπτυξη δικτύου διανομής)	1	2	3	4	5	6	7													
<b>8) Μάρκετινγκ/ Πωλήσεις</b>																											
1	2	3	4	5	6	7	• Ανάπτυξη/ Βελτίωση νέων προϊόντων	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	• Τιμολόγηση	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	• Διαφημιστική δραστηριοποίηση	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	• Προώθηση προϊόντων	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	• Οργάνωση & διοίκηση δικτύου πωλητών	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	• Γεωγραφική κάλυψη/διανομή	1	2	3	4	5	6	7													
<b>9) Υπηρεσίες μετά την πώληση</b>																											
1	2	3	4	5	6	7	• Τεχνική υποστήριξη	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	• Ταχύτητα εξυπηρέτησης πελατών	1	2	3	4	5	6	7													
1	2	3	4	5	6	7	• Προσαρμογή στις ιδιαίτερες απαιτήσεις των πελατών (customization)	1	2	3	4	5	6	7													

Ερ. 24: Λαμβάνοντας όλα τα πιο πάνω υπόψη, πόσο ικανοποιημένοι είσατε, μέχρι σήμερα, από τον βαθμό επίτευξης των προσδοκιών σας για συνέργειες από την Ε ή Σ;

Καθόλου ικανοποιημένοι	Σε πολύ Μικρό Βαθμό	Σε Μικρό Βαθμό	Μέτρια Ικανοποιημένοι	Σε Αρκετό Βαθμό	Σε Μεγάλο Βαθμό	Εξαιρετικά Ικανοποιημένοι
1	2	3	4	5	6	7

**Προϊόντικό Χαρτοφυλάκιο μετά την ΕήΣ**

Ερ. 25: Παρακαλούμε δείξτε τον βαθμό που ισχύει κάθε μια από τις πιο κάτω προτάσεις για τη σχέση των προϊόντων/υπηρεσιών της εταιρίας σας και αυτής που εξαγοράσατε ή συγχωνευθήκατε (ΕήΣ).

Καθόλου	Σε πολύ μικρό βαθμό	Σε μικρό βαθμό	Σε μέτριο βαθμό	Σε αρκετό βαθμό	Σε μεγάλο βαθμό	Σε πολύ μεγάλο βαθμό
1	2	3	4	5	6	7

1. \_\_\_\_\_ Τα προϊόντα/υπηρεσίες Εξαγοραζόμενης ή Συγχωνευόμενης (ΕήΣ) εταιρίας προσέθεσαν μία νέα γραμμή στο χαρτοφυλάκιο μας.
2. \_\_\_\_\_ Τα προϊόντα της ΕήΣ εταιρείας εμπλούτισαν μία υπάρχουσα γραμμή προϊόντων μας.
3. \_\_\_\_\_ Τα προϊόντα της ΕήΣ εταιρείας βοήθησαν την είσοδό μας σε ένα νέο τμήμα αγοράς.
4. \_\_\_\_\_ Τα προϊόντα της ΕήΣ εταιρείας αντικατέστησαν υπάρχοντα προϊόντα.

Ερ. 26: Τι ποσοστό (κατά προσέγγιση) των προϊόντων/υπηρεσιών της εξαγοραζόμενης/συγχωνευόμενης εταιρείας διατηρήθηκε στο χαρτοφυλάκιο της επιχείρησης που προέκυψε μετά τη συγχώνευση;

\_\_\_\_\_ %

Ερ.27: Στα προϊόντα/υπηρεσίες της εξαγοραζόμενης ή συγχωνευόμενης εταιρείας τα οποία διατηρήσατε, σε ποιο βαθμό πραγματοποιήσατε κάθε μια από τις ακόλουθες αλλαγές:

Καθόλου	Σε πολύ μικρό βαθμό	Σε μικρό βαθμό	Σε μέτριο βαθμό	Σε αρκετό βαθμό	Σε μεγάλο βαθμό	Σε πολύ μεγάλο βαθμό
1	2	3	4	5	6	7

1. \_\_\_\_\_ Αλλαγές στα τεχνικά χαρακτηριστικά
2. \_\_\_\_\_ Αλλαγές στη τιμολόγηση
3. \_\_\_\_\_ Αλλαγές στη συσκευασία, χρώμα, λογότυπο
4. \_\_\_\_\_ Αλλαγές στα δίκτυα διανομής
5. \_\_\_\_\_ Αλλαγές στη επικοινωνιακή πολιτική
6. \_\_\_\_\_ Αλλαγές στις υπηρεσίες που συνοδεύουν το προϊόν
7. \_\_\_\_\_ Αλλαγές στο όνομα (brand name)

Ερ. 28: Χρησιμοποιώντας την κλίμακα που ακολουθεί παρακαλούμε δείξτε τον βαθμό που πιστεύετε ότι η ΕήΣ ισχυροποίησε την θέση της επιχείρησής σας έναντι των κύριων ανταγωνιστών σας σε κάθε ένα από τα ακόλουθα επιχειρηματικά πεδία;

Καθόλου	Σε πολύ μικρό βαθμό	Σε μικρό βαθμό	Σε μέτριο βαθμό	Σε αρκετό βαθμό	Σε μεγάλο βαθμό	Σε πολύ μεγάλο βαθμό
1	2	3	4	5	6	7

1. \_\_\_\_\_ Διαδικασίες Προμηθειών
2. \_\_\_\_\_ Εσωτερικές διαδικασίες (οργάνωση, διοικητικές πρακτικές, παραγωγή κλπ)
3. \_\_\_\_\_ Σχέσεις με Διανομείς
4. \_\_\_\_\_ Σχέσεις με Αγοραστές

7

Ερ. 29: Το πρώτο εξάμηνο μετά την ανακοίνωση της ΕήΣ σε ποιο βαθμό συνέβη κάθε ένα από τα ακόλουθα γεγονότα:

Καθόλου	Σε πολύ μικρό βαθμό	Σε μικρό βαθμό	Σε μέτριο βαθμό	Σε αρκετό βαθμό	Σε μεγάλο βαθμό	Σε πολύ μεγάλο βαθμό
1	2	3	4	5	6	7

- \_\_\_\_\_ Οι ανταγωνιστές σας μείωσαν το εύρος ή το βάθος των προϊόντων/υπηρεσιών που προσέφεραν
- \_\_\_\_\_ Οι ανταγωνιστές σας εισήγαγαν νέα προϊόντα/υπηρεσίες ή γραμμές προϊόντων/υπηρεσιών
- \_\_\_\_\_ Υπήρξε είσοδος νέων ανταγωνιστών σε συγκεκριμένα τμήματα αγοράς
- \_\_\_\_\_ Δεν υπήρξαν μεταβολές στο χαρτοφυλάκιο προϊόντων/υπηρεσιών των ανταγωνιστών σας
- \_\_\_\_\_ Οι ανταγωνιστές αύξησαν σημαντικά τις διαφημιστικές και λοιπές προωθητικές τους ενέργειες
- \_\_\_\_\_ Οι ανταγωνιστές ξεκίνησαν πόλεμο τιμών

Ερ. 30: Βάζοντας σε κύκλο τον κατάλληλο αριθμό στην κλίμακα 1-7 που δίνεται, σημειώστε στην αριστερή στήλη τις προσδοκίες που είχατε πριν την εξαγορά για κάθε ένα από τα ακόλουθα κριτήρια επιτυχίας και στη δεξιά στήλη το βαθμό στον οποίο πιστεύετε ότι επιτεύχθηκαν οι προσδοκίες αυτές μέχρι σήμερα.

Προσδοκίες πριν την εξαγορά							Κριτήρια επιτυχίας της Ε ή Σ							Βαθμός επίτευξης προσδοκιών μέχρι σήμερα														
Μικρές							Μεγάλες							Μικρός							Μεγάλες							
1	2	3	4	5	6	7	Αύξηση κερδών	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Αύξηση πωλήσεων	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Αύξηση μεριδίου αγοράς	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Αύξηση τιμής της μετοχής	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Βελτίωση πιστοληπτικής ικανότητας	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Μείωση κόστους κεφαλαίου	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Μείωση κόστους χρηματοδότησης	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Βελτίωση δυνατοτήτων επενδύσεων	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Βελτίωση ανταγωνιστικής θέσης	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Βελτίωση δυνατοτήτων έρευνας και ανάπτυξης	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Βελτίωση καινοτομικότητας	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
1	2	3	4	5	6	7	Βελτίωση δυνατοτήτων ανάπτυξης προσωπικού	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7

Ερ. 31: Συνολικά, σε ποιο βαθμό πιστεύετε ότι η συγκεκριμένη ΕήΣ είναι επιτυχημένη (στηριχθείτε στη μέχρι σήμερα εμπειρία σας από την ΕήΣ).

Καθόλου	Σε πολύ μικρό βαθμό	Σε μικρό βαθμό	Σε μέτριο βαθμό	Σε αρκετό βαθμό	Σε μεγάλο βαθμό	Σε πολύ μεγάλο βαθμό
1	2	3	4	5	6	7

Ερ. 32: Αν είχατε τη δυνατότητα, τι διαφορετικό θα κάνατε ώστε η ΕήΣ αυτή να ήταν σήμερα ακόμα πιο επιτυχημένη;

7

#### IV. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ ΤΗΣ

Ερ. 33: Παρακαλούμε δείξτε, τον βαθμό που συμφωνείτε ή διαφωνείτε, με κάθε μια από τις πιο κάτω προτάσεις οι οποίες αναφέρονται στην επιχείρησή σας και στο περιβάλλον λειτουργίας της.

Βάλτε τον πιο κατάλληλο αριθμό (1-7) στο κενό στα αριστερά της κάθε μιας πρότασης χρησιμοποιώντας την ακόλουθη κλίμακα

Διαφωνώ απόλυτα	Ούτε συμφωνώ ούτε διαφωνώ					Συμφωνώ απόλυτα
1	2	3	4	5	6	7
1. _____						
2. _____						
3. _____						
4. _____						
5. _____						
6. _____						
7. _____						
8. _____						
9. _____						
10. _____						
11. _____						
12. _____						
13. _____						
14. _____						
15. _____						
16. _____						
17. _____						
18. _____						
19. _____						
20. _____						
21. _____						
22. _____						
23. _____						
24. _____						

Διαφορνó απόλυτα	Ούτε συμφωνό ούτε διαφορνó					Συμφωνό Απόλυτα
1	2	3	4	5	6	7
25. _____	Η ανώτατη διοίκηση έχει θεσπίσει ποσοτικούς στόχους για την επιχείρηση					
26. _____	Η ανώτατη διοίκηση έχει μια γραπτή πρόταση για το που βρίσκεται η επιχείρηση και το που θέλει να βρεθεί στο μέλλον					
27. _____	Υπάρχει ένα στέλεχος ή ομάδα στελεχών που ασχολούνται αποκλειστικά με το να συντονίζουν τον μακροχρόνιο επιχειρησιακό προγραμματισμό					
28. _____	Η ανώτατη διοίκηση έχει αναπτύξει ένα κλίμα που υποστηρίζει την προσπάθεια για μακροχρόνιο προγραμματισμό					
29. _____	Αναλυτικά προγράμματα δράσης αναπτύσσονται για να υποστηρίξουν κάθε κύρια στρατηγική					
30. _____	Ένα άτομο που θα ήθελε να πάρει μόνο του αποφάσεις στην επιχείρηση, γρήγορα θα απογοητευτούν					
31. _____	Ακόμα και μικρής σημασίας ζητήματα θα πρέπει να μεταβιβάζονται στα ανώτατα στελέχη για επίλυση					
32. _____	Κάθε απόφαση που παίρνει ένας εργαζόμενος πρέπει να έχει την έγκριση του ανωτέρου του					
33. _____	Για οποιοδήποτε πρόβλημα προκύπτει υπάρχουν συγκεκριμένοι κανόνες και διαδικασίες που πρέπει να ακολουθηθούν					
34. _____	Το να ακολουθεί κανείς τις σωστές διαδικασίες είναι κάτι που τονίζεται διαρκώς στην επιχείρηση					
35. _____	Για τα προβλήματα που παρουσιάζονται υπάρχει ένα συγκεκριμένο άτομο που είναι υπεύθυνο για την επίλυσή τους					

**Ερ. 34:** Πως θα χαρακτηρίζατε το εξωτερικό περιβάλλον μέσα στο οποίο λειτουργεί η επιχείρησή σας; Τσεκάρετε με ✓ το τετράγωνο εκείνο που εκφράζει καλύτερα την περίπτωση της επιχείρησή σας.

	1	2	3	4	5	6	7	
Πολύ ασφαλέ, μικρή απειλή για την επιβίωση και καλή λειτουργία της επιχείρησης	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Πολύ επικίνδυνο, ένα λανθασμένο βήμα μπορεί να σημαίνει τη διάλυση της εταιρείας
Πλούσιο σε ευκαιρίες για επενδύσεις και προώθηση προϊόντων	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Πολύ αγχώδες, απαιτητικό, εχθρικό, πολύ δύσκολο για επιβίωση
Περιβάλλον το οποίο η επιχείρησή μας μπορεί να ελέγξει και να χειριστεί προς το συμφέρον της	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Ένα κυρίαρχο περιβάλλον, μέσα στο οποίο οι πρωτοβουλίες της επιχείρησης μας είναι ασήμαντες μπροστά στις ισχυρότατες δυνάμεις της αγοράς και της τεχνολογίας

**ΕΡ 35. Εσείς πόσα χρόνια εργάζεστε στην επιχείρηση;**

**Χρόνια**

**ΕΡ. 36** Τι ποσοστό (κατά προσέγγιση), των ανωτάτων στελεχών της επιχείρησης (Διευθύνων Σύμβουλος και διευθυντές τμημάτων είναι πτυχιούχοι ΑΕΙ-ΤΕΙ)

%

**Ερ. 37.** Το σημερινό ανώτατο διοικητικό στέλεχος (πχ Διευθύνων Σύμβουλος) είναι και ο ιδρυτής της επιχείρησης;

OXI

ΝΑΙ

**Σας ευχαριστούμε που μας διαθέσατε τον πολύτιμο χρόνο σας. Εάν το επιθυμείτε, ζητήστε μας να σας στείλουμε τα αποτελέσματα της έρευνας, μόλις αυτή ολοκληρωθεί.**





# Βασίλης Παπαδάκης

Αναπληρωτής Καθηγητής  
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Ο Βασίλης Παπαδάκης (Ph.D. από το London Business School), είναι Αναπληρωτής Καθηγητής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών. Τα ερευνητικά του ενδιαφέροντα εστιάζουν στο χώρο της Επιχειρησιακής Στρατηγικής, της Λήψης Στρατηγικών Αποφάσεων και των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων. Άρθρα του έχουν δημοσιευθεί σε διεθνώς αναγνωρισμένα επιστημονικά περιοδικά. Στο ΟΠΑ διδάσκει μαθήματα που άπτονται της Στρατηγικής των Επιχειρήσεων και του Μάνατζμεντ Στρατηγικών Αλλαγών. Για το διδακτικό του έργο έχει τιμηθεί με Αριστεία Διδασκαλίας, από τα Μεταπτυχιακά Προγράμματα: Στελεχών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, στις Επιστήμες των Αποφάσεων και Μάρκετινγκ και Επικοινωνία με Νέες Τεχνολογίες. Έχει εμπειρία ως σύμβουλος και εκπαιδευτής στελεχών επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, έχοντας συνεργαστεί με επιχειρήσεις όπως Panafon/Vodafone, Alpha Bank, Abbott Laboratories, Pharmacia and Upjohn, Rothmans, Group Schneider, UDV, Arivita, Leon Engineering, Piaggio, Asprofos, Citibank, ΕΛΤΑ κ.α. Είναι μέλος της Βρετανικής και της Αμερικανικής Ακαδημίας Διοικήσεως Επιχειρήσεων καθώς και του Strategic Management Society.

*Η παρούσα έκδοση κατέστη δυνατή χάρις  
την ευγενική χορηγία της Genesis Pharma  
και την υποστήριξη του  
Συλλόγου Ελλήνων Αποφοίτων  
του London Business School.*



ΧΟΡΗΓΟΣ: **GENESIS** Pharma SA