ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ:

ΚΡΙΤΙΚΗ ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Δημήτριος Π. Χαραλαμπίδης

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

Επιβλέπων: Ομότιμος Καθηγητής Δημήτριος Παπαδόπουλος
Μέλη Τριμελούς Επιτροπής: Καθηγητής Ιωάννης Λαζαρίδης
Καθηγητής Αθανάσιος Νούλας

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
Θεσσαλονίκη

Νοέμβριος 2011

Copyright © Δημήτριος Π. Χαραλαμπίδης, 2011
Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της μεταπτυχιακής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας δεν υποδηλώνει απαραιτήτως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Προς,

τον ομότιμο καθηγητή του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας κύριο Δημήτριο Λ. Παπαδόπουλο όχι μόνο για την επίβλεψη της διατριβής και την κρίσιμη συμβολή του στην ολοκλήρωσή της αλλά, κυρίως, για την εμπιστοσύνη με την οποία με περιέβαλε από την αρχή της συνεργασίας μας.

τους καθηγητές του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας κ.κ. Ιωάννη Λαζαρίδη και Αθανάσιο Νούλα για τη συμμετοχή τους στην τριμελή επιτροπή επιβλεπόντων της διατριβής και τα μέλη ΔΕΠ του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, κ.κ. Χρήστο Νικολαΐδη, καθηγητή, Ιωάννη Παπαναστασίου, αναπληρωτή καθηγητή, Γεώργιο Μιχαλόπουλο, επίκουρο καθηγητή και Συμεών Παπαδόπουλο, λέκτορα, για τη συμμετοχή τους στην επταμελή εξεταστική επιτροπή της διατριβής.

τους γονείς μου, Περικλή και Μαγδαληνή, για την αμέριστη συμπαράστασή τους σε κάθε προσπάθειά μου.

Θεσσαλονίκη,
Νοέμβριος 2011

Με τιμή,
Δημήτριος Π. Χαραλαμπίδης

Σ' εκείνους που με υπομονή κι εργατικότητα
επιδιώκουν την πραγματοποίηση των ονείρων τους

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διατριβή ασχολείται, σε θεωρητικό και εμπειρικό επίπεδο, με το φαινόμενο της εταιρικής ανάκαμψης ή, πιο απλά, με την επιτυχή αντιμετώπιση της εταιρικής παρακμής. Δεδομένου ότι η παρακμή συνιστά φαινόμενο με διαχρονική παρουσία και συνεπάγεται αρνητικές συνέπειες για διάφορες ομάδες ενδιαφέροντος, όπως οι εργαζόμενοι και οι μέτοχοι των εταιριών, η δικαιολογητική βάση της διατριβής συνίσταται στον περιορισμό ή, ιδανικά, την εξάλειψη των εν λόγω συνεπειών μέσω της εξέτασης των στρατηγικών που συμβάλλουν στη λήξη της παρακμής και την επιστροφή των εταιριών σε καθεστώς ευημερίας.

Η μεθοδολογία ανάλυσης που υιοθετείται διέπεται, αρχικά, από την ανάπτυξη του σχετικού θεωρητικού υπόβαθρου και, ακολούθως, την καταγραφή εμπειρικών ευρημάτων που προκύπτουν είτε από έρευνες μεγάλου δείγματος είτε από μελέτες περιπτώσεων και επιδιώκει την κριτική διερεύνηση των υπό εξέταση ζητημάτων με απώτερο στόχο τη διατύπωση συμπερασμάτων και προτάσεων κατόπιν συγκερασμού θεωρίας και πράξης.

Το κείμενο της διατριβής διαρθρώνεται σε επτά κεφάλαια. Τα τρία πρώτα αφορούν, κυρίως, στην αιτιολόγηση της ενασχόλησης με το θέμα, τον ορισμό της ανάκαμψης σε ποιοτικό και ποσοτικό επίπεδο και την ιστορική αναδρομή στη σχετική βιβλιογραφία. Στα ακόλουθα τρία κεφάλαια εξετάζονται, αντίστοιχα, οι πτυχές της ανάκαμψης και, πιο συγκεκριμένα, το Πλαίσιο, το Περιεχόμενο και η Διαδικασία. Στο τελευταίο κεφάλαιο της διατριβής επιδιώκεται η περιγραφή και ερμηνεία της παρακμής και ανάκαμψης στην Ελλάδα βάσει ενός δείγματος εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1995-2009. Η διατριβή ολοκληρώνεται με τη διατύπωση των τελικών συμπερασμάτων και των προτάσεων μελλοντικής διερεύνησης του ζητήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ 14

1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου 14

1.2 Δικαιολογητική βάση για την ενασχόληση με τις στρατηγικές εταιρικής ανάκαμψης 15

1.3 Σύντομη επισκόπηση της υφιστάμενης βιβλιογραφίας 20

1.4 Τι επιδιώκει η παρούσα διατριβή 24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΟΡΟΥ «ΑΝΑΚΑΜΨΗ» ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ 27

2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου 27

2.2 Ποιοτικός ορισμός της ανάκαμψης 28

2.2.1 ΛΕΞΙΛΟΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥ ΟΡΟΥ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 28

2.2.2 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΟΙΟΤΙΚΩΝ ΟΡΙΣΜΩΝ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΣΤΗ ΣΧΕΤΙΚΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 28

2.2.3 ΟΡΙΣΜΟΙ ΕΚΤΟΣ ΤΩΝ ΟΡΙΩΝ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΕΥΝΑΣ 30

2.3 Ποσοτικός ορισμός της ανάκαμψης 31

2.3.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΟΣΟΤΙΚΩΝ ΟΡΙΣΜΩΝ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΣΤΗ ΣΧΕΤΙΚΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 31

2.3.2 ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΜΕΤΡΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΠΟΥ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΟΝ ΠΟΣΟΤΙΚΟ ΟΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 34

2.3.3 ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΚΡΙΣΙΜΕΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΠΟΥ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΟΝ ΠΟΣΟΤΙΚΟ ΟΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 36

2.3.4 ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΟΡΙΖΟΝΤΑ ΠΟΥ ΛΑΜΒΑΝΕΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΟΝ ΠΟΣΟΤΙΚΟ ΟΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 40

2.4 Σύνθεση ποιοτικού και ποσοτικού ορισμού της ανάκαμψης 40

2.4.1 ΣΥΝΘΕΣΗ ΠΟΙΟΤΙΚΟΥ ΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 40

2.4.2 ΣΥΝΘΕΣΗ ΠΟΣΟΤΙΚΟΥ ΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 43

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΜΕΧΡΙ ΤΟ 1982 50

3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου.....50

3.2 Η πρώτη εταιρική ανάκαμψη από τον Henry Fayol στα τέλη του 19ου αιώνα 51

3.3 Αναφορά στην εταιρική ανάκαμψη στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο μέχρι το 1982 54

3.4 Η συμβολή των Schendel et al. (1976) στην εξέλιξη της έρευνας για την εταιρική ανάκαμψη.....57

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ.....59

4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου.....59

4.2 Η σημασία διερεύνησης του Πλαισίου των στρατηγικών ανάκαμψης.....60

4.3 Εσωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση των αιτιών της εταιρικής παρακμής 62

4.3.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΙΤΙΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ ΟΡΟΥ «ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ» ΑΝΤΙ ΤΟΥ ΟΡΟΥ «ΑΙΤΙΕΣ» 62

4.3.2 ΔΙΑΚΡΙΣΗ-ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΙΤΙΩΝ-ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ..... 67

4.3.2.1 Εσωτερικές αιτίες – προβλήματα: θεωρητικά ζητήματα, μελέτες περιπτώσεων και εμπειρικές μελέτες μεγάλου δείγματος 68

- *ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ.....68*
- *ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ 72*
- *ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΈΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 78*

4.3.2.2 Εξωτερικές αιτίες – προβλήματα: θεωρητικά ζητήματα, μελέτες περιπτώσεων και εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος 80

- *ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ.....80*
- *ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ 83*
- *ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΈΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 87*

4.3.3 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΑΙΤΙΕΣ-ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΟΛΟΓΙΑ ΥΠΕΡ ΤΗΣ ΘΕΩΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ ΩΣ ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΑΙΤΙΩΝ-ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ 89

4.4 Εσωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση της σοβαρότητας της κατάστασης 96

4.4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ 96

4.4.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ 103

4.4.2.1 Θεωρητικά ζητήματα: οι διαβαθμίσεις της σοβαρότητας της κατάστασης 103

4.4.2.2 Θεωρητικά ζητήματα: η διάγνωση της σοβαρότητας της κατάστασης 107

4.4.2.3 Εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος 111

4.4.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ 114

4.5 Εσωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση της στάσης των συμμέτοχων 116

4.5.1 ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΕΣ ΟΜΑΔΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΤΑΣΗΣ ΤΟΥΣ 116

4.5.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΣΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΩΝ 119

4.5.2.1 Θεωρητικά ζητήματα 119

4.5.2.2 Διερεύνηση μέσω μελετών περιπτώσεων 125

4.5.2.3 Διερεύνηση μέσω εμπειρικών μελετών μεγάλου δείγματος 127

4.5.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΩΝ 130

4.6 Εσωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση της ιστορίας και παρούσας κατάστασης της εταιρίας 132

4.6.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΙΣΤΟΡΙΑΣ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ 132

4.6.2 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ 134

4.6.2.1 Ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά 134

4.6.2.2 Διοικητικά χαρακτηριστικά 138

4.6.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ 143

4.6.3.1 Εταιρικό μέγεθος 143

4.6.3.2 Πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι και αξία εξασφαλίσεων 148
4.6.3.3 Ρευστότητα 152
4.6.3.4 Αξιοποίηση της δυναμικότητας 154
4.6.4 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ 155
4.6.4.1 Μερίδιο αγοράς, ανταγωνιστική θέση και τιμολογιακή πολιτική 155
4.6.4.2 Πελάτες, προμηθευτές και εργαζόμενοι 159
4.6.4.3 Βαθμός διαφοροποίησης 163
4.6.4.4 Εταιρική ηλικία 165
4.6.5 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ 165
4.7 Εξωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση των χαρακτηριστικών του κλάδου 169
4.7.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ 169
4.7.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ 170
4.7.2.1 Θεωρητικά ζητήματα 170
4.7.2.2 Μελέτες περιπτώσεων 171
4.7.2.3 Εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος 173
4.7.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ 174
4.8 Εξωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος 176
4.8.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ 176
4.8.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ 176
4.8.2.1 Θεωρητικά ζητήματα 176
4.8.2.2 Μελέτες περιπτώσεων 177
4.8.2.3 Εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος 178
4.8.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ 179
4.9 Εξωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση της οικονομικής πολιτικής και του ρόλου της Πολιτείας 180
4.9.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΡΟΛΟΥ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΕΙΑΣ 180

4.9.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΡΟΛΟΥ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΕΙΑΣ 180

4.9.2.1 Θεωρητικά ζητήματα 180

4.9.2.2 Μελέτες περιπτώσεων 181

4.9.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΕΙΑΣ 183

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 185

5.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου 185

5.2 Η σημασία διερεύνησης του περιεχομένου των στρατηγικών ανάκαμψης 186

5.3 Συνοπτική αναφορά στο Περιεχόμενο των στρατηγικών ανάκαμψης, η δυσχέρεια και η ασυμφωνία επί της διατύπωσης ενός κοινά αποδεκτού «κανόνα» ομαδοποίησης και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης 187

5.4 Ο ρόλος της περιστολής κόστους και περιουσιακών στοιχείων στην ανάκαμψη 193

5.4.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 193

5.4.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΠΕΡΙΣΤΟΛΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 194

5.4.2.1 Θεωρητικά ζητήματα σχετικά με το ρόλο της περιστολής κόστους στην ανάκαμψη 194

5.4.2.2 Θεωρητικά ζητήματα σχετικά με το ρόλο της περιστολής περιουσιακών στοιχείων στην ανάκαμψη 199

5.4.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΠΕΡΙΣΤΟΛΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 208

5.4.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΠΕΡΙΣΤΟΛΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 215

5.5 Ο ρόλος των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην ανάκαμψη 217

5.5.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 217

5.5.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 219

5.5.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 224

5.5.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ 226

5.6 Ο ρόλος της στρατηγικής ανακατεύθυνσης και της αναδιάρθρωσης λειτουργιών στην ανάκαμψη 227

5.6.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 227

5.6.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΝΑΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 229

5.6.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΝΑΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 233

5.6.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΝΑΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 236

5.7 Ο ρόλος της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης στην ανάκαμψη 238

5.7.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 238

5.7.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 239

5.7.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 244

5.7.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 246

5.8 Ο ειδικός ρόλος της εταιρικής πτώχευσης στην ανάκαμψη 247

5.8.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 247

5.8.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΙΔΙΚΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 248

5.8.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΙΔΙΚΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 254

5.8.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΙΔΙΚΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ 255

5.9 Παρουσίαση της προτεινόμενης από το συγγραφέα ομαδοποίησης των στοιχείων του Περιεχομένου της ανάκαμψης 257

5.9.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΗΓΗΘΕΙΣΑ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΠΟΥ ΣΥΝΙΣΤΟΥΝ ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 257

5.9.2 ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟ ΤΟ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ: Η ΣΥΛΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ 258

5.9.3 ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟ ΤΟ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ: ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ 259

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 262

6.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου 262

6.2 Η σημασία διερεύνησης της Διαδικασίας εφαρμογής των στρατηγικών ανάκαμψης, η αδυναμία διατύπωσης ενός κοινά αποδεκτού υποδείγματος Διαδικασίας και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης του ζητήματος 263

6.3 Ανασκόπηση υφιστάμενων υποδειγμάτων Διαδικασίας ανάκαμψης 265

6.3.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 265

6.3.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ BIBEAULT (1982) 266

6.3.3 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ FINKIN (1985) 270

6.3.4 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ROBBINS AND PEARCE II (1992) 271

6.3.5 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ BALGOBIN AND PANDIT (2001) 274

6.3.6 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ CHOWDHURY (2002) 276

6.3.7 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ SCHERRER (2003) 278

6.3.8 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ LOHRKE ET AL. (2004) 280

6.3.9 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ SMITH AND GRAVES (2005) 281

6.4 Ζητήματα σχετικά με τη διοίκηση της Διαδικασίας ανάκαμψης 283

6.4.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 283

6.4.2 ΣΤΥΛ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ-ΗΓΕΣΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 284

6.4.3 ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗ Ή ΔΙΑΤΗΡΗΣΗ ΤΩΝ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΥΨΗΛΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ 286

6.4.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 291

6.5 Διατύπωση του προτεινόμενου υποδείγματος Διαδικασίας ανάκαμψης 292

6.5.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 292

6.5.2 ΤΟ ΕΝΑΥΣΜΑ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ 292

6.5.3 Η ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ 294

6.5.4 Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 297

6.5.5 Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 301

6.5.6 ΤΟ ΣΧΕΔΙΟ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 305

6.5.7 Η ΕΚΒΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ 307

6.5.8 Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΓΙΑ ΣΥΝΕΧΙΣΗ Ή ΔΙΑΚΟΠΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ 308

6.5.9 ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ 310

6.5.10 ΤΕΧΝΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 313

6.5.11 ΤΟ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ 314

6.5.12 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 319

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 321

7.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου 321

7.2 Παρουσίαση της δειγματοληψίας εταιριών που θα εξεταστούν στην παρούσα εμπειρική έρευνα 322

7.2.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 322

7.2.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΛΗΨΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΑΡΑΚΜΑΣΑΝ 323

7.2.2.1 Ποσοτικά κριτήρια για την επιλογή των εταιριών που παράκμασαν 323

7.2.2.2 Δειγματοληψία των εταιριών που παράκμασαν σύμφωνα με τα κριτήρια της παρούσας έρευνας 325

7.2.2.3 Προκαταρκτικά σχόλια για τη σύνθεση του δείγματος των εταιριών που παράκμασαν 330

7.2.2.4 Ποσοτικά κριτήρια για την επιλογή των εταιριών που ανέκαμψαν και την επιλογή εταιριών που δεν ανέκαμψαν 331

7.2.2.5 Δειγματοληψία των εταιριών που ανέκαμψαν και των εταιριών που δεν ανέκαμψαν 333

7.2.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΛΗΨΙΑΣ ΥΓΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ 336

7.2.3.1 Ποσοτικά κριτήρια για την επιλογή των υγιών εταιριών 336

7.2.3.2 Δειγματοληψία των υγιών εταιριών σύμφωνα με τα κριτήρια της παρούσας έρευνας 337

7.3 Περιγραφή, ερμηνεία και πρόβλεψη της εταιρικής παρακμής στην Ελλάδα για την περίοδο 1995-2009 340

7.3.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 340

7.3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΑΡΑΚΜΑΣΑΝ ΤΩΝ ΥΓΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ 341

7.3.2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης 341

7.3.2.2 Καταγραφή και ανάλυση της επίδοσης των εταιριών που παράκμασαν 343

7.3.2.3 Καταγραφή και ανάλυση της επίδοσης των υγιών εταιριών 345

7.3.2.4 Σύγκριση της επίδοσης ανάμεσα στις εταιρίες που παράκμασαν και τις υγιείς εταιρίες 346

7.3.2.5 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για την επίδοση των εταιριών που παράκμασαν και την επίδοση των υγιών εταιριών 347

7.3.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΑΡΑΚΜΑΣΑΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΥΓΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ 348

7.3.3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης 348

7.3.3.2 Επιλογή και περιγραφή των μεταβλητών Πλαισίου που εξετάζονται στην παρούσα έρευνα 349

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ: ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ 350*
- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΚΛΑΔΟΣ: ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ 351*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ: ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ 352*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ: ΠΙΣΤΩΤΕΣ 354*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ 355*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ 358*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΓΕΘΟΣ, ΠΛΕΟΝΑΖΟΝΤΕΣ ΠΟΡΟΙ, ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑΣ 359*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ, ΠΕΛΑΤΕΣ, ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ, ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΗΛΙΚΙΑ 360*
- *ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΠΟΥ ΔΕΝ ΕΞΕΤΑΖΟΝΤΑΙ 361*

7.3.3.3 Καταγραφή και ανάλυση του Πλαισίου των εταιριών που παράκμασαν 363

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ: ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ 363*
- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΚΛΑΔΟΣ: ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ 364*

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ: ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ 365*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ: ΠΙΣΤΩΤΕΣ.....366*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ.....368*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ.....370*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΓΕΘΟΣ, ΠΛΕΟΝΑΖΟΝΤΕΣ ΠΟΡΟΙ, ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑΣ.....370*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ, ΠΕΛΑΤΕΣ, ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ, ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΗΛΙΚΙΑ....373*

7.3.3.4 Καταγραφή και ανάλυση του Πλαισίου των υγιών εταιριών 376

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ: ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ 376*
- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΚΛΑΔΟΣ: ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ.....376*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ: ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ 377*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ: ΠΙΣΤΩΤΕΣ.....378*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ.....379*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ.....381*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΓΕΘΟΣ, ΠΛΕΟΝΑΖΟΝΤΕΣ ΠΟΡΟΙ, ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑΣ.....381*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ, ΠΕΛΑΤΕΣ, ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ, ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΗΛΙΚΙΑ....384*

7.3.3.5 Σύγκριση του Πλαισίου ανάμεσα στις εταιρίες που παράκμασαν και τις υγιείς εταιρίες.....386

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΚΛΑΔΟΣ: ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ.....387*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ: ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ 387*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ: ΠΙΣΤΩΤΕΣ.....388*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ.....390*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ.....393*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΓΕΘΟΣ, ΠΛΕΟΝΑΖΟΝΤΕΣ ΠΟΡΟΙ, ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑΣ.....394*
- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ, ΠΕΛΑΤΕΣ, ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ, ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΗΛΙΚΙΑ....396*

7.3.3.6 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για το Πλαίσιο παρακμής.....397

7.3.4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ..... 404

7.3.4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης.....404

7.3.4.2 Αιτιολόγηση της ελαχιστοποίησης του συνολικού αναμενόμενου κόστους των εσφαλμένων προβλέψεων ως στόχου των υποδειγμάτων πρόβλεψης της εταιρικής παρακμής.....405

7.3.4.3 Συνοπτική παρουσίαση της στατιστικής μεθόδου που εφαρμόζεται για την εκτίμηση του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής 407

7.3.4.4 Μεθοδολογία επιλογής των μεταβλητών του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής 411

7.3.4.5 Διαχωρισμός των παρατηρήσεων σε δείγμα εκτίμησης και δείγμα ελέγχου της προβλεπτικής ισχύος του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής 413

7.3.4.6 Εκτίμηση του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής 415

7.3.4.7 Έλεγχος της χρησιμότητας του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής κατόπιν μεταβολής των υποθέσεων εκτίμησής του 423

7.3.4.8 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για την πρόβλεψη της παρακμής 427

7.3.5 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΠΑΡΑΚΜΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 428

7.4 Περιγραφή, ερμηνεία και εκτίμηση της πιθανότητας εταιρικής ανάκαμψης στην Ελλάδα για την περίοδο 1995-2009 430

7.4.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 430

7.4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ, ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΔΕΝ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΥΓΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ 431

7.4.2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης 431

7.4.2.2 Καταγραφή και ανάλυση της επίδοσης των εταιριών που ανέκαμψαν και των εταιριών που δεν ανέκαμψαν και σύγκριση της επίδοσης μεταξύ των εταιριών που ανέκαμψαν, των εταιριών που δεν ανέκαμψαν και των υγιών εταιριών 433

7.4.2.3 Ανάλυση του Πλαισίου των εταιριών που ανέκαμψαν και των εταιριών που δεν ανέκαμψαν 435

7.4.2.4 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για το Πλαίσιο ανάκαμψης 436

7.4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΔΕΝ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ 437

7.4.3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης 437

7.4.3.2 Ορισμός μεταβλητών του Περιεχομένου (ενεργειών) ανάκαμψης 438

- *ΑΥΞΗΣΗ ΕΣΟΔΩΝ 438*
- *ΠΕΡΙΣΤΟΛΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ 440*
- *ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ 441*
- *ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ 444*
- *ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΑΝΩΤΑΤΩΝ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟΥ ΚΑΘΕΣΤΩΤΟΣ 447*
- *ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΠΟΥ ΔΕΝ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΗΝ ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ 448*

7.4.3.3 Σύγκριση του Περιεχομένου ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν 449

7.4.3.4 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για το Περιεχόμενο ανάκαμψης ***458***

7.4.4 ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ, ΤΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ 459

7.4.4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης ***459***

7.4.4.2 Εξέταση της επιρροής των παραγόντων Πλαισίου στην επιλογή ενεργειών ανάκαμψης ***460***

7.4.4.3 Σύνθεση του Πλαισίου, του Περιεχομένου και της επίδοσης των εταιριών για την εκτίμηση υποδείγματος της πιθανότητας ανάκαμψης ***462***

7.4.4.4 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για τη σύνθεση του Πλαισίου, του Περιεχομένου και της επίδοσης ***468***

7.4.5 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 469

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ 471

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 479

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου

Το παρόν κεφάλαιο στοχεύει στην παροχή κάποιων εισαγωγικών σχολίων που θα συμβάλλουν στη διαμόρφωση μίας αρχικής άποψης για το περιεχόμενο της διατριβής. Αρχικά, αναλύονται οι λόγοι για τους οποίους κρίνεται σημαντική η ενασχόληση με το θέμα της διατριβής. Η βασική παρακίνηση για τη μελέτη των στρατηγικών εταιρικής ανάκαμψης είναι η αντιμετώπιση της εταιρικής παρακμής και, πιο συγκεκριμένα, των αρνητικών συνεπειών της σε διάφορες ομάδες συμφερόντων που σχετίζονται με τις εταιρίες. Στη συνέχεια, παρατίθεται μία σύντομη ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας όπως έχει διαμορφωθεί μέχρι σήμερα. Η ανασκόπηση αυτή στοχεύει, κυρίως, στον εντοπισμό ελλείψεων που θα αποτελέσουν βασικό αντικείμενο ανάλυσης της διατριβής. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με τη διατύπωση των στόχων της διατριβής μεταξύ των οποίων η σύνθεση της υπάρχουσας θεωρίας και των εμπειρικών αποδείξεων, η παρουσίαση ενός μοντέλου εταιρικής ανάκαμψης με έμφαση στις ακολουθούμενες διαδικασίες και η εξέταση θεωρητικών υποθέσεων στα πλαίσια των εταιριών που λειτουργούν στην Ελλάδα.

1.2 Δικαιολογητική βάση για την ενασχόληση με τις στρατηγικές εταιρικής ανάκαμψης

Η παρακμή συνιστά φαινόμενο άρρηκτα συνδεδεμένο με την ύπαρξη των επιχειρηματικών οντοτήτων. Όσο οι επιχειρήσεις υπάρχουν και δραστηριοποιούνται σε ένα δυναμικό περιβάλλον, υπάρχει η πιθανότητα να μην εκπληρώσουν τις προσδοκίες των συμμέτοχών[1] τους και να πάψουν να υφίστανται στο τέλος μίας χρονικής περιόδου παρακμής. Για την επιχείρηση αυτή καθαυτή, ο τερματισμός της λειτουργίας της συνδέεται με αρνητικές συνέπειες στις οποίες υπόκεινται διάφορες ομάδες συμφερόντων όπως οι ιδιοκτήτες, προμηθευτές, πιστωτές, εργαζόμενοι, καταναλωτές κλπ. Για την οικονομία και την κοινωνία, γενικότερα, η επιχειρηματική παρακμή είναι ταυτόσημη με την εμφάνιση επιπλέον κόστων όπως η απώλεια εσόδων από τη φορολογία εισοδήματος, η χρηματοδότηση της επιπλέον ανεργίας, η μη αποδοτική χρήση των παραγωγικών συντελεστών (γη, κεφάλαιο κι εργασία) και η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος μεταξύ άλλων (Harker and Sharma: 2000). Εκτός αυτών των «απτών» συνεπειών, η επιχειρηματική παρακμή, ειδικά στις κοινωνίες όπου η συχνότητά της είναι υψηλή, συνοδεύεται από δημιουργία κλίματος φόβου, διστακτικότητας, έλλειψη εμπιστοσύνης και, συχνά, συνδέεται με την παρακμή προσώπων (Carrington and Aurelio: 1976). Σύμφωνα με μία περισσότερο αισιόδοξη άποψη, όταν η παρακμή οδηγεί στην οριστική κατάργηση της ύπαρξης (παύση λειτουργίας) των επιχειρήσεων τότε μπορεί να θεωρηθεί ως ο μηχανισμός-κλειδί της κοινωνίας για την αντικατάσταση αναποτελεσματικών οντοτήτων από αποτελεσματικότερες (Tamborini: 1997). Παρά το αισιόδοξο στοιχείο που εισάγεται από την συγκεκριμένη άποψη, οι αρνητικές συνέπειες εξακολουθούν να υφίστανται, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

Στα πρόσφατα χρόνια τόσο οι επιχειρηματικές αποτυχίες όσο και οι αρνητικές συνέπειές τους έλαβαν ιδιαίτερα ανησυχητικές διαστάσεις. Στις ΗΠΑ, στα πλαίσια της τρέχουσας κρίσης (2009) του χρηματοπιστωτικού τομέα παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση των πτωχεύσεων μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων. Έτσι, από μόλις 3 πτωχεύσεις το 2007 και 25 το 2008, το πλήθος των πτωχεύσεων τραπεζών ξεπέρασε τις 80 για το 2009[2]. Οι αιτήσεις πτώχευσης των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ αυξήθηκαν

[1] Ο όρος «συμμέτοχοι» αναφέρεται στις ομάδες συμφερόντων που συνδέονται με την εταιρία: μέτοχοι, πιστωτές, εργαζόμενοι, πελάτες κλπ.
[2] Εφημερίδα «Καθημερινή», ηλεκτρονική έκδοση, 29/08/2009:

κατά 44% από το 2006 στο 2007 και 54% από το 2007 στο 2008. Οι αντίστοιχες μεταβολές στο πλήθος αιτήσεων πτώχευσης φυσικών προσώπων ήταν 38% και 31%[3], γεγονός που μαρτυρά την επιρροή των επιχειρηματικών αποτυχιών στις προσωπικές αποτυχίες. Η ένταση του φαινόμενου καθίσταται ακόμη πιο εμφανής αν αναλογιστούμε ότι η «αξία» των πρόσφατων εταιρικών πτωχεύσεων στις ΗΠΑ παρουσιάζει σημαντική άνοδο. Πιο συγκεκριμένα, οι 5 από τις 8 σημαντικότερες εταιρικές πτωχεύσεις στις ΗΠΑ (βάσει της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων κατά την αίτηση πτώχευσης) έλαβαν χώρα τη διετία 2008-9. Είναι αξιοσημείωτο ότι η αθροιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών Lehman Brothers και Washington Mutual που πτώχευσαν το 2008 στις ΗΠΑ ξεπερνά την αντίστοιχη αξία των υπόλοιπων 18 μεγαλύτερων εταιρικών πτωχεύσεων που κηρύχθηκαν ποτέ στην εν λόγω χώρα[4] ($1 τρις, περίπου, έναντι $750 δις, περίπου). Δεδομένης της σύνδεσης των οικονομιών παγκοσμίως, παρόμοια είναι η κατάσταση στην Ευρώπη καθώς, από το 2007 στο 2008, οι εταιρικές πτωχεύσεις αυξήθηκαν κατά 11%, περίπου (στην Δυτική Ευρώπη). Σε κάποιες χώρες, η αύξηση είναι ιδιαιτέρως ανησυχητική λαμβάνοντας τιμές της τάξης του 120% (Ιρλανδία) ή 140%[5] (Ισπανία). Στην Ελλάδα η αύξηση των εταιρικών πτωχεύσεων την περίοδο 2007-2008 ήταν, περίπου, 4%, η αύξηση της ασυνέπειας (default) των ελληνικών επιχειρήσεων για την ίδια περίοδο ήταν, περίπου, 5%[6] ενώ οι ακάλυπτες επιταγές στο πρώτο επτάμηνο του 2009 παρουσίασαν αύξηση κατά 182% ως προς την αξία και 193%[7] ως προς το πλήθος.

Η πιο εμφανής, ίσως, συνέπεια της επιχειρηματικής παρακμής είναι η αύξηση της ανεργίας και ό,τι αυτή συνεπάγεται[8]. Τόσο στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις παύουν να λειτουργούν οριστικά όσο και στην περίπτωση που τίθεται σε εφαρμογή

---

http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathbreak_1_29/08/2009_294433

[3] Ιστοσελίδα Αμερικανικού Ινστιτούτου Πτώχευσης, 16/09/2009:
http://www.abiworld.org/AM/AMTemplate.cfm?Section=Home&TEMPLATE=/CM/ContentDisplay.cfm&CONTENTID=57826

[4] Ιστοσελίδα εταιρίας «BankruptcyData.com», 16/09/2009:
http://www.bankruptcydata.com/Research/Largest_Overall_All-Time.pdf

[5] Εφημερίδα «Κέρδος», ηλεκτρονική έκδοση, 25/03/2009:
http://www.bep.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=3394&Itemid=271

[6] Εφημερίδα «Κέρδος», ηλεκτρονική έκδοση, 25/03/2009:
http://www.bep.gr/index.php?option=com_content&task=view&id=3394&Itemid=271

[7] Ιστοσελίδα «EPTonline», 17/08/2009:
http://news.ert.gr/el/25877-spane-ta-rekor-oi-akalyptes-epitages.htm

[8] Η αύξηση της ανεργίας αποτελεί ζήτημα με διάφορες οικονομικές και κοινωνικές προεκτάσεις όπως η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος μίας οικονομίας, η ανάγκη χρηματοδότησης των άνεργων, η πτώση του βιοτικού επιπέδου, οι κοινωνικές αναταραχές κλπ. Προφανώς, αυτός είναι ο λόγος που οι απολύσεις εργαζομένων λαμβάνουν τόσο εκτενή δημοσιότητα.

κάποιο «σχέδιο διάσωσης» για την αποτροπή της οριστικής παύσης λειτουργίας, οι εργαζόμενοι είναι η πρώτη ομάδα συμμέτοχων που πλήττεται[9]. Η μεγαλύτερη ανησυχία προκύπτει από το γεγονός ότι οι απολύσεις δεν αφορούν πλέον σε μικρές επιχειρήσεις που δεν μπορούν να επιβιώσουν σε δυσμενείς συνθήκες αλλά σε μεγάλες εταιρίες που συχνά αποκαλούνται «κολοσσοί». Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ, οι εταιρίες Caterpillar, Texas Instruments, Home Depot, Sprint Nextel, Pfizer, General Motors, Microsoft και Intel ανακοίνωσαν συνολικά απολύσεις 71.400 εργαζομένων για το 2009. Παρομοίως, στην Ευρώπη, οι εταιρίες ING, Philips και Corus ανακοίνωσαν την απόλυση 16.500 συνολικά εργαζομένων εντός του 2009[10]. Η ελβετική τράπεζα UBS ανακοίνωσε ότι μέχρι το 2010 θα περικόψει 8.700, περίπου, θέσεις εργασίας[11] ενώ η Robert Bosch ανακοίνωσε την κατάργηση 10.000 θέσεων εργασίας και τη μετατροπή 100.000 θέσεων εργασίας σε καθεστώς μειωμένου ωραρίου απασχόλησης[12]. Στην Ελλάδα, γνωστές και, σε κάποιες περιπτώσεις, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες έχουν ήδη απολύσει εκατοντάδες εργαζομένων και σχεδιάζουν την περαιτέρω κατάργηση θέσεων απασχόλησης. Η Siemens, η Altec Telecoms, η Vodafone και η ΒΙΑΜΥΛ συνιστούν μερικές από τις πιο γνωστές περιπτώσεις[13]. Σύμφωνα με συγκεντρωτικά στοιχεία, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2009 «χάθηκαν» 85.000 θέσεις εργασίας στον τομέα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων ενώ υπολογίζεται ότι εντός του δεύτερου εξαμήνου του ίδιου έτους θα «χαθούν» επιπλέον 96.000 θέσεις εργασίας[14].

Η κύρια παρακίνηση για την ενασχόληση με τις στρατηγικές ανάκαμψης που αφορούν, κυρίως, εταιρίες είναι ο περιορισμός των αρνητικών συνεπειών της παρακμής και αυτό έχει τονιστεί επανειλλημένως στη σχετική βιβλιογραφία[15]. Ήδη,

---

[9] Σε επόμενη θέση θα ασχοληθούμε εκτενώς με το ζήτημα της απόλυσης των εργαζομένων κατά την προσπάθεια διάσωσης μίας εταιρίας και την ορθότητα ή μη αυτού του μέτρου.

[10] Ιστοσελίδα τηλεοπτικού δικτύου «BBC», 26/01/2009:
http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7852484.stm

[11] Ιστοσελίδα τηλεοπτικού σταθμού «ΣΚΑΙ», 16/09/2009:
http://www.skai.gr/articles/news/finance/Περικοπές-θέσεων-εργασίας-στην-UBS/

[12] Εφημερίδα «Ναυτεμπορική», ηλεκτρονική έκδοση, 16/09/2009:
http://www.naftemporiki.gr/news/static/09/09/16/1715424.htm

[13] Ιστοσελίδα εταιρίας «Capital.gr», 24/09/2008:
http://www.capital.gr/news.asp?Details=624558

[14] Εφημερίδα «Το Βήμα», ηλεκτρονική έκδοση, 16/09/2009:
http://www.tovima.gr/default.asp?pid=2&ct=16&artId=285279&dt=27/08/2009

[15] Στη συνέχεια του κειμένου ο όρος «εταιρική παρακμή» θα χρησιμοποιηθεί αντί του όρου «επιχειρηματική παρακμή». Αυτό κρίνεται σκόπιμο καθώς η διατριβή αφορά σε επιχειρήσεις με τη νομική μορφή ανώνυμης εταιρίας. Σαφώς, η παρακμή δεν σχετίζεται με τη νομική μορφή και τα περισσότερα στοιχεία που περιλαμβάνονται στην παρούσα εργασία αφορούν, γενικά, σε κάθε επιχειρηματικό οργανισμό. Η χρήση του όρου «εταιρική παρακμή» επιλέχθηκε, επίσης, για λόγους «σύμπλευσης» με τη διεθνή βιβλιογραφία

από τα πρώιμα στάδια ανάπτυξης της σχετικής έρευνας, η αντιστροφή της παρακμής της εταιρικής επίδοσης χαρακτηρίστηκε ως ζήτημα με συνεχώς αυξανόμενη σημασία για την ακαδημαϊκή και την επιχειρηματική κοινότητα (Bruton and Wan: 1994). Άλλοι συγγραφείς επικεντρώνουν, αρχικά, το ενδιαφέρον τους στις μικρές εταιρίες που πρέπει να κατανοήσουν τον τρόπο αντιμετώπισης της παρακμής δεδομένων των διαρκών απειλών που οφείλονται στην αυξανόμενη ανταγωνιστική ορμή του παγκόσμιου περιβάλλοντος (Chowdhury and Lang: 1996). Σύμφωνα με τους Francis and Mariola (2005), η ανάγκη για κατανόηση του τρόπου με τον οποίο μία εταιρία ευρισκόμενη σε φθίνουσα απόδοση θα επιτύχει την επιστροφή σε ανοδική επίδοση είναι πλέον ένα ζήτημα που απαιτεί περαιτέρω έρευνα δεδομένων των υψηλών, πλέον, ποσοστών εταιρικών αποτυχιών. Για να γίνει κατανοητή η εταιρική ανάκαμψη, όμως, απαιτείται να γίνει κατανοητή η εταιρική παρακμή, δηλαδή η διαδικασία που λαμβάνει χώρα ώστε μετά από κάποιο χρονικό διάστημα να απειλείται η επιβίωση μίας εταιρίας. Αυτή η διαδικασία έχει συγκεκριμένες αιτίες και γίνεται εμφανής με συγκεκριμένα συμπτώματα. Η κατανόηση της συμπτωματολογίας καθιστά αρχικά εμφανές ότι μία εταιρία βρίσκεται σε κατάσταση που θα μπορούσε, αν δεν αντιμετωπιστεί εγκαίρως, να απειλήσει την ύπαρξή της ενώ ο εντοπισμός των αιτιών αυτής της κατάστασης συμβάλλει στην εύρεση των κατάλληλων λύσεων για την αντιστροφή της κατάστασης ή την ελαχιστοποίηση των αρνητικών συνεπειών όταν η πλήρης αντιμετώπιση δεν είναι εφικτή. Πρέπει να αναφερθεί ότι τόσο η εταιρική παρακμή όσο και η εταιρική ανάκαμψη, λαμβάνουν χώρα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Κατ' επέκταση, τα όρια δράσης (και το αποτέλεσμα τους) για την έξοδο μίας εταιρίας από την παρακμή τίθενται όχι μόνο από την εταιρία αυτή καθαυτή αλλά και από το πλαίσιο εντός του οποίου υφίσταται και λειτουργεί. Πιο απλά, μία εταιρία που θα επιβίωνε σε δεδομένη χρονική στιγμή και συνθήκες περιβάλλοντος ίσως δεν θα επιβίωνε σε διαφορετική χρονική στιγμή και συνθήκες περιβάλλοντος. Εκτός των παραπάνω, η ενασχόληση με την εταιρική ανάκαμψη παρουσιάζει ενδιαφέρον καθώς συνιστά πρόκληση. Αυτό το πεδίο έρευνας απαιτεί την εύρεση λύσεων για την αντιστροφή της αρνητικής ή μη αποδεκτής επίδοσης των εταιριών και η αναζήτηση αυτή είναι σαφώς πιο απαιτητική σε σύγκριση με την αναζήτηση τρόπων επίτευξης μεγαλύτερης επίδοσης όταν αυτή είναι ήδη θετική ή αποδεκτή. Πιο απλά, τα ζητήματα που εξετάζονται είναι ζητήματα «επιβίωσης» και όχι «μακροημέρευσης». Τέλος, το έλλειμμα που παρατηρείται στην υφιστάμενη βιβλιογραφία αποτελεί τον τρίτο πυλώνα παρακίνησης για την ενασχόληση με την

εταιρική ανάκαμψη. Αυτό θα γίνει κατανοητό από την ανάλυση των κενών της βιβλιογραφίας που θα ακολουθήσει σε επόμενη ενότητα. Κρίνεται, ωστόσο, σκόπιμο να προηγηθεί ένα σύντομο σχόλιο που θα συμβάλλει στην κατανόηση του τρόπου που προσεγγίζουμε την εταιρική ανάκαμψη.

Η μελέτη της δυνατότητας και τον τρόπων ανάκαμψης μίας εταιρίας είναι παρόμοια με τη διαδικασία θεραπείας που ακολουθείται για έναν άνθρωπο που πάσχει από μία δεδομένη πάθηση. Η διαπίστωση της ανάγκης θεραπείας προκαλείται από την εκδήλωση κάποιων συμπτωμάτων. Για τον εντοπισμό αυτών των συμπτωμάτων δεν αρκεί αυτή καθαυτή η ύπαρξη τους αλλά απαιτείται, επίσης, η αντιληπτική ικανότητα του ίδιου του ατόμου η οποία είναι αποτέλεσμα διάφορων παραγόντων όπως οι γνώσεις, η ηλικία, η νοημοσύνη, η προγενέστερη εμπειρία κλπ. Πολλές φορές, μάλιστα, δεν είναι ο ίδιος ο ασθενής που εντοπίζει τα συμπτώματα αλλά κάποιο άλλο πρόσωπο. Η επίσκεψη σε κάποιον γιατρό προϋποθέτει τη μη υποχώρηση των συμπτωμάτων ή την αδυναμία αντιμετώπισής τους. Να σημειωθεί ότι δεν έχουν όλοι οι άνθρωποι την ίδια αντοχή σε δεδομένα συμπτώματα ή τη δυνατότητα αντιμετώπισής τους. Ως αποτέλεσμα, δύο άνθρωποι με ίδια συμπτώματα θα ζητήσουν ιατρική βοήθεια σε διαφορετική χρονική στιγμή. Εφόσον διαπιστωθεί η ανάγκη ιατρικής συμβολής, προκύπτει το ζήτημα επιλογής γιατρού. Όταν τα συμπτώματα δεν είναι ανησυχητικά, υπάρχει διαθέσιμος χρόνος για την αναζήτηση του γιατρού που ο ασθενής γνωρίζει, εμπιστεύεται κλπ. Αντιθέτως, όσο εντονότερα είναι τα συμπτώματα τόσο μικρότερος είναι ο διαθέσιμος χρόνος για την αναζήτηση του γιατρού. Σε κάποιες περιπτώσεις, η επίσκεψη στα επείγοντα κάποιου εφημερεύοντος νοσοκομείου είναι η μοναδική διαθέσιμη επιλογή. Κατά την επίσκεψη στον γιατρό, πραγματοποιείται μία αρχική εκτίμηση της κατάστασης, δηλαδή διάγνωση και αξιολόγηση της σοβαρότητας της πάθησης και ο χρόνος που απαιτείται για να γίνει αυτό δύναται να διαφέρει κατά περίπτωση. Για παράδειγμα, όταν απαιτούνται εξειδικευμένες εξετάσεις ο χρόνος αυτός είναι μεγαλύτερος. Αφού γίνει η διάγνωση προκύπτει το θέμα επιλογής της κατάλληλης θεραπείας ενώ σε κάποιες περιπτώσεις ίσως χρειαστεί μία άμεση επέμβαση, πριν τη διάγνωση, ώστε να αντιμετωπιστούν πιθανώς έντονα συμπτώματα, πχ χορήγηση παυσίπονου για την αντιμετώπιση του άλγους που προκαλείται από ένα άκρο με πολλαπλά κατάγματα. Η προτεινόμενη θεραπεία δεν εξαρτάται αποκλειστικά από αυτήν καθαυτή την πάθηση αλλά και από αυτό που συχνά αποκαλείται «εικόνα του ασθενή». Πιο συγκεκριμένα, δύο ασθενείς με την ίδια πάθηση θα λάβουν διαφορετική θεραπεία ως αποτέλεσμα

της διαφορετικής «εικόνας» που παρουσιάζουν. Ένα νεαρό άτομο που φέρει πολλαπλά κατάγματα σε κάποιο άκρο ίσως υποβληθεί σε χειρουργική επέμβαση για την ορθότερη αποκατάσταση του προβλήματος. Αντίθετα, ένα ηλικιωμένο άτομο ίσως δεν μπορεί να υποβληθεί σε χειρουργική επέμβαση αν πάσχει, επίσης, από άλλες παθήσεις που καθιστούν ριψοκίνδυνη την εισαγωγή του στο χειρουργείο. Επιπρόσθετα, η μετεγχειρητική αποκατάσταση θα διαφέρει μεταξύ ατόμων με διαφορετική φυσική κατάσταση, καθημερινές δραστηριότητες κλπ. Ένας υπάλληλος γραφείου μπορεί να επιστρέψει στην εργασία του ακόμη και πριν την πλήρη αποκατάσταση του κατάγματος αλλά αυτό δεν είναι δυνατόν για έναν επαγγελματία αθλητή. Ανάγοντας την παραπάνω ανάλυση στο πεδίο των επιχειρήσεων, η διαπίστωση ότι μία επιχείρηση παρακμάζει απαιτεί όχι μόνο την ύπαρξη σχετικών συμπτωμάτων αλλά και την ικανότητα αντίληψης αυτών από τους συμμέτοχούς της. Αφού γίνει αντιληπτό ότι η επιχείρηση βρίσκεται σε παρακμή, πρέπει να αναζητηθούν τρόποι για να εξέλθει από αυτήν την κατάσταση, δηλαδή πρέπει να αναζητηθεί η κατάλληλη «θεραπεία». Η καταλληλότητα της «θεραπείας» εξαρτάται από διάφορους παράγοντες κάποιοι εκ των οποίων είναι ελεγχόμενοι από την επιχείρηση ενώ κάποιοι άλλοι όχι. Μεταξύ αυτών των παραγόντων είναι η σοβαρότητα της κατάστασης, δηλαδή ο βαθμός στον οποίο απειλείται η ύπαρξη της επιχείρησης, τα αίτια της παρακμής, οι προθέσεις των συμμέτοχων και οι συνθήκες του μακρο-περιβάλλοντος. Επίσης, σε κάποιες περιπτώσεις, ίσως χρειαστεί μία άμεση επέμβαση («παυσίπονο») για να υποχωρήσουν, αρχικά, σε κάποιο βαθμό τα σοβαρά συμπτώματα και, κατόπιν, να βρεθούν λύσεις πιο μόνιμου χαρακτήρα.

1.3 Σύντομη επισκόπηση της υφιστάμενης βιβλιογραφίας

Η εταιρική ανάκαμψη είναι ένα ζήτημα που απασχολεί την ακαδημαϊκή κοινότητα εδώ και έναν αιώνα, περίπου. Παρά το γεγονός ότι οι πρώτες σχετικές έρευνες στερούνταν αναλυτικής επιστημονικής προσέγγισης και μπορούν να χαρακτηριστούν ως σποραδικές προσπάθειες, έθεσαν τις βάσεις για την εξέλιξη της βιβλιογραφίας. Το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας εντοπίζεται, χρονικά, στα

τελευταία 30, περίπου, έτη[16]. Αν και η σχετική βιβλιογραφία μπορεί να χαρακτηριστεί εκτενής, δεν υπάρχει συμφωνία μεταξύ των «συνταγών» που έχουν προταθεί για την πρόληψη ή την καθυστέρηση της εταιρικής παρακμής (Wren: 2001). Αυτός είναι, άλλωστε, ο λόγος για τον οποίο η μελέτη του συγκεκριμένου ζητήματος εξελίσσεται συνεχώς χωρίς, ουσιαστικά, να έχει ακόμα ολοκληρωθεί. Το έλλειμμα αυτό και η ανάγκη περαιτέρω έρευνας έχουν διαπιστωθεί σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Ο Harker (1998) παρατηρεί ότι «παρά τις 2 δεκαετίες της έρευνας για την εταιρική ανάκαμψη, τα χαρακτηριστικά που ενισχύουν την επίδοση και οι διαδικασίες των εταιριών που ανακάμπτουν επιτυχώς έχουν γίνει κατανοητά σε μικρό βαθμό». Αργότερα, οι Balgobin and Pandit (2001) χαρακτηρίζουν την πρόοδο στην έρευνα της εταιρικής παρακμής «απογοητευτική» παρά το γεγονός ότι το θέμα ερευνάται από τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Ο Schober (2004) αναφέρει ότι η θεωρητική κατανόηση του ζητήματος είναι πολύ περιορισμένη παρά το γεγονός ότι έχουν παρέλθει πάνω από τρεις δεκαετίες από τη δημοσίευση, σε επιστημονικό περιοδικό, του πρώτου άρθρου σχετικά με την εταιρική ανάκαμψη. Γενικά, το έλλειμμα της σχετικής βιβλιογραφίας εντοπίζεται στο γεγονός ότι «οι συγγραφείς της εταιρικής ανάκαμψης, που περιλαμβάνουν έμπειρους μάνατζερ… και ακαδημαϊκούς… δεν έχουν καταφέρει ακόμα να αναπτύξουν ένα πλαίσιο που οποιοσδήποτε μάνατζερ θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει για να σώσει έναν οργανισμό σε παρακμή» (Harker and Sharma: 2000). Σύμφωνα με τον Pandit (2000), υπάρχουν δύο βασικά σημεία που δεν έχουν διερευνηθεί στον επιθυμητό βαθμό. Ένα από αυτά αφορά στο πλαίσιο εντός του οποίου λαμβάνει χώρα η εταιρική ανάκαμψη. Ο εν λόγω συγγραφέας υποστηρίζει ότι παράγοντες όπως η σοβαρότητα της κατάστασης, η στάση των συμμέτοχων, το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας και η προγενέστερη εταιρική στρατηγική μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην ερμηνεία της εταιρικής ανάκαμψης. Το δεύτερο βασικό σημείο αφορά στη διαδικασία της εταιρικής ανάκαμψης που περιλαμβάνει τα χαρακτηριστικά και το σκεπτικό της διοίκησης των εταιριών, τον εντοπισμό κοινών εναυσμάτων για την αρχή της ανάκαμψης και η εξακρίβωση μίας γενικευμένης ακολουθίας ενεργειών που οδηγούν σε επιτυχή ανάκαμψη. Η έρευνα σχετικά με τη διαδικασία ανάκαμψης είναι, κατά τον Harker (2001), μικρής έκτασης και δε μπορεί να διαφωτίσει τους μάνατζερ σχετικά με το πώς πρέπει να διοικηθεί η διαδικασία της ανάκαμψης. Ο Chowdhury (2002) αναφέρει ότι η επικέντρωση της

[16] Το 75%, περίπου, των πηγών που χρησιμοποιούνται στην παρούσα διατριβή έχει δημοσιευτεί από το 1980 και έπειτα.

σχετικής βιβλιογραφίας αφορά στο περιεχόμενο της ανάκαμψης, δηλαδή στην σχέση μεταξύ της εταιρικής επίδοσης (εξαρτημένη μεταβλητή) και των ενεργειών που λαμβάνουν χώρα (ανεξάρτητες μεταβλητές) με σκοπό τη βελτίωση αυτής. Σύμφωνα με τον ίδιο, πάντως, αυτή είναι μία στατική προσέγγιση που παραβλέπει ένα πολύ σημαντικό θέμα: την αλληλεπίδραση μεταξύ των δράσεων που στοχεύουν στην βελτίωση της εταιρικής επίδοσης. Η επικέντρωση σε αυτήν την στατική προσέγγιση αιτιολογείται από τη διαθεσιμότητα δευτερευόντων δεδομένων όπως οι λογιστικοί-χρηματοοικονομικοί δείκτες, η σύνθεση του χαρτοφυλακίου προϊόντων μίας εταιρίας, τα χαρακτηριστικά και η σύνθεση της διοικητικών οργάνων της εταιρίας κλπ. Ωστόσο, η παράλειψη εξέτασης του πλαισίου και της διαδικασίας που προηγούνται των και ευθύνονται για τη διαμόρφωση των δευτερευόντων δεδομένων είναι ιδιαίτερα σημαντική στην κατανόηση της εταιρικής ανάκαμψης. Κατά συνέπεια, η έλλειψη θεωρητικού υπόβαθρου για την εταιρική ανάκαμψη είναι προϊόν της ασυμφωνίας μεταξύ των εμπειρικών αποτελεσμάτων (που προέρχονται είτε από έρευνες μεγάλων δειγμάτων είτε από μελέτη πραγματικών περιπτώσεων-case studies) και της έρευνας που αφορά στην αποκάλυψη της αιτιολογικής σχέσης των γεγονότων από την αρχή της παρακμής μίας εταιρίας μέχρι την ανάκαμψη ή τον αφανισμό της. Η ανάπτυξη κατάλληλης θεωρίας δεν έχει ευνοηθεί, επίσης, από την ασάφεια μεταξύ των διάφορων όρων που χρησιμοποιούνται στη σχετική βιβλιογραφία καθώς διαφορετικοί όροι χρησιμοποιούνται για τον ίδιο ορισμό και διαφορετικοί ορισμοί χρησιμοποιούνται για να αποδώσουν το νόημα του ίδιου όρου (Schober: 2004). Σύμφωνα με τον Schober, (2004), η μελλοντική έρευνα πρέπει να ενσωματώσει τις ακόλουθες κατευθύνσεις-προτάσεις. Αρχικά, πρέπει να συντεθεί ένας κοινά αποδεκτός ορισμός της εταιρικής ανάκαμψης, δηλαδή του τι ακριβώς περιγράφει ο όρος εταιρική ανάκαμψη. Επιπρόσθετα, πρέπει να αναπτυχθεί μία κοινά αποδεκτή ορολογία σχετικά με τις δράσεις που ακολουθούνται όταν μία εταιρία προσπαθεί να ανακάμψει. Πιο απλά, είναι αναγκαίο να κατηγοριοποιηθούν οι δράσεις που εφαρμόζονται ώστε η μελέτη τους να γίνει πιο συγκεκριμένη και αποτελεσματική. Όπως έχει αναφερθεί ήδη, ίσως το πιο σημαντικό έλλειμμα της υπάρχουσας βιβλιογραφίας αφορά στην ύπαρξη έρευνας σχετικά με τη διαδικασία που ακολουθείται για την εταιρική ανάκαμψη, δηλαδή με τον τρόπο με τον οποίο εφαρμόζονται ή πρέπει να εφαρμόζονται οι ενέργειες που θα συμβάλλουν στην παύση της παρακμής και την επιστροφή της εταιρίας σε πορεία επιβίωσης και ανάπτυξης. Η διατύπωση μίας κοινά αποδεκτής διαδικασίας (πρέπει να) στοχεύει στην παρουσίαση

ενός ρεαλιστικού υποδείγματος ανάκαμψης που θα στηρίζεται σε κοινά στοιχεία που έχουν εντοπιστεί ήδη από την υφιστάμενη έρευνα και του οποίου η ισχύς θα μπορεί να αξιολογηθεί με ποσοτικές έρευνες μεγάλων δειγμάτων. Ο στόχος αυτός υποδεικνύει το σχεδιασμό μίας νέας και συνδυαστικής μεθοδολογικής προσέγγισης των ποιοτικών και ποσοτικών ερευνών. Πιο συγκεκριμένα, ο σχεδιασμός ενός ενιαίου υποδείγματος διαδικασίας ανάκαμψης μπορεί να βασιστεί στα αποτελέσματα που στηρίζονται στη μελέτη πραγματικών περιπτώσεων ενώ η στατιστική ισχύς του υποδείγματος αυτού μπορεί να εξεταστεί με τη βοήθεια μεγάλων δειγμάτων έτσι ώστε να αποκτήσει γενικευμένη αξία. Επιπρόσθετα, η έρευνα που έχει διενεργηθεί από την ακαδημαϊκή κοινότητα πρέπει να συνδυαστεί με την εμπειρία επαγγελματιών που ασχολούνται με την εταιρική ανάκαμψη.

Η βιβλιογραφία της εταιρικής ανάκαμψης συντίθεται, σύμφωνα με τον Schober (2004), από έρευνες 3 τύπων. Ο **πρώτος τύπος ερευνών** αφορά σε ποσοτικές έρευνες στις οποίες εξετάζεται η ισχύς ή μη κάποιων υποθέσεων που διατυπώνονται βάσει της σχετικής θεωρίας ή της προγενέστερης εμπειρικής έρευνας. Κύριο χαρακτηριστικό αυτών των ερευνών είναι το μέγεθος του υπό εξέταση δείγματος που τις περισσότερες φορές ξεπερνά τις 30 παρατηρήσεις. Οι υποθέσεις που εξετάζονται αφορούν στη σχέση κάποιων ανεξάρτητων μεταβλητών με τη δυνατότητα ανάκαμψης ή την εταιρική επίδοση. Για παράδειγμα, υπάρχουν έρευνες που μελετούν τη σχέση της μείωσης εξόδων και περιουσιακών στοιχείων με την επίδοση της εταιρίας ενώ σε άλλες έρευνες αυτού του τύπου εξετάζεται η σχέση μεταξύ των χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης και της πιθανότητας ανάκαμψης μίας εταιρίας. Το βασικό πλεονέκτημα αυτής της προσέγγισης είναι η ικανότητα γενίκευσης των αποτελεσμάτων εντός κάποιων ορίων βεβαίως. Ο **δεύτερος τύπος ερευνών** αφορά στη μελέτη πραγματικών περιπτώσεων (case studies) εταιριών που κατάφεραν ή όχι να ανακάμψουν. Επίσης, σε κάποιες περιπτώσεις πραγματοποιείται σύγκριση εταιριών που ανέκαμψαν με άλλες που δεν ανέκαμψαν με σκοπό την εύρεση διαφορών μεταξύ των εταιριών. Αυτός ο τύπος έρευνας δίνει τη δυνατότητα έρευνας σε βάθος, ειδικότερα σε ό,τι αφορά περισσότερο ποιοτικά δεδομένα όπως η άποψη και οι προθέσεις των συμμέτοχων για τη δυνατότητα ή μη της εταιρίας να ανακάμψει, το κλίμα εντός της εταιρίας κατά την περίοδο παρακμής, ο τρόπος που εφαρμόστηκαν οι αλλαγές που στόχευαν στην ανάκαμψη της εταιρίας κλπ. Να σημειωθεί ότι σε αυτές τις έρευνες μπορούν να εξεταστούν ταυτόχρονα περισσότερες από μία ή δύο πραγματικές περιπτώσεις, ωστόσο το πλήθος των παρατηρήσεων ανά έρευνα δεν

ξεπερνά, συνήθως, τις επτά. Αυτό συμβαίνει για προφανείς λόγους αποτελεσματικότητας και δυνατότητας εξαγωγής συμπερασμάτων. Όσο μεγαλύτερος ο αριθμός των περιπτώσεων, τόσο μεγαλύτερος χρόνος απαιτείται για την σε βάθος διερεύνησή τους λόγω μεγαλύτερου όγκου δεδομένων και τόσο δυσκολότερο είναι να εντοπιστούν και να κατηγοριοποιηθούν κοινά στοιχεία που θα μπορούσαν να οδηγήσουν στη διατύπωση σαφών συμπερασμάτων. Αν και αυτές οι έρευνες δεν φέρουν έντονα το στοιχείο της στατιστικής ανάλυσης, είναι δηλαδή περισσότερο «περιγραφικής φύσης», συμβάλλουν σημαντικά στην κατανόηση της διαδικασίας ανάκαμψης που, όπως αναφέρθηκε ήδη, συνιστά προαπαιτούμενο για τη δημιουργία μίας ενιαίας θεωρίας στο μέλλον. Ο **τρίτος τύπος ερευνών** αποτελείται από ανεκδοτικές αναφορές στις οποίες αναφέρεται, συνήθως, η άποψη των συντακτών και κάποιες συμβουλές προς τους αναγνώστες. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι συγγραφείς τέτοιων ερευνών είναι επαγγελματίες που ασχολούνται με την ανάκαμψη των εταιριών είτε ως σύμβουλοι είτε ως μάνατζερ. Παρά το γεγονός ότι οι έρευνες αυτού του τύπου δεν περιέχουν σχεδόν κανένα στοιχείο επιστημονικής σχεδίασης ή κοινά αποδεκτής μεθοδολογίας, αποτελούν σημαντικό τμήμα της βιβλιογραφίας καθώς είναι προϊόν της εμπειρίας του συντάκτη από την ενασχόλησή του με την εταιρική ανάκαμψη σε πραγματικές συνθήκες. Κατά συνέπεια, οι συμβουλές που παρέχονται μπορούν να συμβάλλουν στο σχεδιασμό πιο αποτελεσματικών διαδικασιών ανάκαμψης.

1.4 Τι επιδιώκει η παρούσα διατριβή

Η παρούσα διατριβή στηρίζεται, κυρίως, στους τρεις τύπους ερευνών που παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη παράγραφο καθώς αυτοί σχετίζονται άμεσα με το θέμα της εταιρικής ανάκαμψης. Ωστόσο, πρέπει να αναφερθεί ότι η εταιρική ανάκαμψη είναι εξορισμού ένα ιδιαιτέρως ευρύ ζήτημα με πολλές προεκτάσεις. Στη σημερινή εποχή, οι τρόποι αντιμετώπισης της εταιρικής παρακμής είναι πολυπληθείς και ο καθένας από αυτούς απαιτεί προσοχή. Ως παράδειγμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τις εξαγορές και συγχωνεύσεις που, μεταξύ άλλων, έχουν χρησιμοποιηθεί ως απάντηση στο πρόβλημα της επιβίωσης των εταιριών. Μία άλλη

επιλογή που έχουν στη διάθεσή τους εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή είναι η κήρυξη της πτώχευσης. Η επιλογή αυτή είναι διαθέσιμη υπό ορισμένες συνθήκες (κατά βάση νομικές). Σε ανεπτυγμένες αγορές, όπως αυτή των ΗΠΑ, η διάσωση των εταιριών μπορεί να επιτευχθεί από νεότερου ή παλαιότερου τύπου συναλλαγές όπως είναι η μοχλευμένη εξαγορά (leveraged buyout), η εξαγορά από τα υφιστάμενα στελέχη των εταιριών (management buyout) ή η εκχώρηση μετοχών (equity carve-out). Για τους σκοπούς της παρούσας έρευνας, λοιπόν, κρίθηκε αναγκαίο να διευρυνθεί η βιβλιογραφία ώστε να περιλάβει τη μελέτη επί μέρους στοιχείων που αφορούν στην εταιρική ανάκαμψη.

Μία από τις βασικές επιδιώξεις της παρούσας έρευνας είναι ο συνδυασμός θεωρίας και εμπειρικών αποδείξεων. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι θεωρητικές προσεγγίσεις σχετικά με την εταιρική ανάκαμψη χαρακτηρίζονται από ελλείψεις που μέχρι σήμερα έχουν αποτρέψει τη διατύπωση μίας ενιαίας και κοινά αποδεκτής θεωρίας. Κατά συνέπεια, η προσέγγιση που θα υιοθετηθεί μπορεί να αποδοθεί με το δίπτυχο «αναφορά θεωρίας – εξέταση εμπειρίας» το οποίο προσαρμόζεται ανάλογα με τις ανάγκες ανάλυσης του εκάστοτε ζητήματος. Πιο απλά, κάθε θεωρητική προσέγγιση θα ακολουθείται από τα σχετικά εμπειρικά αποτελέσματα που έχουν μέχρι στιγμής αναφερθεί στην διεθνή, κυρίως, βιβλιογραφία για να διαπιστωθεί αν και πότε η πράξη επιβεβαιώνει τη θεωρία ή υποδεικνύει την αναθεώρησή της. Σε αντίθετη περίπτωση, η θεωρία χρήζει αναθεώρησης. Εκτεταμένη έμφαση θα δοθεί, επίσης, στη σύνθεση ενός ρεαλιστικού υποδείγματος διαδικασίας βάσει των σχετικών υφιστάμενων υποδειγμάτων και των κοινών στοιχείων διαδικασίας που εντοπίζονται μέσω της μελέτης περιπτώσεων καθώς, όπως αναφέρθηκε ήδη, το συγκεκριμένο πεδίο χρήζει περαιτέρω προσοχής και είναι πρωταρχικής σημασίας στην εξέλιξη της βιβλιογραφίας. Η εμπειρική έρευνα που θα παρουσιαστεί αφορά σε ελληνικές εταιρίες και στοχεύει στην εξέταση των θεωρητικών υποθέσεων που αφορούν στο πλαίσιο και, κυρίως, το περιεχόμενο της εταιρικής ανάκαμψης και, πιο συγκεκριμένα, την επίδραση των προτεινόμενων ενεργειών στην αντιστροφή της φθίνουσας εταιρικής επίδοσης. Σε αυτό το τμήμα θα εξεταστεί, επίσης, αν υπάρχουν μεταβλητές που μπορούν να χρησιμοποιηθούν επιτυχώς για να προβλεφθεί το αποτέλεσμα των δράσεων που εφαρμόζονται από τις εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή. Τέλος, κάποια μεθοδολογικά θέματα που δύνανται να επηρεάσουν την παρούσα και μελλοντικές προσπάθειες θα εξεταστούν σε βάθος. Μεταξύ αυτών είναι η

καταλληλότητα των μέτρων εταιρικής επίδοσης, ο ποσοτικός ορισμός κάποιων μεταβλητών και τα ζητήματα δειγματοληψίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΟΡΟΥ «ΑΝΑΚΑΜΨΗ» ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου

Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρείται η αποσαφήνιση του όρου «ανάκαμψη» στην ποιοτική και την ποσοτική διάστασή του. Η παρακίνηση για την αναλυτική ερμηνεία του συγκεκριμένου όρου προκύπτει από την ανάγκη κατανόησης του περιεχομένου οποιουδήποτε όρου, γενικά, πριν την περαιτέρω εξέτασή του. Όσον αφορά στην ανάκαμψη, η πληθώρα ποιοτικών και ποσοτικών ορισμών στη σχετική διεθνή, κυρίως, βιβλιογραφία και, κυριότερα, η μεταξύ τους επικάλυψη έχουν οδηγήσει σε ασυμφωνία επί ενός κοινά αποδεκτού ορισμού. Η εν λόγω ασυμφωνία, όπως αναφέρθηκε ήδη στην ενότητα 1.3, ευθύνεται, σε κάποιο βαθμό, για την αδυναμία γενίκευσης των συμπερασμάτων της θεωρητικής και, κυριότερα, της εμπειρικής διερεύνησης της ανάκαμψης. Κατά συνέπεια, η αποσαφήνιση του όρου «ανάκαμψη» αναμένεται να συμβάλλει στην επέκταση του ελλιπούς θεωρητικού υπόβαθρου και την ενίσχυση της σχετικής εμπειρικής έρευνας. Το παρόν κεφάλαιο ολοκληρώνεται σε τρεις ενότητες. Οι δύο πρώτες επικεντρώνονται στην εξέταση των ποιοτικών και ποσοτικών ορισμών, αντίστοιχα, που εντοπίζονται στην υφιστάμενη βιβλιογραφία με ιδιαίτερη έμφαση σε ζητήματα που επηρεάζουν τη διατύπωση νέων ορισμών. Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την εν λόγω ανάλυση λαμβάνονται υπόψη στη διατύπωση ενός νέου ποιοτικού και ποσοτικού ορισμού που παρουσιάζεται στην τρίτη ενότητα του παρόντος κεφαλαίου.

2.2 Ποιοτικός ορισμός της ανάκαμψης

2.2.1 ΛΕΞΙΛΟΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥ ΟΡΟΥ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Ο όρος ανάκαμψη αποδίδεται λεξιλογικά ως «ανοδική πορεία που ακολουθεί μία περίοδο κάμψης, ύφεσης (για διαδικασία, εξέλιξη)[1]». Από αυτόν τον ορισμό προκύπτει ότι για να υπάρξει ανάκαμψη πρέπει να υπάρξουν δύο διαφορετικές καταστάσεις. Αρχικά, απαιτείται η κάμψη ή ύφεση και, κατόπιν, η ανοδική πορεία. Οι καταστάσεις αυτές έχουν διάρκεια όπως υποδηλώνουν οι όροι «πορεία» (= βαθμιαία εξέλιξη μίας διαδικασίας, κατάστασης[2]) και «περίοδος» (= χρονικό διάστημα που ορίζεται από συγκεκριμένα γεγονότα, φαινόμενα, δραστηριότητες[3]). Στην αγγλική γλώσσα, ο όρος «ανάκαμψη» αποδίδεται ως «turnaround» ή «turnround» (αντίστοιχα στην Αμερικάνικη και Βρετανική εκδοχή) που σημαίνει «αλλαγή προς μία αντίθετη και, συνήθως, καλύτερη κατάσταση[4]». Παρεμφερής έννοια αποδίδεται στον όρο «recovery» που ερμηνεύεται ως «επιστροφή σε ισχυρή κατάσταση[5]» και χρησιμοποιείται, κυρίως, στην Ιατρική επιστήμη ως «ανάρρωση». Παρά το γεγονός ότι, ουσιαστικά, οι δύο αγγλικοί όροι ερμηνεύονται παρόμοια, ο όρος «turnaround» είναι πληρέστερος καθώς περιλαμβάνει το νόημα της αλλαγής ή της αντιστροφής μίας κατάστασης προς το καλύτερο. Αυτός είναι, προφανώς, ο λόγος που ο συγκεκριμένος όρος έχει επικρατήσει μέχρι σήμερα στη σχετική βιβλιογραφία.

2.2.2 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΟΙΟΤΙΚΩΝ ΟΡΙΣΜΩΝ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΣΤΗ ΣΧΕΤΙΚΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ιστορικά, η πρώτη χρήση του όρου turnaround πραγματοποιείται από τους Schendel et al. (1976) και ορίζεται ως «σημαντική ανάκαμψη της επιχειρηματικής επίδοσης μετά από σημαντική παρακμή» ή «μετάβαση από την παρακμή σε ανοδική πορεία». Αργότερα, οι Thain and Goldthorpe (1989b) χρησιμοποιούν τον ορισμό «αντιστροφή της επίδοσης από την παρακμή και αποτυχία στην ανάκαμψη (recovery)

[1] Λεξικό της Κοινής Νεοελληνικής, Ίδρυμα Μανόλη Τριανταφυλλίδη, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Ινστιτούτο Νεοελληνικών Σπουδών, 1998
[2] Λεξικό της Κοινής Νεοελληνικής (ό.π.)
[3] Λεξικό της Κοινής Νεοελληνικής (ό.π.)
[4] Longman Dictionary of Contemporary English, 2nd Edition, Longman Group UK, 1987
[5] Longman Dictionary of Contemporary English (ό.π.)

και επιτυχία» για να αποδώσουν το νόημα του όρου turnaround. Ο Gopal (1991) παρέχει μία πιο λεπτομερή ερμηνεία του όρου: «η διαδικασία με την οποία οι εταιρίες μειώνουν τις ζημίες τους και επιτυγχάνουν αυξημένη κερδοφορία… διαδικασία μετατροπής ενός «αποτυχημένου» οργανισμού σε επιτυχημένο, ενός μη ικανοποιητικού αποτελέσματος σε ικανοποιητικό, μίας «ασθενούς» εταιρίας σε κερδοφόρα». Σε αυτήν την περίπτωση, η επικέντρωση αφορά στην κερδοφορία. Παρομοίως, η ερμηνεία των Bruton and Wan (1994) εστιάζει στην χρηματοοικονομική επίδοση: «η ανάκαμψη είναι η αντιστροφή της παρακμής της χρηματοοικονομικής επίδοσης ενός οργανισμού». Οι Barker III and Barr (2002) ορίζουν, γενικά, την προσπάθεια ανάκαμψης ως την «ενορχηστρωμένη και οργανωμένη προσπάθεια από την ανώτατη διοίκηση της εταιρίας για να ανταποκριθεί στα προβλήματα εταιρικής επίδοσης». Οι Barker III and Duhaime (1997) και, πιο πρόσφατα, οι Gatti (2002), Chowdhury (2002) και Sheppard and Chowdhury (2005) ορίζουν ότι: «μία επιτυχημένη ανάκαμψη πραγματοποιείται όταν η εταιρία διέρχεται μία παρακμή επίδοσης που απειλεί την ύπαρξή της για μία περίοδο ετών αλλά είναι ικανή να αντιστρέψει την παρακμή επίδοσης, να τερματίσει την απειλή επιβίωσης και να επιτύχει διατηρήσιμη επίδοση». Στο σημείο αυτό είναι αναγκαίο να παραθέσουμε κάποια σχόλια για τον παραπάνω ορισμό. Η έκφραση «επιτυχημένη ανάκαμψη» είναι εξορισμού «φλύαρη» καθώς ο όρος «ανάκαμψη» αναφέρεται στην αντιστροφή μίας αρνητικής κατάστασης προς το καλύτερο, δηλαδή δηλώνει εξορισμού ότι η προσπάθεια αντιμετώπισης της αρνητικής κατάστασης είναι επιτυχημένη (αφού τελικά επιτυγχάνεται η μετατροπή της αρνητικής κατάστασης σε θετική). Κατά συνέπεια, η χρήση του όρου «επιτυχημένη» συνιστά πλεονασμό. Ωστόσο, οι προαναφερθέντες συγγραφείς χρησιμοποιούν τον όρο «ανάκαμψη» υπό την έννοια του συνόλου ενεργειών που ακολουθούνται και στοχεύουν στην ανάκαμψη. Σε αυτήν την περίπτωση, ορθά χρησιμοποιείται η «επιτυχημένη ανάκαμψη» για να δείξει ότι οι ενέργειες ήταν επιτυχημένες, δηλαδή ότι πραγματοποιήθηκε η ανάκαμψη. Ο παραπάνω ορισμός εισάγει για πρώτη φορά την έννοια της απειλής επιβίωσης, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τους μέχρι τότε διατυπωθέντες ορισμούς. Υπονοείται, δηλαδή, ότι για να ξεκινήσουν οι ενέργειες που στοχεύουν στην ανάκαμψη απαιτείται η ύπαρξη απειλής για την επιβίωση της εταιρίας. Όπως θα γίνει εμφανές από την παρούσα έρευνα, κάτι τέτοιο, συνήθως, δεν ισχύει αφού, στις περισσότερες περιπτώσεις, η προσπάθεια αντιστροφής της παρακμής ξεκινά πριν αυτή γίνει ιδιαίτερα απειλητική για την εταιρία. Πρέπει, όμως, να τονίσουμε ότι οι

ποιοτικοί ορισμοί που χρησιμοποιούνται επηρεάζονται από την ποσοτική έκφρασή τους και η μέτρηση της παρακμής επηρεάζει τον τρόπο μέτρησης της ανάκαμψης. Όταν η παρακμή μετριέται σε όρους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, η ανάκαμψη μετριέται, ανάλογα, σε όρους τερματισμού της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Η παρακμή, όμως, είναι μία διαδικασία με χρονικό εύρος και σταδιακή ένταση. Άρα, η χρονική στιγμή ή το στάδιο της παρακμής που λαμβάνεται υπόψη διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στο αν ο ορισμός της ανάκαμψης περιλαμβάνει την έννοια του τερματισμού της απειλής επιβίωσης. Στα πρώτα στάδια της παρακμής αυτή η έννοια δεν υπάρχει ενώ όσο η παρακμή δεν αντιμετωπίζεται, η απειλή επιβίωσης γίνεται ολοένα και περισσότερο εμφανής. Στις ΗΠΑ, ο Σύνδεσμος Διοίκησης Ανάκαμψης (Turnaround Management Association) ορίζει ότι ένα σχέδιο ανάκαμψης είναι αναγκαίο μετά από «μία περίοδο μειωμένων κερδών, υψηλού κόστους ή/και αδυναμία εκπλήρωσης των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (Oliver and Fredenberger: 1997). Αυτός ο ορισμός εισάγει, έστω έμμεσα, το στοιχείο της απειλής επιβίωσης αναφέροντας την αδυναμία εκπλήρωσης των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων[6]. Η αντιμετώπιση της απειλής επιβίωσης εισάγεται, επίσης, από τους Pandit (2000) και Balgobin and Pandit (2001) που ορίζουν την ανάκαμψη ως «η ανάρρωση (recovery) της εταιρικής οικονομικής επίδοσης μετά από παρακμή που απειλεί την ύπαρξη της εταιρίας». Παρομοίως, οι Sheppard and Chowdhury (2005) αναφέρουν ότι «η ανάκαμψη ορίζεται ως η δράση που αναλαμβάνεται για να αποτρέψει την εμφάνιση της χρηματοοικονομικής καταστροφής».

2.2.3 ΟΡΙΣΜΟΙ ΕΚΤΟΣ ΤΩΝ ΟΡΙΩΝ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Ολοκληρώνοντας την παρουσίαση των ποιοτικών ορισμών ανάκαμψης, είναι αναγκαίο να αναφερθούν κάποιες περιπτώσεις χρήσης του όρου «ανάκαμψη» που δεν θα μας απασχολήσουν στη συνέχεια. Τέτοιες περιπτώσεις είναι η αποκατάσταση της σχέσης ενός πωλητή με έναν «χαμένο» πελάτη, η αύξηση της παραγωγής ενός τμήματος εργοστασίου και η βελτίωση της βραχυπρόθεσμης κερδοφορίας ενός εταιρικού τμήματος (Thain and Goldthorpe: 1989b). Ο όρος «ανάκαμψη» χρησιμοποιείται ως «ανάκαμψη υπηρεσίας» (service recovery) για να περιγράψει την

[6] Η αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων είναι αναγκαία συνθήκη για την κήρυξη πτώχευσης. Συνεπώς όταν χρησιμοποιείται ως κριτήριο παρακμής, υπονοεί ότι η παρακμή έχει προχωρήσει σε τέτοιο βαθμό ώστε να απειλείται η ύπαρξη της εταιρίας.

αποκατάσταση μίας μη διαθέσιμης, μη αποδεκτής ή καθυστερημένης υπηρεσίας (Carson et al.: 1998, Hocutt and Stone: 1998, Webster and Sundaram: 1998, Miller et al.: 2000). Ο όρος «διοίκηση ανάκαμψης» (turnaround management) πρέπει να διαχωρίζεται από τον όρο «διαχείριση κρίσης» (crisis management) καθώς υπάρχουν περιπτώσεις λανθασμένης ταύτισής τους, όπως πχ από τον Muller (1985). Ενώ η παρακμή είναι μία διαδικασία με χρονική διάρκεια και διαθέσιμο χρόνο για την αντιμετώπισή της, η κρίση είναι ένα ξαφνικό γεγονός που μπορεί να απειλήσει άμεσα την επιβίωση της εταιρίας (Thain and Goldthorpe: 1989b, Pearce II and Robbins: 1993, Siomkos: 2000). Η κρίση προκαλείται από γεγονότα που, κατά κανόνα, δεν μπορούν να προβλεφθούν και συνδέονται με συγκεκριμένες πτυχές του φυσικού, τεχνολογικού και κοινωνικού περιβάλλοντος και τις αποτυχίες διοίκησης. Τέτοια γεγονότα είναι οι φυσικές καταστροφές, οι τεχνολογικές αποτυχίες τύπου Chernobyl, τα μποϊκοτάζ, η βιομηχανική κατασκοπεία, η ανήθικη συμπεριφορά και η απάτη (Stafford et al.: 2002). Η κρίση δημιουργεί συνθήκες πίεσης χρόνου και άγχους και η πληροφόρηση που χρησιμοποιείται για να αντιμετωπιστεί είναι, συχνά, ελλιπής. Επίσης, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι δημόσιες σχέσεις, ειδικότερα στα πρώτα στάδια αντιμετώπισης μίας κρίσης (Stafford et al.: 2002). Μία σχετικά πρόσφατη και ευρέως γνωστή κρίση είναι αυτή που αντιμετώπισαν οι κλάδοι αεροπορικών μεταφορών και τουρισμού μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις στις ΗΠΑ την 11^{η} Σεπτεμβρίου 2001.

2.3 Ποσοτικός ορισμός της ανάκαμψης

2.3.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΟΣΟΤΙΚΩΝ ΟΡΙΣΜΩΝ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΣΤΗ ΣΧΕΤΙΚΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ο ποσοτικός (ή λειτουργικός) ορισμός της ανάκαμψης πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής στοιχεία: α) μέτρο ή μέτρα επίδοσης, β) κρίσιμη τιμή επίδοσης και γ) χρονικό ορίζοντα (Pandit: 2000, Schober: 2004). Οι δείκτες επίδοσης είναι απαραίτητοι για την ποσοτικοποίηση και δυνατότητα μέτρησης της εταιρικής επίδοσης. Οι κρίσιμες τιμές χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί αν η επίδοση βρίσκεται σε ύφεση ή άνοδο. Ο χρονικός ορίζοντας καθορίζει την απαιτούμενη διάρκεια ύφεσης, ώστε μία εταιρία

να θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή και την απαιτούμενη διάρκεια βελτίωσης της επίδοσης ώστε να θεωρηθεί ότι η αντιστροφή της ύφεσης έχει λάβει χώρα και η ανάκαμψη έχει ολοκληρωθεί πλήρως. Στον Πίνακα 2.1 που ακολουθεί αναφέρονται οι περισσότεροι εκ των ορισμών ανάκαμψης που έχουν χρησιμοποιηθεί μέχρι σήμερα (2009) στη σχετική βιβλιογραφία. Ο Πίνακας 2.1 αποτελείται από 5 στήλες. Στην $1^{η}$ στήλη αναφέρεται ο αύξων αριθμός κάθε ορισμού για την απλοποίηση των αναφορών στη συνέχεια της ανάλυσης. Σημειώνεται ότι μεγαλύτερος αύξων αριθμός αντιστοιχεί σε πιο πρόσφατο ορισμό. Στην $2^{η}$ στήλη αναφέρεται το μέτρο ή τα μέτρα επίδοσης που χρησιμοποιούνται από τους εκάστοτε συγγραφείς. Στην $3^{η}$ στήλη, που αφορά στην περίοδο πτώσης της επίδοσης, αναφέρεται το κριτήριο (κρίσιμη τιμή και χρονικός ορίζοντας) που χρησιμοποιείται στον ορισμό της εταιρικής παρακμής. Αντίστοιχα, στην $4^{η}$ στήλη, που αφορά στην περίοδο βελτίωσης της επίδοσης, αναφέρεται το κριτήριο (κρίσιμη τιμή και χρονικός ορίζοντας) που καθορίζει αν μία εταιρία έχει ολοκληρώσει την ανάκαμψη. Στην τελευταία στήλη, αναφέρεται η βιβλιογραφική πηγή του εκάστοτε ορισμού. Η παρουσίαση των ορισμών σε πίνακα θα συμβάλλει στον εντοπισμό των πιο «δημοφιλών» μέτρων επίδοσης, χρονικού ορίζοντα ανάκαμψης κλπ.

Πίνακας 2.1 Ποσοτικοί ορισμοί της ανάκαμψης

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Α/Α	ΜΕΤΡΟ ΕΠΙΔΟΣΗΣ	ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΚΜΗΣ	ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ	ΠΗΓΗ
1	Καθαρά κέρδη (net income) κανονικοποιημένα βάσει ΑΕΠ	4 έτη συνεχούς πτώσης (έτη 1 ως 4)	4 έτη αύξησης (έτη 5 ως 8) Επιτρέπονται 2 έτη μη αύξησης η μείωσης	Schendel et al. (1976)
2	Μέση (μέσος όρος διετίας) απόδοση επί επένδυσης (ROI)	< 10% για 2 συνεχή έτη (έτη 1 και 2)	> 10% για δύο συνεχή έτη (έτη 3 και 4)	Hambrick and Schecter (1983)
3	Α. Αποπληθωρισμένη απόδοση επί επένδυσης (ROI) Β. Πραγματική ανάπτυξη πωλήσεων	Α. Μικρότερη ½ του μέσου όρου ROI του δείγματος για δύο συνεχή έτη (έτη 1 και 2) Β. Μικρότερη της πραγματικής ανάπτυξης αγοράς για δύο συνεχή έτη (έτη 1 και 2)	Α. Αύξηση για δύο συνεχή έτη (έτη 3 και 4) Β. Αύξηση για 2 συνεχή έτη (έτη 3 και 4)	Thietart (1988)
4	Καθαρά λειτουργικά κέρδη	Συνεχής πτώση για 3 έτη (έτη 1 ως 3)	Αύξηση σε 4 από τα 6 επόμενα έτη (έτη 4 ως 9)	Thain and Goldthorpe (1989b)
5	Κέρδη, Ζημίες	1 έτος ζημιών (έτος 1)	1 έτος «νεκρού σημείου (έτος 2) και 2 έτη κερδών (έτη 3 και 4)	Ketelhohn et al. (1991)
6	Α. Απόδοση επί επένδυσης (ROI) Β. Απόδοση επί πωλήσεων (ROS)	2 συνεχή έτη (έτη 1 και 2) αυξανόμενων ROI και ROS ακολουθούμενα από ταυτόχρονες πτώσεις ROI και ROS με ρυθμό πτώσης μεγαλύτερο του μέσου ρυθμού πτώσης του κλάδου για τουλάχιστον 2 έτη (έτη 3 και 4)	Τουλάχιστον 2 έτη (έτη 5 και 6) αύξηση σε ROI και ROS με ρυθμό μεγαλύτερο του μέσου ρυθμού αύξησης του κλάδου και επιστροφή ROI και ROS στα προ-πτώσης επίπεδα	Robbins and Pearce II (1992), Robbins and Pearce II (1993)

7	Α. Απόδοση επί επένδυσης (ROI) Β. Απόδοση επί πωλήσεων (ROS)	2 συνεχή έτη (έτη 1 και 2) αυξανόμενων ROI και ROS ακολουθούμενα από ταυτόχρονες πτώσεις ROI και ROS με ρυθμό πτώσης μεγαλύτερο του μέσου ρυθμού πτώσης του κλάδου για τουλάχιστον 2 έτη (έτη 3 και 4) και επίσημη επιβεβαίωση από 2, τουλάχιστον, στελέχη για την ύπαρξη παρακμής	Τουλάχιστον 2 έτη (έτη 5 και 6) αύξηση σε ROI και ROS με ρυθμό μεγαλύτερο του μέσου ρυθμού αύξησης του κλάδου και επιστροφή ROI και ROS στα προ-πτώσης επίπεδα	Pearce II and Robbins (1994)
8	Απόδοση επί επένδυσης (ROI), $ROI_{εταιρίας} - ROI_{κλάδου}$	3 συνεχή έτη (έτη 1 ως 3) πτώσης του δείκτη $ROI_{εταιρίας} - ROI_{κλάδου}$ και $ROI_{εταιρίας} < ROI_{κλάδου}$ για το τελευταίο έτος παρακμής (έτος 3)	Ετήσια ποσοστιαία αύξηση του δείκτη $ROI_{εταιρίας} - ROI_{κλάδου}$ για τα 3 έτη μετά την παρακμή[7] (έτη 4 ως 6)	Bruton and Wan (1994)
9	Απόδοση επί επένδυσης, ROI (= καθαρά κέρδη προ φόρων / (μετοχικό κεφάλαιο + μακροχρόνιο χρέος + μη βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές μισθώσεις))	1) 2 έτη πτώσης ROI (έτη 1 και 2) 2) ROI < 10% για τα έτη 1 και 2 3) Πτώση επίδοσης ανεξάρτητη της επίδοσης του κλάδου	Μέσος όρος ROI για τα 2 έτη (έτη 3 και 4) μετά την παρακμή > 10%	Chowdhurry and Lang (1996)
10	Α. Απόδοση επί επένδυσης, ROI (= καθαρά κέρδη / συνολική επένδυση) Β. Z-σκορ του Altman	Α. Τουλάχιστον 3 συνεχή έτη (έτη 1 εως 3) με ROI < απόδοση χωρίς κίνδυνο Β. Τουλάχιστον 1 έτος (έτη 1 ως 3) με Z-σκορ < 3	Α. Τουλάχιστον 3 έτη (έτη 4 ως 6) με ROI > απόδοση χωρίς κίνδυνο (δυνατότητα ύπαρξης τριετούς «μεταβατικής» περιόδου με ROI < ή ROI > απόδοση χωρίς κίνδυνο	Barker III and Duhaime (1997)
11	Απόδοση επί ενεργητικού (ROA)	1) 1 έτος με ROA > μέσος όρος ROA του κλάδου (έτος 1) 2) 3 συνεχή έτη (έτη 2 ως 4) μειούμενη ROA, σε ένα από αυτά ROA < 0	1) 3 έτη με αυξανόμενη ROA (έτη 5 ως 7) 2) ROA > 0 στο τελευταίο, τουλάχιστον έτος (έτος 7)	Mueller and Barker III (1997)
12	Προ φόρων λειτουργικά κέρδη / Ενεργητικό	1) 1 έτος (έτος 1) με Λειτουργικά κέρδη / Χρεωστικοί τόκοι > 1 2) 1 έτος (έτος 1) με Προ φόρων λειτουργικά κέρδη > Διάμεσος Προ φόρων λειτουργικά κέρδη κλάδου 3) Πτώση κατά 50% των Προ φόρων λειτουργικών κερδών στο επόμενο έτος (έτος 2)	Μεταβολή του προσαρμοσμένου στον κλάδο δείκτη «λειτουργικά κέρδη / ενεργητικό» για τα 3 έτη μετά την παρακμή[8]	Kang and Shivdasani (1997)
13	Περιθώριο κέρδους	2 έτη (έτη 1 και 2) πτώσης του περιθωρίου κέρδους σε απόλυτους όρους και σε σχέση με την επίδοση του κλάδου (σε όρους πωλήσεων)	Τουλάχιστον 2 έτη (έτη 3 και 4) αύξησης της επίδοσης σε απόλυτους και σχετικούς όρους	Harker (1998), Harker and Sharma (2000), Harker (2001)
14	Απόδοση επί επένδυσης (ROI), $ROI_{εταιρίας} - ROI_{κλάδου}$	3 έτη (έτη 3 ως 5) πτώσης $ROI_{εταιρίας} - ROI_{κλάδου}$ μετά από 2 έτη (έτη 1 ως 2) ανόδου ROI και επίσημη ανακοίνωση ενεργειών ανάκαμψης	Μεταβολή του δείκτη $ROI_{εταιρίας} - ROI_{κλάδου}$ για τα 3 έτη (έτη 6 ως 8) μετά την παρακμή[9]	Morrow Jr et al. (2004)
15	Απόδοση επί επένδυσης, ROI	2 έτη (έτη 1 και 2) με ROI > απόδοση χωρίς κίνδυνο ακολουθούμενα από 3 έτη (έτη 3 ως 5) με ROI < απόδοση χωρίς κίνδυνο και 1, τουλάχιστον, έτος (έτη 3 ως 5) με καθαρά κέρδη < 0	1 έτος με ROI > απόδοση χωρίς κίνδυνο	Francis and Mariola (2005), Francis and Desai (2005)

[7] Σε αυτήν την έρευνα δεν υπάρχει κριτήριο χαρακτηρισμού μίας εταιρίας ως εταιρία που έχει ανακάμψει. Αντίθετα, εξετάζεται η επίδραση των ενεργειών ανάκαμψης στην εταιρική επίδοση.

[8] Σε αυτήν την έρευνα δεν υπάρχει κριτήριο χαρακτηρισμού μίας εταιρίας ως εταιρία που έχει ανακάμψει. Αντίθετα, εξετάζεται η επίδραση των ενεργειών ανάκαμψης στην εταιρική επίδοση.

[9] Σε αυτήν την έρευνα δεν υπάρχει κριτήριο χαρακτηρισμού μίας εταιρίας ως εταιρίας που έχει ανακάμψει. Αντίθετα, εξετάζεται αν οι ενέργειες που στόχευαν στην ανάκαμψη επηρεάζουν την εταιρική επίδοση.

16	Z-σκορ του Taffler	2 συνεχή έτη (έτη 1 και 2) με αρνητικό Z-σκορ	2 συνεχή έτη (έτη 3 και 4) με θετικό Z-σκορ	Smith and Graves (2005)

2.3.2 ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΜΕΤΡΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΠΟΥ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΟΝ ΠΟΣΟΤΙΚΟ ΟΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Από τον Πίνακα 2.1 προκύπτει ότι τα πιο δημοφιλή μέτρα επίδοσης που χρησιμοποιούνται είναι αυτά που συσχετίζουν τα αποτελέσματα της εταιρίας με το επενδυθέν κεφάλαιο ή τα περιουσιακά στοιχεία της. Από αυτά τα μέτρα ο δείκτης απόδοσης επί της επένδυσης (ROI) είναι ο συχνότερα προτιμώμενος και αυτό οφείλεται, αρχικά, στην ύπαρξη λογικής αιτιολόγησης της σύγκρισης εταιριών βάσει του δείκτη ROI που είναι απαλλαγμένος από νόρμες περιθωρίων κέρδους και παραγωγικότητας περιουσιακών στοιχείων. Η σύγκριση εταιριών βάσει ποσοστών κέρδους, αποκλειστικά, είναι ευάλωτη στην επιρροή του αντικειμένου δραστηριότητας καθώς αυτά τα ποσοστά ενδέχεται να διαφέρουν μεταξύ εταιριών με διαφορετικές δραστηριότητες. Το ίδιο ισχύει στην περίπτωση σύγκρισης εταιριών βάσει παραγωγικότητας περιουσιακών στοιχείων καθώς κάποια είδη δραστηριότητας απαιτούν μεγαλύτερη επένδυση αλλά συνεπάγονται χαμηλότερα έξοδα ενώ άλλα απαιτούν μικρότερη επένδυση σε περιουσιακά στοιχεία αλλά συνεπάγονται υψηλότερα έξοδα. Ένα πρόσθετο πλεονέκτημα του δείκτη ROI αφορά στη διαθεσιμότητα, προσβασιμότητα και συγκρισιμότητα των σχετικών δεδομένων. Οι σύγχρονες βάσεις δεδομένων παρέχουν εύκολη πρόσβαση σε δεδομένα ROI και η μορφοποίησή του είναι τέτοια ώστε να επιτρέπει την εξέταση ετήσιων μεταβολών και τη σύγκριση εταιριών στην περίπτωση κοινών λογιστικών προτύπων. Επιπρόσθετα, ο δείκτης ROI, όπως οι περισσότεροι δείκτες λογιστικής επίδοσης, προσεγγίζει ρεαλιστικότερα την επίδοση σε αντίθεση με τα αγοραία μέτρα που αποδίδουν την επίδοση που η αγορά αναμένει ότι θα πραγματοποιηθεί. Για παράδειγμα, η απόδοση μετοχών είναι ένα μέτρο που επηρεάζεται από τις προσδοκίες της αγοράς και, κατά συνέπεια, μπορεί να διαμορφώσει απόδοση υψηλότερη από την λογιστική ακόμα και για ζημιογόνες εταιρίες, αν υπάρχουν θετικές προσδοκίες (Pandit: 2000). Το ζήτημα της ερμηνείας των προσδοκιών των επενδυτών είναι ιδιαίτερα περίπλοκο και δεν μπορεί να αναλυθεί εκτενώς στην παρούσα έρευνα. Θεωρητικά, οι προσδοκίες των επενδυτών επηρεάζονται σε κάποιο βαθμό από τη λογιστική επίδοση αφού αυτή

αποτελεί στοιχείο της πληροφόρησης που χρησιμοποιείται στη διαμόρφωση των προσδοκιών. Παρά τα πλεονεκτήματά του, ο δείκτης ROI συνοδεύεται από μειονεκτήματα που χρήζουν αναφοράς. Το πρώτο από αυτά οφείλεται στο ότι ο εν λόγω δείκτης είναι, ουσιαστικά, το πηλίκο δύο λογιστικών μεγεθών. Κατά συνέπεια, οι μεταβολές του μπορεί να οφείλονται σε μεταβολές του αριθμητή, του παρονομαστή ή και των δύο (Lohrke et al.: 2004). Αυτό σημαίνει ότι, για δύο εταιρίες, ο δείκτης μπορεί να μεταβάλλεται προς την ίδια κατεύθυνση αλλά για εντελώς διαφορετικούς λόγους. Επιπρόσθετα, όταν στον παρονομαστή χρησιμοποιείται η αξία των περιουσιακών στοιχείων, ο δείκτης είναι χρήσιμος για σκοπούς σύγκρισης μόνο όταν τα περιουσιακά στοιχεία είναι «σταθερά». Ο όρος «σταθερά περιουσιακά στοιχεία» υπονοεί τις διαφορές που προκύπτουν λόγω λογιστικών αρχών, όπως αυτή του ιστορικού κόστους. Για παράδειγμα, τα (πάγια) περιουσιακά στοιχεία «χάνουν» σταδιακά τη λογιστική αξία τους, λόγω αποσβέσεων, χωρίς τα οφέλη που προκύπτουν από τη χρήση αυτών των περιουσιακών στοιχείων να μειώνονται με τον ίδιο ρυθμό[10]. Συνεπώς, για δύο εταιρίες με ίδια κέρδη, ο δείκτης ROI θα διαφέρει ανάλογα με το βαθμό απόσβεσης που έχουν υποστεί τα περιουσιακά στοιχεία τους. Ανάλογο πρόβλημα ερμηνείας προκύπτει όταν συγκρίνεται κάποια εταιρία με ιδιόκτητα πάγια περιουσιακά στοιχεία με κάποια άλλη που μισθώνει τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της. Ακόμα κι αν οι αποσβέσεις ισούνται με τα μισθώματα, έτσι ώστε τα αποτελέσματα να μειώνονται εξίσου, ο παρονομαστής θα είναι μεγαλύτερος στην πρώτη περίπτωση. Έτσι, αν οι δύο εταιρίες έχουν ακριβώς τα ίδια κέρδη, η εταιρία με μισθωμένα πάγια θα εμφανίζει μεγαλύτερη απόδοση επένδυσης ως αποτέλεσμα του μικρότερου παρονομαστή. Ένα από τα ζητήματα που προκαλούν σκεπτικισμό επί της χρησιμότητας της ROI αφορά στα προβλήματα «συγχρονισμού» του αριθμητή και του παρονομαστή αφού υπάρχει άμεση σχέση της επένδυσης (του παρονομαστή) και του αποτελέσματός της (του αριθμητή). Αύξηση της επένδυσης στον χρόνο t δείχνει χειροτέρευση της επίδοσης στον χρόνο t αλλά στον χρόνο t+α (α>0) η αύξηση των κερδών βελτιώνει την επίδοση και αντίστροφα (Pandit: 2000, Lohrke et al.: 2004). Ο δείκτης ROI «πάσχει», επίσης, από προβλήματα ερμηνείας όταν στον παρονομαστή χρησιμοποιούνται τα ίδια κεφάλαια (πχ απόδοση ιδίων κεφαλαίων). Θετικές τιμές του δείκτη μπορεί να οφείλονται στην

[10] Για παράδειγμα, ένα πάγιο περιουσιακό στοιχείο που αποσβένεται με ετήσιο συντελεστή 10%, θα έχει «χάσει» το 30% της αξίας του στο τέλος του 3ου έτους χρήσης του. Αυτό δε σημαίνει, όμως, ότι μετά το 3ο έτος μπορεί να δημιουργεί 30% λιγότερα κέρδη (ή, πιο ορθά, ταμειακές ροές).

ύπαρξη κερδών και θετικών ιδίων κεφαλαίων αλλά το ίδιο συμβαίνει όταν υπάρχουν ζημίες και αρνητικά ίδια κεφάλαια. Προφανώς, αυτές οι δύο περιπτώσεις είναι εντελώς διαφορετικές. Ανάλογη είναι η περίπτωση που ο δείκτης λαμβάνει αρνητικές τιμές καθώς αυτές προκύπτουν όχι μόνο από το συνδυασμό ζημιών και θετικών ιδίων κεφαλαίων αλλά και το συνδυασμό κερδών και θετικών ιδίων κεφαλαίων. Ένα ακόμη μειονέκτημα του δείκτη ROI, όπως και των περισσότερων δεικτών λογιστικής επίδοσης, είναι ότι βασίζεται σε λογιστικά μεγέθη που μπορούν να χειραγωγηθούν (Pandit: 2000, Lohrke et al.: 2004). Να σημειωθεί ότι ο όρος «χειραγώγηση» δεν αναφέρεται στις περιπτώσεις απάτης αλλά σε αποδεκτές μεθόδους αύξησης ή μείωσης των κερδών και των περιουσιακών στοιχείων. Μεταξύ αυτών των μεθόδων εντοπίζεται η παροχή επιπλέον της συνηθισμένης έκπτωσης ή πίστωσης για την αύξηση των πωλήσεων, η αλλαγή της μεθόδου αποτίμησης των αποθεμάτων ή απόσβεσης των παγίων κλπ (Winn: 1993). Πρέπει να σημειωθεί ότι το πρόβλημα χρήσης χειραγωγημένων δεδομένων δεν εξαλείφεται πλήρως με τη χρήση αγοραίων μέτρων επίδοσης καθώς οι τιμές μετοχών μπορούν, επίσης, να χειραγωγηθούν (με διαφορετικές μεθόδους).

2.3.3 ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΚΡΙΣΙΜΕΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΠΟΥ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΟΝ ΠΟΣΟΤΙΚΟ ΟΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Μετά την επιλογή του μέτρου ή μέτρων επίδοσης, πρέπει να οριστεί η δεύτερη παράμετρος του ποσοτικού ορισμού της ανάκαμψης, δηλαδή η κρίσιμη τιμή που θα χρησιμοποιηθεί βάσει της οποίας μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή ή άνοδο επίδοσης. Από τον Πίνακα 2.1 προκύπτει ότι υπάρχουν δύο προσεγγίσεις σε αυτό το ζήτημα, έκαστη με πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. **Η πρώτη προσέγγιση ευνοεί τη χρήση μεταβολών προς μία κατεύθυνση** όπως συμβαίνει στους ορισμούς 1, 4 και 5. Πιο απλά, μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή ή άνοδο όταν η επίδοσή της χειροτερεύει ή βελτιώνεται όχι, όμως, σε σχέση με κάποια τιμή σύγκρισης (αναφοράς). Το βασικότερο μειονέκτημα αυτής της προσέγγισης είναι ότι αγνοείται το μέγεθος της μεταβολής. Για παράδειγμα, το συμπέρασμα θα είναι το ίδιο για μία εταιρία που υπόκειται σε διαδοχική μείωση της επίδοσης κατά 1% και μία εταιρία που υπόκειται σε διαδοχική μείωση της επίδοσης

κατά 50%. Προφανώς, στη δεύτερη περίπτωση, η μείωση της επίδοσης είναι 50 φορές μεγαλύτερη… Εκτός αυτών, οι μεταβολές προς μία κατεύθυνση αγνοούν τα επίπεδα επίδοσης πριν και μετά τη μεταβολή. Πιο συγκεκριμένα, λαμβάνεται υπόψη μόνο ο ρυθμός πτώσης της επίδοσης ή, απλώς, το γεγονός ότι η επίδοση είναι πτωτική ενώ αγνοείται αν η επίδοση πριν ή μετά τη μεταβολή είναι ή μπορεί να θεωρηθεί ικανοποιητική ή μη[11]. **Η δεύτερη προσέγγιση**, σαφώς «δημοφιλέστερη», **προτείνει τη χρήση τιμών αναφοράς για τον ορισμό της παρακμής και της βελτίωσης της επίδοσης**. Κατά την Winn (1993), αυτή είναι πιο ορθή προσέγγιση αφού, εξορισμού, ο χαρακτηρισμός επίδοσης ως χαμηλή ή υψηλή βασίζεται σε σύγκριση με κάποια πρότυπη τιμή. Η απλούστερη επιλογή είναι η χρήση απόλυτων αριθμητικών τιμών όπως συμβαίνει στους ορισμούς 2 και 9. Ωστόσο, οι τιμές αυτές είναι απλώς τυχαίες και δεν στηρίζονται σε λογική τεκμηρίωση (Winn: 1993). Κατά συνέπεια, η ορθότητα χρήσης τους δε μπορεί να θεωρηθεί διαχρονική. Σε δεδομένη χρονική στιγμή ή κλάδο λειτουργίας, μία τιμή επίδοσης ίση με 5% μπορεί να θεωρείται το κατώτατο απαιτούμενο όριο ώστε μία εταιρία να θεωρείται ότι δεν βρίσκεται σε παρακμή αλλά σε μεταγενέστερη χρονική στιγμή ή διαφορετικό κλάδο το 5% μπορεί να αντιπροσωπεύει μία πολύ υψηλή επίδοση. Αυτά τα μειονεκτήματα επιλύονται σε μεγάλο βαθμό με τη χρήση σχετικών τιμών αναφοράς που συνίστανται στην απόδοση χωρίς κίνδυνο (ορισμοί 10 και 15) και τον μέσο όρο ή διάμεσο του κλάδου (ορισμοί 3, 7, 8, 11, 12, 13 και 14). Να σημειωθεί ότι οι σχετικές τιμές αναφοράς χρησιμοποιούνται, επίσης, με έμμεσο τρόπο όπως συμβαίνει στον ορισμό 1. Σε αυτήν την περίπτωση, οι δείκτες επίδοσης «κανονικοποιούνται» βάσει της τιμής αναφοράς (στον ορισμό 1 πρόκειται για το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν). Το βασικό επιχείρημα για τη χρήση της απόδοσης χωρίς κίνδυνο είναι ότι μία επένδυση που συνεπάγεται κίνδυνο πρέπει να έχει υψηλότερη απόδοση από μία επένδυση που δε συνεπάγεται κίνδυνο. Όταν η επίδοση της εταιρίας είναι χαμηλότερη από την απόδοση χωρίς κίνδυνο, η συνέχιση λειτουργίας της εταιρίας δεν αιτιολογείται πλέον και είναι αναγκαία η δράση για την αντιστροφή της κατάστασης (Lohrke et al.: 2004). Αυτό το

[11] Έστω ότι η επίδοση της εταιρίας Α ισούται με 20% στον χρόνο t και 10% στον χρόνο t+α και η επίδοση της εταιρίας Β ισούται με 10% στον χρόνο t και 7,5% στον χρόνο t+α. Το κριτήριο της πτώσης επίδοσης (μεταβολή προς μία κατεύθυνση) υποδεικνύει ότι οι δύο εταιρίες βρίσκονται σε παρακμή. Το κριτήριο του ρυθμού πτώσης επίδοσης δείχνει ότι η εταιρία Α βρίσκεται σε δεινότερη θέση από την Β καθώς έχει υποστεί διπλάσια μείωση επίδοσης. Ωστόσο, μετά την πτώση επίδοσης, η εταιρία Α βρίσκεται σε ευνοϊκότερη θέση από την Β. Δεν είναι ξεκάθαρο, λοιπόν, αν και ποια από τις δύο εταιρίες βρίσκεται πραγματικά σε κατάσταση που απαιτεί παρέμβαση για τη βελτίωση της επίδοσης.

κριτήριο θεωρείται «δίκαιο» αφού όλες οι εταιρίες κρίνονται βάσει μίας κοινής τιμής αναφοράς. Ωστόσο, όταν χρησιμοποιείται ένα κοινό κριτήριο για όλες τις εταιρίες, όπως συμβαίνει, επίσης, στην περίπτωση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ, αγνοούνται οι κυκλικότητες των κλάδων που μπορούν να οδηγήσουν εταιρίες με συγκριμένη δραστηριότητα σε χαμηλή επίδοση (Pearce II and Robbins: 1994). Όταν λαμβάνεται υπόψη ο κλάδος, μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν η επίδοσή της είναι χαμηλότερη από την επίδοση ομοειδών εταιριών (Pandit: 2000). Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου λαμβάνονται υπόψη όταν **η επίδοση της εταιρίας συγκρίνεται με την επίδοση μίας «μέσης» ομοειδούς εταιρίας**. Το βασικό επιχείρημα υπέρ της χρήσης αυτών των τιμών αναφοράς είναι ότι απαλλάσσουν από το πρόβλημα σύγκρισης εταιριών που λειτουργούν σε κλάδους με διαφορετικές απαιτήσεις σε επένδυση (κεφάλαιο) και διαφορετική παραγωγικότητα περιουσιακών στοιχείων (Winn: 1993). Εκτός αυτών, η σύγκριση μίας εταιρίας με ομοειδείς εταιρίες εξασφαλίζει ότι ο κίνδυνος των επενδύσεων που συγκρίνονται είναι, τουλάχιστον κατά προσέγγιση, ίσος. Η «μέση» επίδοση αποδίδεται, συνήθως, με τον μέσο όρο ή τη διάμεσο της επίδοσης του κλάδου. Ο μέσος όρος, αν και ιδιαίτερα δημοφιλής, επηρεάζεται από ακραίες τιμές και μπορεί να οδηγήσει σε παραπλανητικά συμπεράσματα. Αντίθετα, η διάμεσος αποδίδει ορθότερα τη θέση της εταιρίας μεταξύ των ανταγωνιστών της. Μολονότι ο μέσος όρος και η διάμεσος μπορούν να οδηγήσουν σε κοινά συμπεράσματα, όταν η κατανομή των τιμών επίδοσης προσεγγίζει την κανονική, υπάρχουν τρία ισχυρά επιχειρήματα κατά της χρήσης των «κλαδικών προτύπων». Το πρώτο από αυτά αφορά στη λογική αιτιολόγηση της χρήσης τους. Κατά τον Pandit (2000), η χρήση της «μέσης εταιρίας» ως πρότυπο υπονοεί ότι η επίδοση των εταιριών είναι συνάρτηση του κλάδου λειτουργίας τους. Αφενός τα εμπειρικά ευρήματα που, γενικά, δεν επιβεβαιώνουν αυτήν την άποψη (Pandit: 2000), αφετέρου το γεγονός ότι υπάρχουν πάντα εταιρίες στον εκάστοτε κλάδο που επιτυγχάνουν διαχρονικά υψηλή επίδοση θέτουν υπό αμφισβήτηση τη χρησιμότητα της παραπάνω προσέγγισης[12]. Το δεύτερο επιχείρημα κατά των «κλαδικών προτύπων» προκύπτει από τη σημερινή επιχειρηματική πραγματικότητα. Στοχεύοντας στη διαφοροποίηση, οι περισσότερες εταιρίες επιλέγουν να

[12] Σε πρόσφατη έρευνα επί των εταιριών του δείκτη FTSE-80 του Χρηματιστήριου Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2000-2008, αποδείχθηκε ότι τα χαρακτηριστικά του κλάδου (συγκεντρωτισμός, μερίδιο αγοράς και πλήθος κλάδων στους οποίους λειτουργεί μία εταιρία) έχουν ελάχιστη ως μηδαμινή επιρροή στην εταιρική επίδοση (Charalambidis and Papadopoulos: 2009).

δραστηριοποιηθούν σε περισσότερους από έναν κλάδους[13]. Έτσι, η μέση επίδοση ενός κλάδου δεν διαμορφώνεται μόνο από εταιρίες που ασκούν αποκλειστικά το συγκεκριμένο αντικείμενο δραστηριότητας. Για παράδειγμα, ο κλάδος Α μπορεί να περιλαμβάνει εταιρίες που δραστηριοποιούνται, επίσης, στον κλάδο Β ή τους κλάδους Β και Γ ή τους κλάδους Β, Γ και Δ κ.ο.κ. Αυτό σημαίνει ότι μέρος της μέσης επίδοσης του κλάδου Α, δηλαδή της τιμής αναφοράς, οφείλεται στην δραστηριότητα των εταιριών στους κλάδους Β, Γ, Δ κλπ. Αν υποθέσουμε ότι η δραστηριότητα Α βρίσκεται σε ύφεση ενώ οι λοιπές δραστηριότητες (Β, Γ, Δ κ.ο.κ.) σε άνοδο, τότε η μέση επίδοση του κλάδου Α θα είναι «υπερτιμημένη», δηλαδή υψηλότερη από τη μέση επίδοση που θα προέκυπτε αν λαμβάνονταν υπόψη μόνο οι εταιρίες με αντικείμενο δραστηριότητας Α. Κατά συνέπεια, κάποιες εταιρίες που ασκούν αποκλειστικά τη δραστηριότητα Α θα θεωρηθούν, εσφαλμένα, ως ευρισκόμενες σε παρακμή ως αποτέλεσμα της σύγκρισης της επίδοσής τους με μία τιμή αναφοράς υψηλότερη από την ορθή που, στην προκειμένη περίπτωση, θα ήταν η μέση επίδοση εταιριών με αποκλειστικό αντικείμενο δραστηριότητας Α. Η τρίτη ένσταση επί της χρήσης των κλαδικών προτύπων οφείλεται στο ότι μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή ή άνοδο ανάλογα με την επίδοση των ανταγωνιστών της και όχι βάσει της δικής της επίδοσης. Έτσι, μία εταιρία μπορεί να θεωρηθεί ως ευρισκόμενη σε παρακμή συγκριτικά με τη «μέση» ομοειδή της εταιρία, αλλά κάποια άλλη εταιρία με ακριβώς την ίδια επίδοση, σε διαφορετικό κλάδο, μπορεί να θεωρηθεί ως μη ευρισκόμενη σε παρακμή (Pandit: 2000). Η Winn (1993) τονίζει ότι η χρήση των κλαδικών προτύπων είναι ενδεδειγμένη μόνο στην περίπτωση που εξετάζονται εταιρίες των οποίων η επιβίωση, καταρχήν, δεν κινδυνεύει και είναι υψηλότερη της οικονομίας, γενικά. Στην περίπτωση που η έρευνα αφορά σε εταιρίες με σοβαρότερα προβλήματα επίδοσης (πχ εμφάνιση ζημιών), η χρήση των κλαδικών προτύπων μπορεί να είναι παραπλανητική[14]. Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι ένας πλήρης ποσοτικός ορισμός της ανάκαμψης πρέπει να περιλαμβάνει τόσο απόλυτα όσο και σχετικά μεγέθη σύγκρισης της επίδοσης. Στο θέμα αυτό θα επανέλθουμε παρακάτω.

[13] Οι Charalambidis and Papadopoulos (2009) αναφέρουν ότι μόνο το 19% των εταιριών του δείκτη FTSE-80 του Χρηματιστήριου Αξιών Αθηνών λειτουργούσε αποκλειστικά σε έναν κλάδο το 2008. Το 50% αυτών των εταιριών λειτουργούσε σε πάνω από 3 κλάδους, το 46% σε πάνω από 4 κλάδους και το 21% σε περισσότερους από 5 κλάδους κατά το έτος 2008.

[14] Σε επόμενη θέση θα επανέλθουμε στη διάκριση των καταστάσεων που καθιστούν αναγκαία την παρέμβαση για την βελτίωση της επίδοσης.

2.3.4 ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΟΡΙΖΟΝΤΑ ΠΟΥ ΛΑΜΒΑΝΕΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΟΝ ΠΟΣΟΤΙΚΟ ΟΡΙΣΜΟ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Όσον αφορά στον χρονικό ορίζοντα ανάλυσης, η Winn (1993) σημειώνει ότι η διάρκεια της παρακμής πρέπει να είναι τέτοια ώστε να είναι δυνατή η εκδήλωση των προβλημάτων και ο εντοπισμός τους. Αναλόγως, η διάρκεια της ανόδου της επίδοσης πρέπει να επιτρέπει την εφαρμογή σχεδίου ανάκαμψης και την εμφάνιση των αποτελεσμάτων του. Γενικά, η διάρκεια της παρακμής πρέπει να αποδεικνύει ότι το πρόβλημα της πτωτικής επίδοσης δεν είναι προσωρινό και, αντίστοιχα, η διάρκεια της ανάκαμψης πρέπει να εξασφαλίζει ότι η αντιμετώπιση του προβλήματος έχει μόνιμο χαρακτήρα (Schendel et al.: 1976). Ο προτεινόμενος χρόνος της ακολουθίας πτώση επίδοσης-βελτίωση επίδοσης κυμαίνεται από 3 μέχρι 8 έτη (ορισμοί 5 και 1, αντίστοιχα). Ο συχνότερα χρησιμοποιούμενος χρονικός ορίζοντας είναι τα 6 έτη, όπως φαίνεται στους ορισμούς 6, 7, 8 και 10. Πρέπει να σημειωθεί ότι, με ελάχιστες εξαιρέσεις, η άνοδος της επίδοσης εντοπίζεται στο ακριβώς επόμενο έτος από το τελευταίο έτος πτώσης. Δεν υπάρχει, δηλαδή, κάποια χρονική περίοδος σταθεροποίησης της επίδοσης που θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μία «μεταβατική» περίοδος μεταξύ των περιόδων κάμψης και βελτίωσης της επίδοσης. Ωστόσο, όπως θα αναφερθεί σε επόμενη θέση, τα μέχρι σήμερα προτεινόμενα υποδείγματα και η πρακτική εμπειρία συστήνουν ότι (πρέπει να) υπάρχει μία χρονική περίοδος σταθεροποίησης της επίδοσης ή «παύσης της αιμορραγίας», όπως συχνά αποκαλείται, ανάμεσα στην παρακμή και τη βελτίωση της επίδοσης. Αυτή η μεταβατική περίοδος επιτρέπει την καταγραφή και ανάλυση της κατάστασης, τη σύνταξη ενός σχεδίου ανάκαμψης, τη λήψη σχετικών αποφάσεων και την εφαρμογή του σχεδίου.

2.4 Σύνθεση ποιοτικού και ποσοτικού ορισμού της ανάκαμψης

2.4.1 ΣΥΝΘΕΣΗ ΠΟΙΟΤΙΚΟΥ ΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Ο εκάστοτε ορισμός, όπως έχει ήδη καταστεί εμφανές, εξαρτάται από την αντίληψη κάθε συγγραφέα περί του κρίσιμου σημείου επίδοσης, δηλαδή του επιπέδου επίδοσης στο οποίο απαιτείται παρέμβαση. Σύμφωνα με την Winn (1993), υπάρχουν

πέντε τύποι μη αποδεκτής επίδοσης που επιτάσσουν την ανάληψη δράσης: α) χαμηλή παραγωγικότητα ενεργητικού[15], β) πτωτικό μερίδιο αγοράς, γ) υποτυπώδης επίδοση (υπό την έννοια της απόδοσης της επένδυσης), δ) πτωτική κερδοφορία και ε) προσεχής πτώχευση. Αν και δεν αποκλείεται κάποιοι τύποι να συνδέονται μεταξύ τους, δεν μπορεί να υποστηριχθεί ότι η μη αντιμετώπιση της προβληματικής επίδοσης του εκάστοτε τύπου συνεπάγεται απαραίτητα ότι η επίδοση θα αποκτήσει τα χαρακτηριστικά του επόμενου τύπου. Για παράδειγμα, η μη αντιμετώπιση του (β) δε σημαίνει απαραίτητα ότι η εταιρία θα μετακινηθεί στον (γ) και η μη αντιμετώπιση του (γ) δε σημαίνει ότι η εταιρία θα μετακινηθεί στον (δ). Κάθε τύπος προβληματικής επίδοσης συνεπάγεται διαφορετική παρέμβαση και η ανάκαμψη μετριέται, αντίστοιχα, όταν: α) αυξάνεται η αποτελεσματικότητα, β) αναπτύσσεται η αγορά, γ) επιτυγχάνεται υψηλή απόδοση επένδυσης, δ) ανακτάται η κερδοφορία και ε) επανέρχεται η φερεγγυότητα.

Από τον Πίνακα 2.1 που παρατέθηκε παραπάνω, προκύπτει ότι το μεγαλύτερο μέρος της διαθέσιμης έρευνας αφορά στις περιπτώσεις (γ) και (δ). Οι εταιρίες της περίπτωσης (γ) παρουσιάζουν απόδοση επένδυσης χαμηλότερη του κλάδου ή της οικονομίας αλλά όχι ζημίες. Οι εταιρίες της περίπτωσης (δ) παρουσιάζουν πτωτική κερδοφορία χωρίς, όμως, να απειλείται η βραχυχρόνια επιβίωσή τους. Σε πολλές περιπτώσεις οι εταιρίες αυτές καταλήγουν να είναι ζημιογόνες (Winn: 1993). Πρακτικά, είναι πολύ πιθανό οι περιπτώσεις (γ) και (δ) να επικαλύπτονται. Μία εταιρία της (δ) θα ανήκει πιθανώς στην (γ) εκτός αν ο κλάδος ή η οικονομία βρίσκονται σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα επίδοσης. Παρόμοιος συλλογισμός μπορεί να διατυπωθεί για μία εταιρία της (γ) που ανήκει, επίσης, στην (δ). Η επικάλυψη των χαρακτηριστικών των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή είναι η βασικότερη αιτία για την αδυναμία αποσαφήνισης του όρου «ανάκαμψη» καθώς δεν είναι ξεκάθαρος ο τύπος και το επίπεδο επίδοσης που πρέπει να εξετάζεται ώστε μία εταιρία να θεωρείται ότι παρακμάζει ή ανακάμπτει. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη «χαλαρή» χρήση του όρου για την περιγραφή διαφορετικών καταστάσεων όπου πραγματοποιούνται προσπάθειες βελτίωσης της επίδοσης (Castrogiovanni and Bruton: 2000). Από μεθοδολογικής άποψης, η χαλαρή χρήση του όρου οδηγεί στη δημιουργία δειγμάτων που βασίζονται σε εταιρίες με διαφορετικά προβλήματα επίδοσης (Winn: 1993). Έτσι, τα εμπειρικά αποτελέσματα για την καταλληλότητα

[15] Όπου παραγωγικότητα ο λόγος της αξίας των εκροών (προϊόντων και υπηρεσιών) δια την αξία του ενεργητικού.

των μέτρων αντιμετώπισης της παρακμής παρουσιάζουν έλλειψη συνέπειας. Πιο απλά, όταν εξετάζονται, ταυτόχρονα, εταιρίες των (γ) και (δ) δεν είναι ξεκάθαρο ποιες ενέργειες είναι κατάλληλες για τον (γ) ή (δ) ή και τους δύο τύπους. Εύλογα, λοιπόν, προκύπτει το ερώτημα σχετικά με το πότε πρέπει να θεωρούμε ότι είναι αναγκαία η επέμβαση για την βελτίωση της εταιρικής επίδοσης. Θεωρητικά, υπάρχει πάντα περιθώριο βελτίωσης της επίδοσης όσο υψηλή κι αν είναι αυτή, δηλαδή η επίδοση μπορεί πάντα να θεωρείται μη αποδεκτή όταν συγκρίνεται με ένα πρότυπο καλύτερης επίδοσης. Επιπρόσθετα, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η επίδοση χειροτερεύει προσωρινά προκαλώντας παρέμβαση. Ωστόσο, οι περιπτώσεις αυτές δεν θεωρούνται περιπτώσεις παρακμής καθώς, όπως σημειώνουν οι Schendel et al. (1976), πρέπει να διακρίνουμε την φυσιολογική αλλά προσωρινή ύφεση που οποιαδήποτε εταιρία μπορεί να υποστεί από την επίμονη και πιθανώς καταστροφική ύφεση.

Το στοιχείο που μπορεί να διαφοροποιήσει κάποιον ορισμό από άλλους είναι αυτό που αναφέρεται στην απειλή επιβίωσης για την εταιρία. Κατά την Winn (1993), οι εταιρίες που αντιμετωπίζουν τέτοια απειλή φέρουν τα παρακάτω χαρακτηριστικά. Αρχικά, πρόκειται για εταιρίες με πτωτικά περιθώρια κέρδους και, ταυτόχρονα, αυξανόμενη χρηματοοικονομική μόχλευση για τρία ως πέντε έτη. Αν και η επιβίωσή τους δεν απειλείται βραχυχρόνια, η διατήρηση της επίδοσης στα παραπάνω επίπεδα θα θέσει τις εταιρίες σε κατάσταση πιθανής χρηματοοικονομικής δυσπραγίας ή αφερεγγυότητας. Αυτό θα συμβεί όταν οι εταιρίες υποστούν ζημίες και περαιτέρω συσσώρευση χρέους. Κατά συνέπεια, η αντιστροφή της κατάστασης είναι εφικτότερη όσο οι εταιρίες διαθέτουν ακόμη τη σχετική δυνατότητα. Σε επόμενη θέση θα εξετάσουμε εκτενέστερα την επιρροή αυτής της δυνατότητας στην απόφαση για εφαρμογή σχεδίου ανάκαμψης. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω σχόλια και την ανάλυση της ενότητας 2.2, ο προτεινόμενος ποιοτικός ορισμός της εταιρικής ανάκαμψης έχει ως εξής: «η εταιρική ανάκαμψη είναι το φαινόμενο που ορίζεται, διαδοχικά, από: 1) περίοδο ύφεσης της εταιρικής επίδοσης, 2) εμφάνιση απειλής για την επιβίωση της εταιρίας, 3) αντιμετώπιση της απειλής επιβίωσης σε πρώιμο στάδιο, 4) βελτίωση της επίδοσης αρχικά και 5) διατήρηση της βελτιωμένης επίδοσης».

2.4.2 ΣΥΝΘΕΣΗ ΠΟΣΟΤΙΚΟΥ ΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Ο ποσοτικός ορισμός της παρακμής και, κατ' επέκταση, της ανάκαμψης επηρεάζεται, όπως αναφέραμε παραπάνω, από την αντίληψη σχετικά με το αν η παρακμή περιλαμβάνει την έννοια της απειλής επιβίωσης για την εταιρία. Αν συμβαίνει αυτό, τότε η ανάκαμψη πρέπει να ξεκινήσει από την αντιμετώπιση αυτής της απειλής και να συνεχιστεί με τη σταθεροποίηση της επίδοσης. Έχουμε, ήδη, αναφέρει ότι η περίοδος αυτή περιέχεται στα περισσότερα υποδείγματα που έχουν προταθεί για την εφαρμογή ενός σχεδίου ανάκαμψης και, συνήθως, καλείται περίοδος «παύσης της αιμορραγίας». Όσον αφορά στα κατάλληλα μέτρα επίδοσης, ο Pandit (2000) και οι Lohrke et al. (2004) προτείνουν την ενσωμάτωση της γνώμης ειδικών, όπως οι θεσμικοί επενδυτές και οι τραπεζίτες, για τον εντοπισμό των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή ή ανακάμπτουν. Οι Lohrke et al. (2004) υποστηρίζουν ότι οι ειδικοί έχουν κίνητρο να διατηρήσουν τη φήμη τους ως αντικειμενικοί αναλυτές ενώ ο Pandit (2000) ότι ακόμα κι οι ειδικοί δεν είναι απαλλαγμένοι, ως ανθρώπινα όντα, από την υποκειμενικότητα. Σύμφωνα με τους Lohrke et al. (2004), η εταιρική επίδοση μπορεί να μετρηθεί αντικειμενικότερα όταν λαμβάνονται υπόψη, ταυτόχρονα, μέτρα που εξετάζονται από διάφορες ομάδες συμμέτοχων αντί της χρήσης μέτρων επίδοσης που αφορούν μόνο στην εταιρία ή τους μετόχους της. Ωστόσο, όταν τα επιπλέον μέτρα είναι λογιστικά, η παραπάνω προσέγγιση δεν εγγυάται την εξάλειψη του φαινόμενου χειραγώγησης των λογιστικών μεγεθών (Pandit: 2000). Ίσως, η μοναδική πρόταση που μπορεί να αντιμετωπίσει επαρκώς το πρόβλημα της χειραγώγησης των λογιστικών μεγεθών παρουσιάζεται από τους Lohrke et al. (2004) που προάγουν τη χρήση εναλλακτικών μέτρων επίδοσης. Πιο συγκεκριμένα, οι συγγραφείς προτείνουν τη χρήση μέτρων που αφορούν στις τέσσερις πτυχές εταιρικής επίδοσης του Balanced Scorecard[16]. Παρά τα προφανή πλεονεκτήματα που θα μπορούσε να προσφέρει η εν λόγω προσέγγιση, οι εταιρίες (ακόμα κι αν χρησιμοποιούν το Balanced Scorecard) δεν είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν τα σχετικά στοιχεία και, ως εκ τούτου, υπάρχει περιορισμένη διαθεσιμότητα και προσβασιμότητα σε δεδομένα.

[16] Το Balanced Scorecard είναι ένα εργαλείο στρατηγικής διοίκησης που παρουσιάστηκε για πρώτη φορά από τους καθηγητές Robert Kaplan και David Norton (1992) "The Balanced Scorecard – Measures that drive performance", *Harvard Business Review*, Vol.70, No1, Jan/Feb, pp.71-79. Σύμφωνα με αυτήν την προσέγγιση, η εταιρική επίδοση έχει 4 πτυχές: α) χρηματοοικονομική, β) πελατειακή, γ) εσωτερικών διαδικασιών και δ) καινοτομία και ικανότητα εκμάθησης. Η μέτρηση της εταιρικής επίδοσης πραγματοποιείται, ταυτόχρονα, με ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια και, κατά συνέπεια, υποστηρίζεται ότι η μέτρηση είναι πιο πλήρης και αντικειμενική.

Ένα ακόμη ζήτημα που αφορά στη μέτρηση της επίδοσης, για τους σκοπούς που εξετάζουμε εδώ, αφορά στον αν οι αποφάσεις για παρέμβαση στηρίζονται στην παρελθούσα ή τη μελλοντική επίδοση. Η σχέση της παρελθούσας επίδοσης με τη μελλοντική είναι ιδιαίτερα ευρύ θέμα και βρίσκεται εκτός ορίων της παρούσας διατριβής. Ωστόσο, πρέπει να αναφέρουμε ότι ούτε η υπόθεση περί ύπαρξης της σχέσης αλλά ούτε και αυτή περί μη ύπαρξης της σχέσης μπορούν να απορριφθούν εκ των προτέρων. Θεωρητικά, οι δύο σχέσεις μπορούν να υποστηριχθούν με εξίσου λογικά επιχειρήματα. Η ύπαρξη σχέσης στηρίζεται στο ότι η ικανότητα της εταιρίας να επιτυγχάνει, δηλαδή η ικανότητά της να κάνει τις βέλτιστες επιλογές δεδομένου του εξωτερικού περιβάλλοντος, δημιουργείται στην πάροδο του χρόνου. Αν η ικανότητα αυτή απεικονίζεται στην επίδοση, τότε η παρελθούσα επίδοση επηρεάζει τη μελλοντική. Αντίστροφα, η μελλοντική επίδοση είναι συνάρτηση των ικανοτήτων που θα έχει η εταιρία στο μέλλον και όχι αυτών που είχε στο παρελθόν. Άρα, δεν τίθεται θέμα επιρροής της παρελθούσας επίδοσης στη μελλοντική. Ωστόσο, το ότι η εταιρία επέδειξε ικανότητα ή ανικανότητα επιτυχίας στο παρελθόν, δε σημαίνει απαραίτητα ότι θα πράττει το ίδιο στο μέλλον[17]: «άπαξ ικανότητα» δε σημαίνει «εσαεί ικανότητα» και, αναλογικά, «άπαξ ανικανότητα» δε σημαίνει «εσαεί ανικανότητα». Πάντως, αν δεχθούμε ότι η μελλοντική επίδοση δεν εξαρτάται από την παρελθούσα, υπονοούμε ότι συμβαίνει «κάτι» ικανό για αυτή τη μεταβολή. Συνεπώς, ποια μέτρα πρέπει να χρησιμοποιούμε για τη μέτρηση της επίδοσης της εταιρίας; Παρά τα μειονεκτήματά τους, τα λογιστικά μέτρα δε στηρίζονται σε υποκειμενική κρίση αλλά σε αρχές, πρότυπα, νόμους κ.ο.κ., εκτός ορισμένων περιπτώσεων όπου απαιτούνται προβλέψεις, εκτιμήσεις κλπ. Αντίθετα, αναλογιζόμενοι τα εκατομμύρια των καθημερινών συναλλαγών που πραγματοποιούνται σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου, τα αγοραία μέτρα είναι αποτέλεσμα πολλαπλών υποκειμενικών κρίσεων ανά πάσα χρονική στιγμή. Οι αγοραπωλησίες μετοχών αντιπροσωπεύουν, ουσιαστικά, διαφορετικές εκτιμήσεις ανάμεσα στους αγοραστές και πωλητές σχετικά με τις προοπτικές των εταιριών. Αν οι εκτιμήσεις όλων των συναλλασσόμενων ταυτίζονταν, καμία συναλλαγή δεν θα λάμβανε χώρα. Κατ' επέκταση, η απόδοση των μετοχών, ως μέτρο επίδοσης των εταιριών, είναι ουσιαστικά ένα μέγεθος που υστερεί, επίσης, σε αντικειμενικότητα. Επιπρόσθετα, δεδομένου ότι κάθε αγοραπωλησία μετοχής

[17] Η χρήση του όρου «παρόν» ή «παρούσας επίδοσης» έχει αποφευχθεί σκόπιμα καθώς το παρόν δεν υφίσταται, ουσιαστικά, παρά μόνο ως οριακή μεταβολή από το παρελθόν και το μέλλον ή, πιο απλά, ως απειροελάχιστη ποσότητα χρόνου ανάμεσα στο παρελθόν και το μέλλον.

διαμορφώνει μία απόδοση για τη μετοχή, δεν είναι ξεκάθαρο ποια, ακριβώς, απόδοση ή συνδυασμός αποδόσεων αντιπροσωπεύει την εταιρική επίδοση. Εκτός αυτών, η χειραγώγηση των τιμών των μετοχών είναι ένα υπαρκτό ενδεχόμενο, ικανό να διαμορφώσει εξωπραγματικές τιμές μετοχών.

Ο ποσοτικός ορισμός της ανάκαμψης, βάσει της ανάλυσης που προηγήθηκε, **θα στηριχθεί σε τρία λογιστικά μέτρα επίδοσης**. Το **πρώτο** από αυτά εξετάζει την επίδοση **από την πλευρά της εταιρίας**, συνολικά, το **δεύτερο από την πλευρά των πιστωτών** και το **τρίτο από την πλευρά των επενδυτών (μετόχων)**. Για να είναι βιώσιμη μία εταιρία, πρέπει να ισχύει μία πολύ απλή συνθήκη: έσοδα > έξοδα. Βεβαίως, πρέπει να σημειωθεί ότι για την επιβίωση της εταιρίας απαιτείται, επίσης, κατάλληλος χρονισμός (προγραμματισμός) εσόδων-εξόδων ικανός να εξασφαλίζει την απρόσκοπτη λειτουργία της εταιρίας. Όσον αφορά στην επίδοση από την πλευρά των πιστωτών, διακρίνουμε δύο περιπτώσεις: τους πιστωτές που απαιτούν κάποια απόδοση για τα κεφάλαια που δανείζουν στην εταιρία (πχ ομολογιούχοι και τράπεζες) και τους πιστωτές που παρέχουν πίστωση στην εταιρία χωρίς να απαιτούν άμεση αμοιβή (πχ εμπορικοί προμηθευτές). Η πρώτη κατηγορία είναι άμεσα συνδεδεμένη με την κερδοφορία της εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, τα κέρδη της εταιρίας πρέπει να επαρκούν τουλάχιστον για την κάλυψη της αμοιβής αυτής της κατηγορίας πιστωτών. Η ικανοποίηση της δεύτερης κατηγορίας πιστωτών συνδέεται περισσότερο με το βαθμό ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, όπως οι απαιτήσεις, τα αποθέματα κλπ. Τέλος, το μέτρο επίδοσης που αφορά στους μέτοχους πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα κεφάλαια που αυτοί έχουν προμηθεύσει είτε άμεσα (μετοχικό κεφάλαιο) είτε έμμεσα (αποθεματικά). Όλα τα παραπάνω κριτήρια καθώς και ο χρονικός ορίζοντας που θα χρησιμοποιηθεί (= 6 έτη) έχουν προταθεί επανειλημμένως στην υπάρχουσα βιβλιογραφία (βλ. ποσοτικούς ορισμούς στον Πίνακα 2.1 στην παράγραφο 2.3.1).

Τα αποτελέσματα (κέρδη ή ζημίες) που θα ληφθούν υπόψη, εφόσον εξετάζουμε την εταιρία ως σύνολο, πρέπει να είναι απαλλαγμένα από την επιρροή του χρηματοδοτικού σχήματος. Αυτό θα επιτρέψει τη σύγκριση εταιριών με διαφορετική κεφαλαιακή διάρθρωση. Όπως έχει, ήδη, τονιστεί, η παρακμή δεν ορίζεται από σποραδικές στιγμές χαμηλής επίδοσης αλλά από χρονικές περιόδους χαμηλής επίδοσης. Κατά συνέπεια, τα αποτελέσματα που πρέπει να ληφθούν υπόψη πρέπει να φέρουν το στοιχείο της μονιμότητας ή της υψηλής συχνότητας εμφάνισης. Πρέπει να σημειωθεί ότι τα «μόνιμα αποτελέσματα» δεν ταυτίζονται με τα «λειτουργικά

αποτελέσματα». Μολονότι αναμένεται ότι τα περισσότερα λειτουργικά αποτελέσματα έχουν υψηλή συχνότητα εμφάνισης, υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις. Για παράδειγμα, τα έξοδα αναδιοργάνωσης είναι λειτουργικά καθώς σχετίζονται με τη λειτουργία της εταιρίας αλλά, ίσως, δεν εμφανιστούν ποτέ αν η εταιρία δεν προβεί σε αναδιοργάνωση ενώ οι χρεωστικοί τόκοι έχουν, συνήθως, υψηλή συχνότητα εμφάνισης ως αποτέλεσμα των επιλογών αναφορικά με τη χρηματοδότηση παρά το γεγονός ότι σχετίζονται με τη χρηματοδοτική και όχι την κανονική λειτουργία της εταιρίας[18]. Η παραπάνω προσέγγιση είναι, σύμφωνα με τους Wild et al. (2007), η ενδεδειγμένη όταν υπολογίζουμε τα αποτελέσματα της εταιρίας που αναμένονται να έχουν μεγάλη συχνότητα εμφάνισης στο μέλλον. Ένα σημαντικό ζήτημα αφορά, επίσης, στο χειρισμό των αποσβέσεων για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης. Οι αποσβέσεις και τα λοιπά μη ταμειακά έξοδα ή ζημίες (πχ προβλέψεις επισφαλών πελατών) λογίζονται μεν ως έξοδα ή ζημίες, μειώνοντας το φορολογητέο εισόδημα και τον φόρο που καταβάλλει μία εταιρία, αλλά, σε αντίθεση με τα υπόλοιπα έξοδα, δεν απαιτούν ταμειακή εκροή. Αν υποθέσουμε, χάριν ευκολίας, ότι όλες οι εταιρικές συναλλαγές πραγματοποιούνται τοις μετρητοίς, η λειτουργία της εταιρίας δεν κινδυνεύει αν οι ζημίες της ισούνται με τις αποσβέσεις της (τις οποίες δε θα χρειαστεί να καταβάλλει τοις μετρητοίς). Σε αυτήν την περίπτωση, τα ίδια κεφάλαια θα μειώνονται (λόγω ζημιών) κατά το ποσό που θα μειώνεται η λογιστική αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Προφανώς, η χρονική περίοδος της παραπάνω υποθετικής κατάστασης είναι αναλογική του ύψους των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και των ιδίων κεφαλαίων. Θεωρούμε, λοιπόν, ότι το έναυσμα για επέμβαση δίνεται όταν οι μόνιμες ζημίες της εταιρίας υπερβαίνουν, σε απόλυτη τιμή, τις αποσβέσεις[19] της σε ένα έτος. Αντίστροφα, θεωρούμε ότι η παρακμή έχει, καταρχήν, αντιμετωπιστεί όταν οι μόνιμες ζημίες είναι μικρότερες, σε απόλυτη τιμή, από τις αποσβέσεις της εταιρίας σε ένα έτος. Οι λοιπές προϋποθέσεις για την ύπαρξη παρακμής ή ανάκαμψης εξετάζονται στη συνέχεια.

Το δεύτερο μέτρο εταιρικής επίδοσης αφορά στους πιστωτές. Αυτή η ομάδα συμμέτοχων παρέχει κεφάλαια με την απαίτηση μίας προσυμφωνημένης απόδοσης (επιτόκιο). Απαραίτητη προϋπόθεση για τη συνέχιση της λειτουργίας της εταιρίας είναι η ικανοποίηση της παραπάνω απαίτησης. Σε διαφορετική περίπτωση, οι

[18] Οι Wild et al. (2007) παρέχουν μία εκτενή ανάλυση του ζητήματος.

[19] Μία ορθότερη διατύπωση θα αναφερόταν, γενικά, στα μη ταμειακά έξοδα αντί των αποσβέσεων. Ωστόσο, τα λοιπά μη ταμειακά έξοδα (εκτός των αποσβέσεων) επηρεάζουν τα αποτελέσματα σε μικρό, συνήθως, βαθμό και μία τέτοια προσέγγιση δε θα προσέφερε ουσιαστικά οφέλη στην παρούσα έρευνα.

πιστωτές παρακινούνται να προβούν σε ενέργειες κατά της εταιρίας. Γενικά, οι υποχρεώσεις της εταιρίας προς τους πιστωτές μπορεί να αφορούν σε ομολογιακά δάνεια, σε τραπεζικά δάνεια ή μη τοκοφόρες (συνήθως εμπορικές) πιστώσεις. Οι μη τοκοφόρες πιστώσεις είναι, συνήθως, βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα, δε δημιουργούν απαίτηση απόδοσης και η ικανοποίηση τους συνδέεται με τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας, κυρίως του κυκλοφοριακού ενεργητικού. Αντίθετα, η ικανοποίηση των υπόλοιπων πιστωτών συνδέεται με την κερδοφορία της εταιρίας. Η απρόσκοπτη λειτουργία της εταιρίας προϋποθέτει ότι τα κέρδη της είναι αρκετά για την ικανοποίηση, τουλάχιστον, των πιστωτών που απαιτούν αμοιβή για τις πιστώσεις τους. Όπως προαναφέραμε, η επιβίωση της εταιρίας ορίζεται από τα μόνιμα αποτελέσματά της και, συνεπώς, θεωρούμε ότι η επιβίωση της εταιρίας είναι υπό αμφισβήτηση όταν τα μόνιμα κέρδη της δεν καλύπτουν την αμοιβή των πιστωτών για δύο διαδοχικά έτη. Όσον αφορά στους πιστωτές χωρίς απαίτηση για απόδοση, το κριτήριο που θα ληφθεί υπόψη είναι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας να είναι μικρότερος της μονάδας για δύο διαδοχικά έτη. Χρησιμοποιούμε την άμεση αντί της γενικής ρευστότητας, ώστε να είναι δυνατή η σύγκριση εταιριών που έχουν αποθέματα (πχ βιομηχανικές ή εμπορικές) με εταιρίες που δεν διατηρούν ή διατηρούν σαφώς περιορισμένα αποθέματα (πχ παροχή υπηρεσιών). Θεωρούμε ότι η παρακμή έχει αντιμετωπιστεί όταν τα μόνιμα κέρδη καλύπτουν τους χρεωστικούς τόκους και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι μεγαλύτερος της μονάδας για δύο διαδοχικά έτη.

Το τελευταίο μέτρο εταιρικής επίδοσης αναφέρεται στους μετόχους (ιδιοκτήτες) της εταιρίας που παρέχουν κεφάλαια διεκδικώντας μη εξασφαλισμένη εκ των προτέρων απόδοση. Η απόδοση των μετόχων είναι συνάρτηση του κινδύνου που αποδίδεται στην εκάστοτε εταιρία και υπολογίζεται βάσει διάφορων μεθόδων όπως το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model). Η μέθοδος αυτή στηρίζεται σε αγοραία μεγέθη και, για τους λόγους που έχουν αναφερθεί, δε θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα έρευνα. Αντί αυτής, θα χρησιμοποιήσουμε έναν δείκτη λογιστικής επίδοσης ορίζοντας ως απόδοση επένδυσης για τους μετόχους τα μόνιμα κέρδη μετά από φόρους διαιρούμενα με τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας. Είναι αναγκαίο να αναφερθεί ότι οι φόροι δεν υπολογίζονται μόνο επί των μόνιμων κερδών. Κατά συνέπεια, για τον υπολογισμό των μετά από φόρους μόνιμων κερδών, θα ήταν ορθό να υπολογιστεί ο φόρος που αναλογεί σε αυτά και όχι να χρησιμοποιηθεί ο φόρος επί των συνολικών κερδών. Αυτό μπορεί να γίνει είτε λαμβάνοντας υπόψη το ποσοστό φορολογίας των

ανώνυμων εταιριών είτε υπολογίζοντας τον συντελεστή φορολόγησης των συνολικών κερδών (= φόρος/ κέρδη) και εφαρμόζοντας το ποσοστό αυτό στα μόνιμα αποτελέσματα. Εκτός του δείκτη επίδοσης, πρέπει να ορίσουμε μία τιμή πρότυπο που θα καθορίζει το αν η επίδοση, από την πλευρά που εξετάζεται εδώ, είναι υψηλή ή χαμηλή. Η απόδοση χωρίς κίνδυνο έχει χρησιμοποιηθεί, ήδη, στη βιβλιογραφία που σχετίζεται με την εταιρική ανάκαμψη (βλ. Πίνακα 2.1 στην παράγραφο 2.3.1) ως τιμή αναφοράς για επενδύσεις που συνεπάγονται κίνδυνο. Ορίζουμε, λοιπόν, ότι μία εταιρία βρίσκεται σε παρακμή όταν η λογιστική απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερη της απόδοσης χωρίς κίνδυνο για δύο διαδοχικά έτη. Αντίστροφα, θεωρούμε ότι η παρακμή έχει αντιμετωπιστεί όταν η παραπάνω σχέση αντιστραφεί για δύο διαδοχικά έτη.

Ανακεφαλαιώνοντας τα παραπάνω σχόλια, η εταιρική ανάκαμψη ορίζεται ποσοτικά στον ακόλουθο Πίνακα 2.2:

Πίνακας 2.2 Προτεινόμενος ποσοτικός ορισμός της ανάκαμψης

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ	ΕΤΟΣ	ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΕΠΙΔΟΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΠΡΟΤΥΠΟ
Αρχή Παρακμής	1	1)α) Μόνιμα Αποτελέσματα – Χρεωστικοί Τόκοι 1)β) Άμεση Ρευστότητα Ή/ ΚΑΙ 2) Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	< 0 < 1 < Απόδοση Χωρίς Κίνδυνο
	2	1)α) Μόνιμα Αποτελέσματα – Χρεωστικοί Τόκοι 1)β) Άμεση Ρευστότητα ΚΑΙ 2) Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	< 0 < 1 < Απόδοση Χωρίς Κίνδυνο
Απειλή Επιβίωσης	3	|Μόνιμες Ζημίες| - Αποσβέσεις	> 0
Επέμβαση	4	|Μόνιμες Ζημίες| - Αποσβέσεις	< 0
Αρχή Ανάκαμψης	5	1)α) Μόνιμα Αποτελέσματα – Χρεωστικοί Τόκοι 1)β) Άμεση Ρευστότητα Ή/ ΚΑΙ 2) Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	> 0 > 1 > Απόδοση Χωρίς Κίνδυνο
Ολοκλήρωση Ανάκαμψης	6	1)α) Μόνιμα Αποτελέσματα – Χρεωστικοί Τόκοι 1)β) Άμεση Ρευστότητα ΚΑΙ 2) Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	> 0 > 1 > Απόδοση Χωρίς Κίνδυνο

Ο Πίνακας 2.2 περιγράφει, ουσιαστικά, την εξής κατάσταση. Αρχικά, η επίδοση της εταιρίας δείχνει ότι δεν είναι δυνατή η ικανοποίηση των απαιτήσεων μίας, τουλάχιστον, ομάδας προμηθευτών κεφαλαίων. Σε αυτό το στάδιο δεν εγείρονται αμφιβολίες για την επιβίωση της εταιρίας (έτος 1). Τέτοιου είδους αμφιβολίες εγείρονται όταν η παραπάνω αδυναμία αφορά σε όλους, ανεξαιρέτως, τους προμηθευτές κεφαλαίων (έτος 2). Το έναυσμα για την επέμβαση δίνεται όταν η επιβίωση τίθεται υπό αμφισβήτηση (έτος 3). Στην περίοδο που ακολουθεί, η εταιρία προσπαθεί, αρχικά, να αντιμετωπίσει την άμεση απειλή επιβίωσης και να θέσει σε εφαρμογή ένα σχέδιο ανάκαμψης (έτος 4). Τα αρχικά αποτελέσματα της δράσης

πρέπει να γίνουν ορατά, αρχικά, σε κάποια ομάδα προμηθευτών κεφαλαίων (έτος 5) και, ακολούθως, σε όλους τους προμηθευτές κεφαλαίων (έτος 6). Όταν η παραπάνω ακολουθία ολοκληρωθεί, θεωρούμε ότι η εταιρία έχει αντιμετωπίσει την απειλή επιβίωσης και δύναται να διατηρήσει τη βελτιωμένη επίδοση. Βεβαίως, δεν είναι απαραίτητο η παραπάνω διαδικασία να ακολουθείται με «ευλάβεια». Είναι πιθανό κάποια χρονικά διαστήματα να μεταβάλλονται ή κάποιες μεταβλητές να μην ικανοποιούν πλήρως τα κριτήρια που έχουν χρησιμοποιηθεί. Για παράδειγμα, η χρονική διάρκεια της επέμβασης μπορεί να είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη του έτους ή οι μόνιμες ζημίες να είναι ίσες, σε απόλυτη τιμή, με τις αποσβέσεις. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η κρίση του ερευνητή θα διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην κατάταξη των εταιριών στα διάφορα στάδια της ύφεσης ή βελτίωσης της επίδοσης. Ολοκληρώνοντας, πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι ο ποσοτικός ορισμός της ανάκαμψης (κριτήρια, χρονικές περίοδοι κ.ο.κ.) εξαρτώνται από τον ποιοτικό ορισμό της και, κυρίως, από το αν αυτός ο ορισμός περιλαμβάνει την έννοια της απειλής για την επιβίωση της εταιρίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΜΕΧΡΙ ΤΟ 1982

3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου

Στο παρόν κεφάλαιο πραγματοποιείται μία σύντομη αναφορά, για ιστορικούς, κυρίως, λόγους στη βιβλιογραφία της εταιρικής ανάκαμψης μέχρι το 1982. Σκοπός του κεφαλαίου είναι η παροχή κάποιων πρώιμων ενδείξεων για τον τρόπο αντιμετώπισης της εταιρικής παρακμής σε περιόδους κατά τις οποίες δεν είχε προταθεί κάποιο σχετικό θεωρητικό υπόβαθρο. Το 1982 συνιστά το μεταίχμιο μεταξύ δύο περιόδων της βιβλιογραφίας εταιρικής ανάκαμψης καθώς αντιστοιχεί στην πρώτη προσπάθεια σύνθεσης ουσιαστικού θεωρητικού υπόβαθρου και, πιο συγκεκριμένα, ενός υποδείγματος για τη διαδικασία της εταιρικής ανάκαμψης. Στην αρχή του παρόντος κεφαλαίου περιγράφεται η πρώτη περίπτωση εταιρικής ανάκαμψης που (υποστηρίζεται ότι) έλαβε χώρα στη Γαλλία, στα τέλη του 19^{ου} αιώνα. Ακολούθως, παρατίθεται μία σύντομη αναφορά στην εταιρική ανάκαμψη στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο όπως διαμορφώθηκε μέχρι το 1982. Το παρόν κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση μίας έρευνας-σταθμού στη σχετική βιβλιογραφία που δημοσιεύτηκε το 1976 και προσέφερε τρεις σημαντικές καινοτομίες. Αυτές οι καινοτομίες αποδείχθηκαν ιδιαίτερα χρήσιμες στη μετέπειτα εξέλιξη τη θεωρίας και την διενέργεια εμπειρικών ερευνών επί της εταιρικής ανάκαμψης.

3.2 Η πρώτη εταιρική ανάκαμψη από τον Henry Fayol στα τέλη του 19ου αιώνα[1]

Η πρώτη, χρονικά, εταιρική ανάκαμψη υποστηρίζεται ότι πραγματοποιήθηκε στη Γαλλία στα τέλη του 19ου αιώνα όταν ο μηχανικός Henry Fayol[2] ανέλαβε τα καθήκοντα του διευθύνοντος συμβούλου στην εταιρία παραγωγής χάλυβα Comambault[3] που βρισκόταν στα πρόθυρα πτώχευσης και ρευστοποίησης το 1888. Η παρούσα παράγραφος παρουσιάζει, συνοπτικά, τα προβλήματα που αντιμετώπιζε η εταιρία, τις ενέργειες στις οποίες προέβη ο Fayol και τα επιχειρήματα υπέρ και κατά της άποψης ότι ο Fayol ήταν ο πρώτος που προέβη σε συνειδητές ενέργειες με σκοπό την αντιμετώπιση της απειλής επιβίωσης και την επίτευξη διατηρήσιμης υψηλής επίδοσης για την εταιρία.

Η παγκόσμια οικονομία στα τέλη του 19ου αιώνα βρισκόταν αντιμέτωπη με μία μακρόχρονη οικονομική κρίση που είχε ξεκινήσει το 1870. Οι εταιρίες παραγωγής χάλυβα στη Γαλλία αντιμετώπιζαν υψηλό κόστος μεταφοράς του προϊόντος, γεγονός που τις καθιστούσε μη ανταγωνιστικές σε σχέση με αντίστοιχες εταιρίες που λειτουργούσαν στην Αγγλία και τη Γερμανία. Η ανταγωνιστικότητα των γαλλικών εταιριών υπέστη περαιτέρω πλήγμα από τη μείωση των δασμών προστασίας για τον εισαγόμενο από την Αγγλία χάλυβα και, αργότερα, από τη σύναψη ανάλογων συμφωνιών της Γαλλίας με το Βέλγιο και τη Γερμανία. Το δεύτερο σημαντικό πρόβλημα που αντιμετώπιζαν οι γαλλικές εταιρίες ήταν η έλλειψη απαιτούμενων κεφαλαίων για την απόκτηση σύγχρονης τεχνολογίας που θα βελτίωνε την παραγωγική διαδικασία. Ο κλάδος του χάλυβα βρέθηκε στη δεινότερη θέση την περίοδο 1874-1886. Η τιμή του σιδήρου ανά τόνο μειώθηκε κατά 44% και του χυτοσιδήρου κατά 58% συγκριτικά με το 1850. Δεδομένου ότι ήταν αδύνατη η μείωση του κόστους εξόρυξης και μεταφοράς του χάλυβα, πολλές από τις εταιρίες που δεν κατάφεραν να αντλήσουν ίδια ή δανειακά κεφάλαια οδηγήθηκαν, τελικά, σε πτώχευση. Οι εταιρίες που ήταν εγκατεστημένες στην κεντρική Γαλλία, μεταξύ των οποίων η Comambault, αντιμετώπιζαν ένα πρόσθετο πρόβλημα. Η ανάπτυξη των

[1] Η συγγραφή της ενότητας 3.2 στηρίχθηκε αποκλειστικά στον Wren (2001).
[2] Η ενασχόληση του Fayol με τη διοίκηση επιχειρήσεων και η συχνή αναφορά της «σχολής Fayol» σε σχετικά συγγράμματα έχουν, ίσως, δημιουργήσει την εικόνα του Fayol ως οικονομολόγου. Ωστόσο, ο Fayol σπούδασε μηχανικός στην Εθνική Σχολή Ορυχείων της πόλης Σεντ-Εετιέν (Saint-Etienne) από την οποία αποφοίτησε το 1860 σε ηλικία 19 ετών.
[3] Ο πλήρης τίτλος της εταιρίας: Commentry, Fourchambault and Decazeville.

σιδηροδρομικών μεταφορών δημιούργησε μία ενοποιημένη αγορά χάλυβα στη Γαλλία προσθέτοντας περαιτέρω ανταγωνισμό προς τις συγκεκριμένες εταιρίες. Όλα τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση του μεριδίου αγοράς της εν λόγω περιοχής από 22% σε 3,1% για τον χυτοσίδηρο και από 31,7% σε 20,7% για τα προϊόντα σιδήρου κατά την περίοδο 1874-1886[4].

Οι επιπτώσεις της κρίσης στην Comambault αποτυπώθηκαν, αρχικά, στη διανομή μερίσματος. Η άμεση πτώση των μερισμάτων κατά τη διάρκεια του Γαλλοπρωσικού πολέμου ακολουθήθηκε από σταθερή άνοδο στα επίπεδα των 60 φράγκων ανά μετοχή την περίοδο 1875-1877. Ωστόσο, η πτωτική επίδοση της εταιρίας οδήγησε στην παύση διανομής μερίσματος μετά το 1885. Όταν ο Fayol προσελήφθηκε ως μηχανικός στην Comambault, η εταιρία βίωνε όλες τις συνέπειες της οικονομικής κρίσης: πτωτικό μερίδιο αγοράς, υψηλό κόστος προμήθειας άνθρακα και μεταφοράς του χάλυβα, έλλειψη κεφαλαίων για την απόκτηση σύγχρονης τεχνολογίας και εντεινόμενο ανταγωνισμό από την Αγγλία και την Γερμανία.

Ο Fayol προάχθηκε σε διευθύνων σύμβουλος της Comambault το 1888 χωρίς, όμως, να αναλάβει τη χρηματοοικονομική λειτουργία που παρέμεινε υπό τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου στο Παρίσι[5]. Τα προβλήματα του μεριδίου αγοράς αντιμετωπίστηκαν από τον Fayol ως εξής. Ενίσχυσε το τμήμα των προμηθειών και πωλήσεων αναθέτοντας στον Joseph Carlioz τις προμήθειες, την επιλογή εμπορικών αντιπροσώπων, τη διατήρηση σχέσεων με τους πελάτες, την επικοινωνία με τους οργανισμούς εμπορίου κ.ά. Επιπρόσθετα, δημιούργησε τμήμα έρευνας με επικεφαλής τον Charles Edouard Guillame, μετέπειτα Νομπελίστα Επιστημών (το 1920), με σκοπό την εύρεση τρόπων παραγωγής τεμαχίων σιδήρου που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε ειδικές κατασκευές. Ένα ακόμη στέλεχος, ο Alexandre Pourcel ανέλαβε την εφαρμογή των νέων τεχνολογιών στην παραγωγική διαδικασία της Comambault. Το υψηλό κόστος προμήθειας άνθρακα αντιμετωπίστηκε με την παύση λειτουργίας μία μονάδας και την εξαγορά εταιρίας ορυχείων που αργότερα έγινε το

[4] Οι 7 εταιρίες που λειτουργούσαν το 1860 στην κεντρική Γαλλία παρήγαγαν το 53% του χάλυβα στη χώρα. Το 1881 μόνο 2 από αυτές συγκαταλέγονταν πλέον στις 30 μεγαλύτερες εταιρίες στη Γαλλία, σε όρους κεφαλαιοποίησης. Η μία εκ των δύο ήταν η Comambault.

[5] Υπό την απειλή της ρευστοποίησης το διοικητικό συμβούλιο αποφάσισε την μείωση της ονομαστικής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου κατά 50% ανταλλάσσοντας τις 25.000 νέες μετοχές ονομαστικής αξίας 12,5 εκ. φράγκων με τις 50.000 παλαιές μετοχές ονομαστικής αξίας 25 εκ. φράγκων. Αυτό στόχευε στην απορρόφηση των συσσωρεμένων ζημιών, την ορθότερη απεικόνιση της εταιρικής αξίας και την επίτευξη μεγαλύτερης ποσοστιαίας απόδοσης στο μέλλον αν η εταιρία ανέκαμπτε και μπορούσε να διανείμει μέρισμα (σε αυτήν την περίπτωση η Comambault θα χρειαζόταν να καταβάλει το «μισό» μέρισμα για να πετύχει μία δεδομένη ονομαστική απόδοση σε σχέση με το μέρισμα που θα έπρεπε να καταβάλει αν δεν είχε προβεί στη μείωση της ονομαστικής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου).

βασικό ορυχείο άνθρακα της Comambault υπό την επίβλεψη ενός νέου στελέχους, του Pierre Girin. Η προμήθεια άνθρακα ενισχύθηκε αργότερα με την εξαγορά δικαιωμάτων εξόρυξης από άλλη εταιρία. Ο Fayol αντιμετώπισε το υψηλό μεταφορικό κόστος και τον ανταγωνισμό από τις υπόλοιπες περιοχές τις χώρας με τη γεωγραφική εξάπλωση της εταιρίας μέσω εξαγορών στην ανατολική, κυρίως, Γαλλία. Η έλλειψη κεφαλαίων αντιμετωπίστηκε, αρχικά, με τη συμβολή των υφιστάμενων μετόχων ενώ τα πρώτα αποτελέσματα των ενεργειών του Fayol και, πιο συγκεκριμένα, η διανομή μερισμάτων[6] επέτρεψε στην Comambault να αντλήσει κεφάλαια από την έκδοση νέων μετοχών. Ειδικότερα, οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου το 1906 και το 1911 εξασφάλισαν στην εταιρία κεφάλαια αξίας 12 εκ. φράγκων εκ των οποίων 6 εκ. υπέρ το άρτιο.

Η Comambault, βάσει του ορισμού ανάκαμψης που έχει προταθεί σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 2.4.1), αντιπροσωπεύει σαφώς μία περίπτωση εταιρικής ανάκαμψης καθώς φέρει τα στοιχεία της απειλής επιβίωσης, της αντιμετώπισης της απειλής και της βελτίωσης και διατήρησης της επίδοσης. Ωστόσο, δεν είναι ξεκάθαρο αν οι ενέργειες του Fayol ευθύνονται αποκλειστικά για την ανάκαμψη της εταιρίας. Η αποδοχή του Fayol ως το πρώτο διοικητικό στέλεχος που σχεδίασε και εφάρμοσε δράσεις με στόχο την εταιρική ανάκαμψη αιτιολογείται, κυρίως, από τα στρατηγικού χαρακτήρα μέτρα που έλαβε. Αναλυτικότερα, ο Fayol έθεσε μακροχρόνιους στόχους που αφορούσαν στην επιβίωση και κερδοφορία της εταιρίας, την ευημερία των εργαζομένων και την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των μετόχων. Οι επεμβάσεις του πραγματοποιήθηκαν σε τομείς που ήταν πρωταρχικής σημασίας για την επίτευξη αυτών των στόχων. Πιο συγκεκριμένα, εξασφάλισε την επάρκεια πόρων, ενίσχυσε τις ικανότητες της εταιρίας μέσω έρευνας και αξιοποίησης κατάλληλων προσώπων, άντλησε τα αναγκαία κεφάλαια για ανάπτυξη και επέκταση, εξάπλωσε γεωγραφικά την εταιρία για να ανταγωνιστεί στη (νέα) ενοποιημένη αγορά και εισήγαγε την εταιρία σε αγορές νέων προϊόντων. Προκύπτει, λοιπόν, ότι ο Fayol πρότεινε λύσεις ανάλογα με τα προβλήματα που αντιμετώπιζε η εταιρία και αυτό συνιστά ένα ισχυρό επιχείρημα υπέρ της αποδοχής της Comambault ως την πρώτη περίπτωση εταιρικής ανάκαμψης. Η αντίθετη άποψη στηρίζεται στο επιχείρημα της ύπαρξης ευνοϊκών συγκυριών που έδωσαν τη δυνατότητα στην Comambault να ανακάμψει. Πιο συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι η ανάκαμψη της εταιρίας ήταν το

[6] Το 1906 ανακοινώθηκε μέρισμα 60 φράγκων ανά μετοχή που μεταφραζόταν σε ονομαστική απόδοση 12%.

συνδυαστικό αποτέλεσμα της αύξησης των τιμών του χάλυβα κατά 23%, περίπου, από το 1888 ως το 1890 και της διατήρησης των μισθών στα χαμηλότερα επίπεδα του 19ου αιώνα κατά την ίδια περίοδο. Εκτός αυτών, η τεχνολογικές εξελίξεις επέτρεψαν στις εταιρίες παραγωγής χάλυβα την αντικατάσταση εξειδικευμένων εργαζομένων από λιγότερο ειδικευμένους και, κατ' επέκταση, χαμηλότερα αμειβόμενους εργαζομένους. Τα επιχειρήματα αυτά είναι ορθά αλλά πρέπει να επισημάνουμε ότι οι παραπάνω ευνοϊκές συγκυρίες αφορούσαν στο σύνολο των εταιριών του κλάδου πολλές από τις οποίες, όμως, δεν κατάφεραν να επιβιώσουν και οδηγήθηκαν, τελικά, σε πτώχευση. Κατά συνέπεια, ακόμη και αν η συμβολή των ευνοϊκών συγκυριών στην ανάκαμψη της Comambault ήταν σημαντική, ο Fayol κατέχει σημαντικό μερίδιο επιτυχίας. Παρά τις διαφορές διαδικαστικού τύπου που μπορούν να εντοπιστούν ανάμεσα στην Comambault και αντίστοιχες περιπτώσεις στο δεύτερο, κυρίως, μισό του 20ου αιώνα, η απόδοση της πρώτης εταιρικής ανάκαμψης στον Henry Fayol είναι αρκούντως τεκμηριωμένη.

3.3 Αναφορά στην εταιρική ανάκαμψη στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο μέχρι το 1982

Η βιβλιογραφία της εταιρικής ανάκαμψης ξεκινά, ουσιαστικά, στις αρχές του 20ου αιώνα. Οι πρώτες αναφορές επικεντρώνονται σε μελέτες περιπτώσεων (case studies) στις ΗΠΑ και σε έρευνες μεγάλου δείγματος σχετικά με την αποεπένδυση[7] (divestment ή divestiture). Πρέπει να σημειωθεί ότι ο όρος turnaround απουσιάζει από το σύνολο των παραπάνω ερευνών. Ο εν λόγω όρος χρησιμοποιείται για πρώτη φορά από τους Schendel et al. (1976). Μέχρι εκείνη τη χρονική στιγμή στη βιβλιογραφία κυριαρχεί ο όρος «αναδιοργάνωση» (reorganization) που σύμφωνα με τον Nichols (1935) ερμηνεύεται ως «η διαδικασία αναδιανομής των δικαιωμάτων, της εξουσίας και των υποχρεώσεων των δεσμευτικών συμφωνιών (contractual agreements) εξαιτίας ή εν αναμονή της αποτυχίας». Η πρώτη προσπάθεια σύνθεσης ενός θεωρητικού υπόβαθρου και, κυρίως, ενός υποδείγματος εταιρικής ανάκαμψης πραγματοποιείται από τον Bibeault (1982). Αυτή η (πρώτη) προσπάθεια αποτελεί το

[7] Σε επόμενη θέση θα ασχοληθούμε εκτενώς με την αποεπένδυση κατά την παρουσίαση του περιεχομένου των στρατηγικών ανάκαμψης.

μεταίχμιο ανάμεσα σε δύο χρονικές περιόδους της βιβλιογραφίας της εταιρικής ανάκαμψης. Η πρώτη από αυτές χαρακτηρίζεται από έλλειψη σαφούς θεωρίας και επικέντρωση σε μελέτες περιπτώσεων ή έρευνες επί του περιεχομένου της εταιρικής ανάκαμψης[8]. Η δεύτερη περίοδος αφορά σε έρευνες που ενσωματώνουν ή αναπτύσσουν περαιτέρω το υπάρχον θεωρητικό υπόβαθρο ενώ οι εμπειρικές μελέτες τύπου case study ή μεγάλου δείγματος εξετάζουν την ισχύ ή μη θεωρητικών υποθέσεων. Η βιβλιογραφία αυτής της περιόδου είναι σαφώς ενισχυμένη τόσο σε όγκο (πλήθος και συχνότητα δημοσιεύσεων) όσο και εξέλιξη (πρόοδο). Πιο απλά, η σχετική βιβλιογραφία όπως διαμορφώνεται σήμερα αποτελεί προϊόν της μετά-Bibeault (1982) χρονικής περιόδου. Αυτό το τμήμα βιβλιογραφίας θα αποτελέσει τη βάση της παρούσας διατριβής αλλά κρίνεται σκόπιμο, για λόγους ιστορικής συνέπειας, να αναφερθούμε, τουλάχιστον περιληπτικά, στη μελέτη της εταιρικής ανάκαμψης μέχρι το 1982.

Οι πρώτες περιπτώσεις εταιρικής ανάκαμψης επικεντρώνονται, κυρίως, σε χρηματοοικονομικά ζητήματα. Οι προσπάθειες για την έξοδο των εταιριών από την παρακμή επικεντρώνονται στην αναδιάρθρωση του χρηματοδοτικού σχήματος με απώτερο στόχο την απορρόφηση συσσωρεμένων ζημιών. Ο Dewing (1911) παρουσιάζει την περίπτωση της Leather Corporation (βυρσοδεψία) στις ΗΠΑ και αναφέρει τρία σχέδια αναδιοργάνωσης που εφαρμόστηκαν και απέτυχαν. Το πρώτο από αυτά προέβλεπε την καταβολή ενός μέρους μόνο των οφειλόμενων μερισμάτων στους προνομιούχους μετόχους και τη διαγραφή των υπόλοιπων απαιτήσεών τους. Σύμφωνα με το δεύτερο σχέδιο, το ποσοστό των προνομιακών μερισμάτων μειώθηκε και μέρος της ονομαστικής αξίας των κοινών μετοχών μεταβιβάστηκε στους προνομιούχους μετόχους. Το τελευταίο αποτυχημένο σχέδιο προέβλεπε την αποζημίωση των προνομιούχων μετόχων μέσω των αποθεματικών που δημιουργήθηκαν από την υπεραξία που προέκυψε μετά από συγχώνευση με άλλη εταιρία. Μετά τα τρία αποτυχημένα σχέδια, ο έλεγχος της εταιρίας μεταβιβάστηκε σε άλλη εταιρία. Η αναδιάρθρωση του εταιρικού κεφαλαίου ακολουθήθηκε, επίσης, στις περιπτώσεις δύο σιδηροδρομικών εταιριών στις ΗΠΑ, της Seaboard Airline Railway και της International and Great Nothern Railroad (Daggett: 1918). Κατόπιν ανάληψης

[8] Όπως θα αναφερθεί σε επόμενη θέση, οι στρατηγικές εταιρικής ανάκαμψης ορίζονται από 3 πτυχές: πλαίσιο, περιεχόμενο και διαδικασία. Το πλαίσιο αφορά στο περιβάλλον εντός κι εκτός της εταιρίας, το περιεχόμενο αφορά στις διαθέσιμες ενέργειες όπως η αποεπένδυση και η διαδικασία αφορά στον τρόπο με τον οποίο εφαρμόζονται οι ενέργειες που στοχεύουν στην ανάκαμψη. Συνοπτικά, οι τρεις πτυχές απαντούν, αντίστοιχα, στα ερωτήματα «πού», «τι» και «πώς».

του ελέγχου των εταιριών από τράπεζες, η εξυγίανση επιδιώχθηκε με απόσυρση του ομολογιακού χρέους και τη μετατροπή μεγάλου μέρους του χρέους σε μετοχικό κεφάλαιο ώστε να μειωθούν τα πάγια χρηματοοικονομικά έξοδα. Σύμφωνα με τον Dewing (1918), η παραπάνω τακτική αποτελούσε την πεπατημένη για την ανάκαμψη των σιδηρόδρομων στις ΗΠΑ. Δεν πρέπει να προκαλεί εντύπωση ότι η απόσυρση χρέους ή η ανταλλαγή του με μετοχικό κεφάλαιο ήταν τα πιο δημοφιλή εργαλεία για την εξυγίανση εταιριών καθώς, δεδομένης της έλλειψης ρευστότητας, αυτός ήταν ο μόνος τρόπος αντιμετώπισης, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, της ανικανότητας ανταπόκρισης στις υποχρεώσεις. Από την πλευρά των ομολογιούχων, η αποδοχή κάποιων ζημιών ήταν αναμενόμενη καθώς η απόκτηση των περιουσιακών στοιχείων μέσω νομικών διαδικασιών σήμαινε επιπλέον χρόνο και κόπο μέχρι αυτά τα περιουσιακά στοιχεία να αποφέρουν εισόδημα (Dewing: 1919b). Επίσης, η ανάληψη μέρους του ελέγχου από τους πρώην ομολογιούχους συνιστούσε ένα μέτρο πίεσης προς τα αναξιόπιστα διοικητικά στελέχη, διευθυντές και τραπεζίτες (O'Leary: 1939). Σε κάποιες περιπτώσεις, το ποσοστό των πιστωτών που δέχθηκαν μείωση των απαιτήσεών τους έφτασε ακόμα και στο 87% (Carrington and Aurelio: 1976). Ο κρατικός παρεμβατισμός στις ΗΠΑ βρισκόταν σε περιορισμένα επίπεδα και αφορούσε, κυρίως, σε κρατικά ελεγχόμενες εταιρίες όπως τα ταχυδρομεία (US Post Office Department). Σε αυτήν την περίπτωση, νόμος που ψηφίστηκε το 1970 προέβλεπε τη χορήγηση δανείου $10 εκ. για μακροχρόνιες επενδύσεις με στόχο την έξοδο της εταιρίας από την παρακμή (Biggart: 1977).

Η οικονομική δραστηριότητα στο Ηνωμένο Βασίλειο, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, έφερε έντονα το στοιχείο του κρατικού παρεμβατισμού καθώς οι δραστηριότητες νευραλγικού χαρακτήρα, όπως η παραγωγή άνθρακα και η παραγωγή-διανομή ηλεκτρισμού, συνιστούσαν κρατική ιδιοκτησία (Haynes: 1961). Σε αυτά τα πλαίσια, παρατηρήθηκε εξίσου έντονη κρατική πρωτοβουλία για την ανάκαμψη των εταιριών. Το 1966 ιδρύθηκε ο Οργανισμός για την Αναδιοργάνωση της Βιομηχανίας (Industrial Reorganization Corporation, IRC) με σκοπό τη μελέτη των προβλημάτων που αντιμετώπιζε η βιομηχανία, συνολικά, στο Ηνωμένο Βασίλειο. Το σχέδιο του IRC προέκρινε, κυρίως, τις συγχωνεύσεις εταιριών σε συγκεκριμένους κλάδους για την απόκτηση οικονομιών κλίμακας, την επιδότηση ή δανεισμό των προβληματικών εταιριών και τη συμμετοχή του Κράτους στο κεφάλαιο και το διοικητικό συμβούλιο εταιριών (Pass: 1971).

3.4 Η συμβολή των Schendel et al. (1976) στην εξέλιξη της έρευνας για την εταιρική ανάκαμψη

Ολοκληρώνοντας τη σύντομη ανασκόπηση της πρώιμης βιβλιογραφίας επί της εταιρικής ανάκαμψης, είναι αναγκαίο να παραθέσουμε ένα σχόλιο για τη συμβολή των Schendel et al. (1976) στην εξέλιξη της έρευνας. Η εν λόγω έρευνα προσέφερε 3 βασικές καινοτομίες που αργότερα αποδείχθηκαν ιδιαίτερα χρήσιμες ως κατευθυντήριες οδοί για περαιτέρω μελέτη του ζητήματος. Αυτές οι καινοτομίες παρουσιάζονται, συνοπτικά, αμέσως παρακάτω.

Η **πρώτη καινοτομία** αφορά στην διατύπωση ποσοτικού ορισμού της εταιρικής ανάκαμψης, δηλαδή της παρακμής ή φάσης καθόδου (downturn phase) και της βελτίωσης της επίδοσης ή φάσης ανόδου (upturn phase). Όπως έχει, ήδη, αναφερθεί σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 2.3.1), ο εν λόγω ποσοτικός ορισμός έχει ως εξής: 4 συνεχή έτη με ρυθμό ανάπτυξης των κερδών μικρότερο του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ ακολουθούμενα από 4 συνεχή έτη με ρυθμό ανάπτυξης των κερδών μεγαλύτερο του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ. Η **δεύτερη καινοτομία** αφορά στην κατηγοριοποίηση των χαρακτηριστικών των εταιριών στη φάση καθόδου και των ενεργειών (= περιεχόμενο) εταιρικής ανάκαμψης στη φάση ανόδου. Τα χαρακτηριστικά των εταιριών σε παρακμή αφορούν σε υψηλά κόστη, μείωση της ζήτησης, πτωτικά έσοδα, απεργίες, αυξημένη πίεση από τους ανταγωνιστές, προβλήματα διοίκησης και ζητήματα μάρκετινγκ. Οι ενέργειες που στοχεύουν στην ανάκαμψη συνίστανται σε αλλαγές στην οργάνωση και διοίκηση, αλλαγές στο πρόγραμμα μάρκετινγκ, δαπάνες επέκτασης του εξοπλισμού, διαφοροποίηση ή αλλαγή-κατάργηση προϊόντος, βελτίωση της αποδοτικότητας, αποεπένδυση και κάθετη ολοκλήρωση. Η **τρίτη καινοτομία** που προσέφεραν οι Schendel et al. (1976) αφορά στη χρήση μεγάλου δείγματος για την εμπειρική μελέτη των ζητημάτων της εταιρικής ανάκαμψης. Για τις ανάγκες τις έρευνας χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 54 εταιριών στις ΗΠΑ που ικανοποιούσαν τα κριτήρια του ποσοτικού ορισμού της ανάκαμψης την περίοδο 1952-1971.

Οι Schendel et al. (1976) συμπέραναν ότι τα προβλήματα επίδοσης των εταιριών μπορούν να αποδοθούν σε συνδυασμούς ελεγχόμενων και μη γεγονότων και δράσεων. Η ανεπαρκής εκτίμηση ή πρόβλεψη των μη ελεγχόμενων γεγονότων και οι ακατάλληλες δράσεις ευθύνονται, συνήθως, για την παρακμή. Κατά συνέπεια, η

επικέντρωση σε μεμονωμένα γεγονότα αποτελεί μία λανθασμένη προσέγγιση για την παρακολούθηση του περιβάλλοντος και οποιοδήποτε σύστημα παρακολούθησης πρέπει να προσανατολίζεται, ταυτόχρονα, σε πολλές κατευθύνσεις. Όσον αφορά στις ενέργειες που στοχεύουν στην ανάκαμψη των εταιριών, οι Schendel et al. (1976) αναφέρουν ότι οι ενέργειες της διοίκησης και όχι οι συγκυρίες του περιβάλλοντος είναι αυτές που μπορούν να συμβάλλουν στη βελτίωση της εταιρικής επίδοσης. Αυτές οι ενέργειες είναι είτε βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα, όπως η βελτίωση της αποδοτικότητας με στόχο την βραχυπρόθεσμη αύξηση της κερδοφορίας, είτε μακροπρόθεσμου χαρακτήρα όπως οι αλλαγές στη συνολική στρατηγική της εταιρίας και την οργανωτική δομή της για την επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου

Ένα κομβικό ζήτημα που η σχετική βιβλιογραφία απέτυχε, στο σύνολό της, να διερευνήσει επαρκώς είναι ο εντοπισμός και έλεγχος των σχέσεων μεταξύ του πλαισίου (context) εντός του οποίου λαμβάνουν χώρα οι στρατηγικές ανάκαμψης, του περιεχόμενού τους (content) και της διαδικασίας (process) με την οποία εφαρμόζονται. Η επιτυχής διερεύνηση των παραπάνω σχέσεων θα μπορούσε, σύμφωνα με τους Pearce II and Robbins (1993) και Pandit (2000), να οδηγήσει σε πληρέστερη κατανόηση του φαινόμενου της εταιρικής ανάκαμψης. Στο παρόν κεφάλαιο μελετούμε το πλαίσιο των στρατηγικών ανάκαμψης με πρωταρχικό σκοπό τη σύνθεση των απόψεων που έχουν κατά καιρούς εκφραστεί σχετικά με την επιρροή του πλαισίου στην εταιρική ανάκαμψη. Η ανάλυση ξεκινά από τις αιτίες της παρακμής και συνεχίζεται με τη μελέτη της σοβαρότητας της κατάστασης, της στάσης των συμμέτοχων, της ιστορίας της εταιρίας και της παρούσας κατάστασης της εταιρίας, δηλαδή με τα στοιχεία του εσωτερικού πλαισίου. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την αναφορά στα στοιχεία του εξωτερικού πλαισίου: κλάδος, Οικονομία (μακροοικονομικό περιβάλλον) και οικονομικές πολιτικές (ρόλος της Πολιτείας). Σε κάθε περίπτωση, η επιδιωκόμενη σύνθεση των απόψεων πραγματοποιείται μετά από ανασκόπηση σχετικών θεωρητικών διατυπώσεων και εμπειρικών ερευνών, είτε μεμονωμένων περιπτώσεων είτε μεγάλου δείγματος, που εντοπίζονται στην υφιστάμενη βιβλιογραφία. Όπου κρίνεται σκόπιμο, παραθέτουμε κριτικά σχόλια και προτάσεις για τα ζητήματα που μελετώνται.

4.2 Η σημασία διερεύνησης του Πλαισίου των στρατηγικών ανάκαμψης

Γενικά, μία οποιοδήποτε στρατηγική επιλέγεται αν και μόνο αν ικανοποιεί τρία κριτήρια (Johnson and Scholes: 2002). Το πρώτο από αυτά αφορά στην καταλληλότητα (suitability), δηλαδή στη δυνατότητα της στρατηγικής να επιλύσει τα προβλήματα για τα οποία επιλέγεται. Το δεύτερο κριτήριο αφορά στην αποδεκτικότητα (acceptability) της στρατηγικής, δηλαδή στο αν το σύνολο ή το μεγαλύτερο μέρος των συμμέτοχων της εταιρίας συμφωνεί με την επιλεχθείσα στρατηγική. Το τρίτο κριτήριο αφορά στην εφικτότητα (feasibility) της στρατηγικής, δηλαδή στη δυνατότητα πρακτικής εφαρμογής της δεδομένων των πόρων, ικανοτήτων κλπ. Εκ των προτέρων, αναμένουμε ότι τα σημαντικότερα εμπόδια θα αφορούν στη δυνατότητα πρακτικής εφαρμογής των στρατηγικών καθώς η καταλληλότητα και η αποδεκτικότητα συνιστούν κριτήρια που μπορούν να ικανοποιηθούν σχετικά ευκολότερα, τουλάχιστον σε θεωρητικό επίπεδο[1].

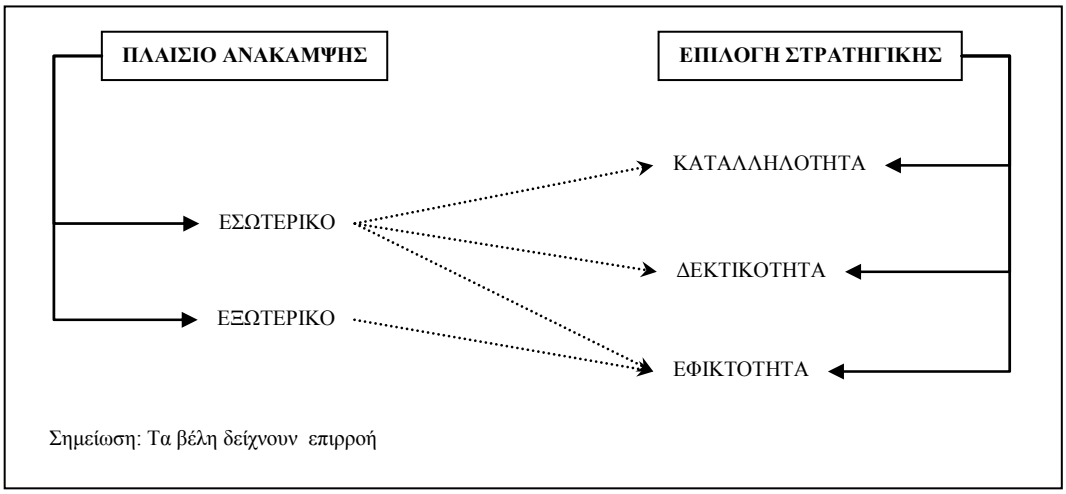
Ο επικρατέστερος διαχωρισμός των συστατικών του πλαισίου των στρατηγικών ανάκαμψης[2] παρατίθεται από τον Schober (2004) και προτείνει τη διάκριση του Πλαισίου σε εσωτερικό (ή σχετικό με τον οργανισμό) και εξωτερικό. Το **εσωτερικό Πλαίσιο** περιλαμβάνει, κυρίως, τις αιτίες της παρακμής και, επίσης, τη σοβαρότητα της κατάστασης, τη στάση των συμμέτοχων και την ιστορία και παρούσα κατάσταση της εταιρίας. Το **εξωτερικό Πλαίσιο** περιλαμβάνει τον κλάδο, την Οικονομία και τις οικονομικές πολιτικές (Pandit: 2000, Schober: 2004). Τα συστατικά του Πλαισίου δύνανται να επηρεάσουν την ικανοποίηση των τριών κριτηρίων επιλογής στρατηγικής και, κατ' επέκταση, την επιλογή των στρατηγικών ανάκαμψης. Αναλυτικότερα, η καταλληλότητα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις αιτίες της παρακμής και τη σοβαρότητα της κατάστασης καθώς διαφορετικές αιτίες παρακμής και σοβαρότητα της κατάστασης απαιτούν διαφορετικές στρατηγικές ανάκαμψης. Η στάση των συμμέτοχων της εταιρίας επηρεάζει την αποδεκτικότητα της εκάστοτε υποψήφιας στρατηγικής ανάκαμψης καθώς η εφαρμογή τέτοιων στρατηγικών,

[1] Για παράδειγμα, η διαφοροποίηση μπορεί να είναι η κατάλληλη στρατηγική για εταιρίες που αντιμετωπίζουν στάσιμη ζήτηση σε κάποιον κλάδο. Ακόμα και αν οι μέτοχοι, οι πιστωτές, οι εργαζόμενοι και οι λοιποί συμμέτοχοι αποδέχονται αυτήν τη στρατηγική, η εφαρμογή της προϋποθέτει πόρους όπως κεφάλαια για επενδύσεις, γνώση των νέων κλάδων κλπ.

[2] Για λόγους συντομίας το πλαίσιο των στρατηγικών ανάκαμψης θα αναφέρεται στο εξής ως «Πλαίσιο».

ιδιαίτερα όταν αυτές θίγουν τα συμφέροντα κάποιων συμμέτοχων, απαιτεί αυξημένη συναίνεση. Τα υπόλοιπα στοιχεία του Πλαισίου επηρεάζουν, κυρίως, την εφικτότητα των στρατηγικών ανάκαμψης. Για παράδειγμα, μία στρατηγική ανάκαμψης μπορεί να είναι κατάλληλη και αποδεκτή αλλά πρακτικά μη εφαρμόσιμη, δεδομένης της παρούσας κατάστασης της εταιρίας, του κλάδου και της Οικονομίας. Οι παραπάνω σχέσεις απεικονίζονται στο Σχήμα 4.1 που ακολουθεί.

Σχήμα 4.1 Η σχέση του Πλαισίου με τα κριτήρια επιλογής στρατηγικής



Στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου παρουσιάζονται αναλυτικά τα στοιχεία του Πλαισίου. Για κάθε στοιχείο, η ανάλυση ξεκινά με τα θεωρητικά ζητήματα-διατυπώσεις και συνεχίζεται με τη συνοπτική παρουσίαση μελετών περιπτώσεων (case studies) ή/ και ερευνών μεγάλου δείγματος. Κάθε ενότητα ολοκληρώνεται με παράγραφο όπου αναφέρονται τα συμπεράσματα της ανάλυσης που προηγείται.

4.3 Εσωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση των αιτιών της εταιρικής παρακμής

4.3.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΙΤΙΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ ΟΡΟΥ «ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ» ΑΝΤΙ ΤΟΥ ΟΡΟΥ «ΑΙΤΙΕΣ»

Οι αιτίες της εταιρικής παρακμής συνιστούν το στοιχείο του Πλαισίου που έχει διερευνηθεί περισσότερο από οποιοδήποτε άλλο (Pandit: 2000). Αυτή η «δημοτικότητα» μπορεί να αποδοθεί σε δύο λόγους[3]. Ο πρώτος λόγος συνίσταται στην άμεση σχέση των αιτιών παρακμής με τις στρατηγικές ανάκαμψης. Αναλυτικότερα, ο O'Neill (1986) και οι Pearce II and Robbins (1993) αναφέρουν ότι οι αιτίες παρακμής επηρεάζουν τις λύσεις που τελικά προκρίνονται και ο Scherrer (2003) υποστηρίζει ότι η κατανόηση των αιτιών παρακμής είναι το πρώτο βήμα για την ανάκαμψη. Αυτή η άποψη υποστηρίζεται από την ύπαρξη αποδείξεων για τη δυνατότητα των εταιριών να διασωθούν αν εντοπίσουν, χειριστούν και αντιστρέψουν τα αίτια παρακμής (Harker: 1996) και από το γεγονός ότι η ανάλυση των αιτιών παρακμής συνιστά την αφετηρία διάφορων υποδειγμάτων ανάκαμψης που έχουν, κατά καιρούς, προταθεί, όπως, ενδεικτικά, αυτά των O'Neill (1986), Gopinath (1991), Chowdhury (2002) και Lohrke et al. (2004). Επιπρόσθετα, εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος, όπως αυτή των Robbins and Pearce II (1992), αποδεικνύουν ότι η επιλογή στρατηγικής ανάκαμψης επηρεάζεται από την αιτία παρακμής ή, ορθότερα, από την αντίληψη της διοίκησης για την αιτία παρακμής[4]. Ο Schober (2004) εξηγεί τη σημασία μελέτης και κατανόησης των αιτιών παρακμής χρησιμοποιώντας ένα παράδειγμα από την καθημερινότητα: «αν το αυτοκίνητό σας έχει ακινητοποιηθεί εξαιτίας ενός φθαρμένου ελαστικού, τότε η κατάλληλη λύση είναι να αντικαταστήσετε το φθαρμένο ελαστικό και όχι να γεμίσετε το δοχείο καυσίμων». Ο δεύτερος λόγος που έχει καταστήσει τις αιτίες τόσο «δημοφιλείς» αφορά στην

[3] Σύμφωνα με τον Gopinath (1995), η μελέτη των αιτιών παρακμής είναι, επίσης, σημαντική επειδή οι αιτίες δύνανται να επηρεάσουν τη στάση κάποιων συμμέτοχων όπως οι τράπεζες. Αιτίες που εντοπίζονται στο εσωτερικό των εταιριών αυξάνουν το βαθμό αμφισβήτησης των συμμέτοχων ως προς το αν η υφιστάμενη διοίκηση μπορεί να ολοκληρώσει επιτυχώς μία διαδικασία ανάκαμψης.

[4] Οι Robbins and Pearce II (1992) συνοψίζουν τα εμπειρικά ευρήματά τους ως εξής: «Εταιρίες που αντιλαμβανόντουσαν τα προβλήματά τους, κυρίως, ως εσωτερικά υιοθέτησαν στρατηγικές ανάκαμψης της αποδοτικότητάς τους… Εταιρίες που αντιλαμβανόντουσαν τα προβλήματά τους, κυρίως, ως εξωτερικά υιοθέτησαν επιχειρηματικές στρατηγικές ανάκαμψης…».

απόδοση ευθυνών για την εταιρική παρακμή. Το εν λόγω ζήτημα είναι αρκετά περίπλοκο και χρήζει κάποιων πρόσθετων σχολίων.

Στη σχετική βιβλιογραφία έχουν επικρατήσει δύο απόψεις για τις αιτίες παρακμής. Η πρώτη άποψη υποστηρίζει ότι η εταιρική παρακμή είναι αποτέλεσμα μη ελεγχόμενων παραγόντων όπως ο εντεινόμενος ανταγωνισμός, το υψηλό κόστος δανεισμού, οι παγκόσμιες οικονομικές κρίσεις, συγκεκριμένες κυβερνητικές αποφάσεις με αρνητικό αντίκτυπο στη λειτουργία των εταιριών κλπ. Αυτός ο τύπος παρακμής αναφέρεται, επίσης, ως «αφανισμός τύπου k» (Chowdhury: 2002). Αυτή η άποψη υιοθετείται, συνήθως, από τις διοικήσεις των εταιριών για προφανείς λόγους (κυρίως αποποίηση της ευθύνης) και αποτελεί προϊόν της πρώιμης, κυρίως, βιβλιογραφίας της στρατηγικής ανάκαμψης. Με άλλα λόγια, υιοθετείται μία άποψη περί «αυτόματου πιλότου» ή «αόρατου χεριού» που οδηγεί μοιραία τις εταιρίες στην αποτυχία. Αν, όμως, δεχθούμε ότι κάτι τέτοιο ισχύει στην περίπτωση της αποτυχίας, πρέπει να δεχθούμε, αναλογικά, ότι το ίδιο συμβαίνει στην περίπτωση της επιτυχίας: αν η διοίκηση δεν φέρει ευθύνη για την αποτυχία τότε, προφανώς, δεν έχει μερίδιο συνεισφοράς στην επιτυχία. Ωστόσο, η επιτυχία αποδίδεται στη διοίκηση των εταιριών και αυτό αποδεικνύεται από την υλική επιβράβευση (πχ bonus) που λαμβάνουν οι διοικήσεις (και όχι μόνο) όταν οι εταιρίες επιτυγχάνουν στους προκαθορισμένους στόχους τους. Παραφράζοντας τη γνωστή φράση του C.G. Ciano[5] («όπως πάντα, η νίκη έχει πολλούς πατέρες, ενώ η ήττα είναι ορφανή») θα λέγαμε ότι η εταιρική επιτυχία έχει πολλούς πατέρες ενώ η εταιρική αποτυχία είναι ορφανή. Η απόδοση, όμως, της παρακμής αποκλειστικά σε εξωγενή αίτια ευθύνεται, κατά τους Barker III and Bar (2002), για τη μη θεώρηση της αλλαγής στρατηγικής ως πιθανής οδού από την παρακμή στην ανάκαμψη. Στο σημείο αυτό πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι η παρακμή διαφέρει σαφώς από την κρίση όπως, άλλωστε, διαφέρει η πρόληψη και αντιμετώπιση των δύο καταστάσεων. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η παρακμή είναι μία διαδικασία με χρονική διάρκεια και δεν εμφανίζεται «εν μία νυκτί» (Scherrer: 2003) ενώ η κρίση οφείλεται σε κάποιο στιγμιαίο (μοιραίο) γεγονός που θέτει σε κίνδυνο την επιβίωση των εταιριών (Muller: 1985, Pearce II and Robbins: 1993). Είναι προφανές ότι, στην περίπτωση της κρίσης, τα γεγονότα που την προκαλούν δεν ανήκουν στη σφαίρα του προβλέψιμου και οι ευθύνες της διοίκησης περιορίζονται στην αντιμετώπιση της κατάστασης και όχι στην πρόληψή της. Κατά συνέπεια, όταν

[5] Υπουργός Εξωτερικών της Ιταλίας κατά την περίοδο διακυβέρνησης του Benito Mussolini.

αναφερόμαστε σε περιπτώσεις κρίσης, είναι λογικό να αποδίδουμε την κατάσταση σε μη ελεγχόμενους παράγοντες (πχ τρομοκρατικές ενέργειες ή φυσικές καταστροφές).

Η δεύτερη άποψη, εκ διαμέτρου αντίθετη από την πρώτη, διαμορφώθηκε και ενισχύθηκε σχετικά πιο πρόσφατα και υποστηρίζει ότι, σε τελική ανάλυση, η επιτυχία ή αποτυχία των εταιριών είναι αποτέλεσμα των ενεργειών της εκάστοτε διοίκησης (Gopinath: 1991). Αυτός ο τύπος παρακμής αναφέρεται, επίσης, ως «αφανισμός τύπου r» (Chowdhury: 2002). Η εν λόγω άποψη αυτή στηρίζεται σε δύο υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση λαμβάνει ως δεδομένο ότι κάποια γεγονότα και αλλαγές στο περιβάλλον βρίσκονται εκτός των ορίων ελέγχου των διοικήσεων (Schendel et al.: 1976). Συνεπώς, το ερώτημα που τίθεται δεν είναι αν κάποια εταιρία επηρεαστεί από το περιβάλλον αλλά το πότε και πόσο θα επηρεαστεί (Scherrer: 2003). Εφόσον η ύπαρξη των μη ελεγχόμενων παραγόντων είναι δεδομένη και δεν εξαρτάται από τις διοικήσεις, η υποχρέωση των διοικήσεων συνίσταται στην πρόβλεψη της εμφάνισης αυτών των παραγόντων, την εκτίμηση των πιθανών επιπτώσεων στην εταιρία και την έγκαιρη δράση με στόχο τον περιορισμό των αρνητικών συνεπειών ή τη μέγιστη δυνατή εκμετάλλευση των ευκαιριών (Schendel et al.: 1976, Grinyer et al.: 1990, Scherrer: 2003). Η δεύτερη υπόθεση αφορά στα περιθώρια δράσης των διοικήσεων. Σύμφωνα με αυτήν την υπόθεση, ο ορισμός συγκεκριμένης στρατηγικής, οι πολιτικές, ο έλεγχος και, γενικότερα, τα στοιχεία που σχετίζονται με το εσωτερικό των εταιριών βρίσκονται στη διάθεση της διοίκησης (Grinyer et al.: 1990, Scherrer: 2003). Συνεπώς, όταν οι εταιρίες βρίσκονται σε παρακμή, υπάρχουν δύο πιθανές εξηγήσεις: είτε η διοίκηση διέπραξε λάθη που έθεσαν σε κίνδυνο το μέλλον της εταιρίας είτε παρέλειψε τις επιλογές που θα αύξαναν τις πιθανότητες επιβίωσης και ευημερίας της εταιρίας (Balgobin and Pandit: 2001). Όπως σημειώνει ο Janzen (1983), «είναι επικίνδυνο να μην προσαρμόζουμε την εταιρία στις τρέχουσες συνθήκες τις αγοράς[6]». Σύμφωνα με τον Scherrer (2003), το 80% των εταιρικών αποτυχιών αποδίδεται στην αδυναμία των διοικήσεων να ελέγξουν τα στοιχεία που σχετίζονται με αυτήν καθαυτή την εταιρία. Η βαρύτητα των διοικήσεων στην επιτυχία ή αποτυχία των εταιριών αποδεικνύεται περαιτέρω από το ότι οι εταιρίες ανακάμπτουν, κυρίως, χάρη στις ενέργειες των διοικήσεων τους και όχι χάρη σε ευνοϊκούς παράγοντες του περιβάλλοντος, μολονότι αυτοί οι παράγοντες συμβάλλουν, σε κάποιο (ωστόσο

[6] Ως παράδειγμα ο εν λόγω συγγραφέας αναφέρει: «Τα ζημιογόνα προϊόντα πρέπει να εξαλειφθούν… οι ανεπαρκείς λειτουργίες και ο απαξιωμένος εξοπλισμός πρέπει να αντικατασταθούν... αν δεν υπάρχει πλέον αγορά σε κάποια περιοχή, η μετεγκατάσταση… είναι η εναλλακτική λύση».

περιορισμένο) βαθμό, στην ανάκαμψη (Thain and Goldthorpe: 1989a, Chowdhury: 2002). Επεκτείνοντας το παράδειγμα του Schober (2004) που προαναφέρθηκε, θα λέγαμε ότι αν ένα όχημα κινείται με μεγάλη ταχύτητα σε δρόμο με κακοτεχνίες και εκτραπεί της πορείας του, τότε η ευθύνη αποδίδεται στον οδηγό που, ως αποτέλεσμα της λανθασμένης εκτίμησης των συνθηκών του οδοστρώματος, δεν προσάρμοσε ανάλογα την ταχύτητα του οχήματος. Άλλωστε το επικίνδυνο οδόστρωμα υπήρχε πριν τη διέλευση του συγκεκριμένου οχήματος και, ακόμη, δεν αποκλείεται κάποια άλλα οχήματα να διέσχισαν επιτυχώς (δηλαδή με ασφάλεια) το συγκεκριμένο δρόμο. Η απόδοση των αιτιών της παρακμής σε δυνάμεις εντός της εταιρίας προσφέρει, σύμφωνα με τους Barker III and Bar (2002), υψηλότερα επίπεδα εκμάθησης από τις εκάστοτε εμπειρίες (= βελτίωση μέσα από τα λάθη).

Μέχρι το σημείο αυτό χρησιμοποιήσαμε επανειλημμένως τον όρο «αιτίες» βασιζόμενοι στον ισχυρισμό ότι η κατανόησή τους είναι το πρώτο βήμα για την εταιρική ανάκαμψη. Τι συνιστά, όμως, «αιτία»; Το υψηλό κόστος δανεισμού ή η μη πρόβλεψη του ύψους των επιτοκίων; Η υπέρ του δέοντος εξάπλωση μίας εταιρίας ή οι (λανθασμένες) εκτιμήσεις επί των οποίων βασίστηκε η εξάπλωση; Τα «απαρχαιωμένα» προϊόντα ή η αδυναμία παρακολούθησης των συνθηκών αγοράς όπως οι καταναλωτικές συνήθειες και ανάγκες; Υπάρχουν πολλά παραδείγματα που μπορούν να αποδώσουν την κατάσταση κατά την οποία η ουσιαστική αιτία της παρακμής δεν είναι ευδιάκριτη. Αυτό συμβαίνει επειδή ένα γεγονός ή μία κατάσταση μπορεί να αποδοθεί σε μία αλληλουχία προγενέστερων γεγονότων ή καταστάσεων. Επιπρόσθετα, κάποια κατάσταση μπορεί να προκαλεί ένα γεγονός και, συνεπώς, μπορεί να χαρακτηριστεί ως αιτία. Ας θεωρήσουμε, για παράδειγμα, το υψηλό κόστος δανεισμού ως «αιτία» της παρακμής. Το υψηλό κόστος δανεισμού οδήγησε στην παρακμή επειδή, όπως αποδείχθηκε τελικά, η εταιρία δεν ήταν ικανή να ανταπεξέλθει στην εξυπηρέτηση ή την αποπληρωμή του («ακριβού») χρέους. Αυτή είναι μία «αιτία» που έχει περαιτέρω εξήγηση. Αρχικά, πρέπει να εξετάσουμε το σκοπό του δανεισμού. Πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια κάποιου επενδυτικού σχεδίου; Αν ναι, το γεγονός ότι η εταιρία δε μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της ίσως δείχνει ότι, εξαρχής, η απόφαση για τη λήψη δανείου βασίστηκε σε λανθασμένο σχεδιασμό. Συνεπώς, η αιτία της παρακμής είναι ο λανθασμένος ή ελλιπής σχεδιασμός. Ωστόσο, ο σχεδιασμός πραγματοποιήθηκε από κάποιους ανθρώπους. Άρα, η αιτία της παρακμής δεν είναι ο ελλιπής σχεδιασμός αλλά οι άνθρωποι που τον έφεραν σε πέρας. Αυτά τα ακατάλληλα στελέχη, όμως, δε βρίσκονται στην εταιρία αυτόκλητα.

Κατά συνέπεια, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι το σύστημα επιλογής στελεχών της εταιρίας απέτυχε στην πρόσληψη των κατάλληλων ανθρώπων. Η αιτία της παρακμής, λοιπόν, εντοπίζεται στο σύστημα πρόσληψης στελεχών. Τελικά, ποια είναι η αιτία της παρακμής; Το υψηλό κόστος δανεισμού; Ο ελλιπής επενδυτικός σχεδιασμός; Τα ακατάλληλα στελέχη; Το σύστημα επιλογής στελεχών; Οποιοδήποτε από τα παραπάνω μπορεί να χαρακτηριστεί ως αιτία παρακμής εφόσον οδηγεί την εταιρία πιο κοντά στην παρακμή. Δεν είναι ξεκάθαρο, όμως, ποια από τις παραπάνω καταστάσεις πρέπει να αντιμετωπιστεί ώστε να αντιστραφεί η παρακμή. Για παράδειγμα, η απομάκρυνση των ακατάλληλων στελεχών ή η αλλαγή του συστήματος επιλογής στελεχών μπορεί να οδηγήσει στη μη εμφάνιση αντίστοιχων προβλημάτων στο μέλλον αλλά δε λύνει τα υφιστάμενα προβλήματα. Έτσι δημιουργείται ένα πλήθος πιθανών αιτιών της παρακμής που απαιτεί εκτεταμένη ανάλυση. Ωστόσο, τα χρονικά περιθώρια στην περίπτωση της εταιρικής παρακμής είναι περιορισμένα και τέτοιου είδους αναλύσεις υπολείπονται πρακτικότητας. Γενικά, όταν είμαστε αντιμέτωποι με μία αρνητική κατάσταση που πρέπει να αντιστραφεί, το σημαντικότερο είναι να εντοπίσουμε, σε πρώτη φάση, το ακριβές πρόβλημα και όχι να αποδώσουμε ευθύνες[7]. Εφόσον επιλυθεί το πρόβλημα, υπάρχει η ευχέρεια αντιμετώπισης των βαθύτερων αιτιών. Κατά συνέπεια, ίσως είναι ορθότερο να χρησιμοποιούμε τον όρο «πρόβλημα» αντί του όρου «αιτία» όταν αναφερόμαστε στην εταιρική παρακμή, νοώντας ως «πρόβλημα» οποιαδήποτε κατάσταση που όταν αντιστραφεί (αντιμετωπιστεί) θα απομακρύνει την εταιρία από την παρακμή. Αυτό, βέβαια, δε σημαίνει ότι αγνοούμε τις αιτίες και την απόδοση ευθυνών. Η αναζήτηση των αιτιών και, ειδικότερα, η απόδοση ευθυνών συνιστούν σημαντικά θέματα για διάφορους λόγους μεταξύ των οποίων και τα ζητήματα ηθικής. Για το λόγο αυτό, θα επανέλθουμε σε επόμενη θέση όταν θα εξετάσουμε την αντικατάσταση ή μη της υφιστάμενης διοίκησης κατά τη διαδικασία (process) της εταιρικής ανάκαμψης.

Ολοκληρώνοντας, πρέπει να διαχωρίσουμε τα προβλήματα που ευθύνονται για την παρακμή από τα συμπτώματα που την αποκαλύπτουν καθώς σε κάποιες περιπτώσεις, όπως στη Δυτική Γερμανία (Muller: 1985), η επιμονή στα συμπτώματα υπήρξε ένα από τα βασικά λάθη στην αντιμετώπιση της παρακμής. Κατά τους Chakraborty and Dixit (1992), τα συμπτώματα δείχνουν, σε κάποιες περιπτώσεις, τις

[7] Όταν κάποιο κτίριο είναι ετοιμόρροπο, αυτό που προέχει είναι η αναστύλωσή του. Η αναζήτηση ευθυνών στους ανθρώπους που σχεδίασαν το κτίριο, επέλεξαν τα δομικά υλικά κ.ά. έπεται.

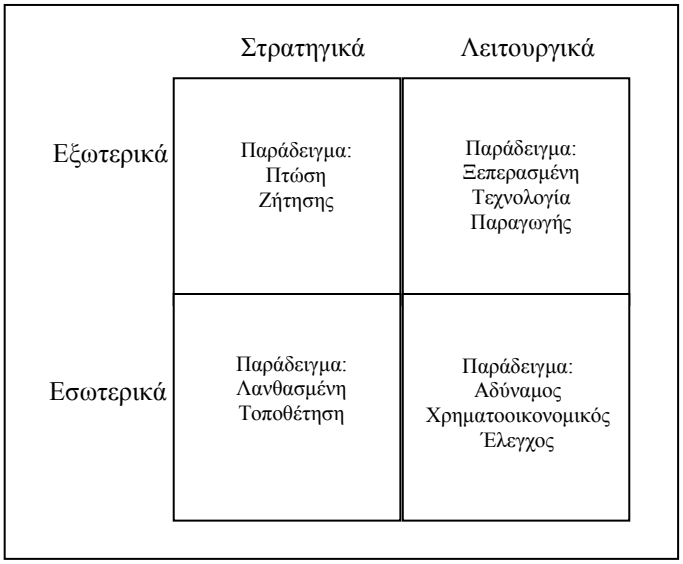
προβληματικές περιοχές αλλά δεν αποτελούν οδηγό για διορθωτική δράση. Για παράδειγμα, η χαμηλή ρευστότητα συνιστά σύμπτωμα που παραπέμπει σε προβλήματα όπως η χαλαρή πιστωτική πολιτική, ο χαμηλός βαθμός ανταγωνιστικότητας του προϊόντος κλπ. Η αντιμετώπιση αυτού καθαυτού του συμπτώματος, πχ μέσω δανεισμού, δε θα λύσει το πρόβλημα. Αντίθετα, η βελτίωση της πιστωτικής πολιτικής, πχ με νέα μοντέλα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών, ή η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας του προϊόντος σε βαθμό που να επιτρέπει τον περιορισμό των χορηγούμενων πιστώσεων, συνιστούν πιθανές ενέργειες για τη βελτίωση της ρευστότητας. Το αν ευθύνονται κάποια στελέχη για την αρνητική κατάσταση είναι ένα ζήτημα που πρέπει να εξεταστεί αλλά αυτή καθαυτή η απόδοση ευθυνών δεν πρόκειται να συνεισφέρει ουσιαστικά στην επίλυση του προβλήματος.

4.3.2 ΔΙΑΚΡΙΣΗ-ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΙΤΙΩΝ-ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ

Οι αιτίες-προβλήματα της εταιρικής παρακμής κατηγοριοποιούνται βάσει δύο προσεγγίσεων (Schober: 2004). Η πρώτη προσέγγιση λαμβάνει υπόψη το χώρο όπου εμφανίζονται τα προβλήματα (εντός ή εκτός του οργανισμού) και η διάκριση αφορά σε εσωτερικά και εξωτερικά προβλήματα. Η δεύτερη προσέγγιση στηρίζει την κατηγοριοποίηση στην εξέταση του στρατηγικού ή λειτουργικού χαρακτήρα των προβλημάτων τα οποία, ακολούθως, χαρακτηρίζονται ως στρατηγικά ή λειτουργικά. Συνήθως υποτίθεται ότι τα εξωτερικά προβλήματα είναι, ταυτόχρονα, στρατηγικά ή, αντίστοιχα, ότι τα εσωτερικά προβλήματα είναι, ταυτόχρονα, λειτουργικά. Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν ισχύει πάντα. Για παράδειγμα, η λανθασμένη τοποθέτηση (positioning) ενός προϊόντος είναι ένα πρόβλημα που θα μπορούσε να υπαχθεί στα εσωτερικά και στρατηγικά προβλήματα: εσωτερικό επειδή η τοποθέτηση του προϊόντος προέρχεται (αποφασίζεται) εκ των έσω και στρατηγικό επειδή τέτοιες αποφάσεις αφορούν στη στρατηγική της εταιρίας. Παρόμοια, η τεχνολογική απαξίωση του παραγωγικού εξοπλισμού συνιστά πρόβλημα που θα μπορούσε να χαρακτηριστεί, ταυτόχρονα, εξωτερικό και λειτουργικό: εξωτερικό επειδή μπορεί να αποδοθεί στις τεχνολογικές εξελίξεις που λαμβάνουν χώρα στο εξωτερικό περιβάλλον απαξιώνοντας τον εξοπλισμό και λειτουργικό επειδή σχετίζεται με τις

λειτουργίες της εταιρίας (εδώ με την παραγωγή). Κατά συνέπεια, οι δύο προσεγγίσεις δε χρησιμοποιούνται εναλλακτικά αλλά αλληλοσυμπληρώνονται. Αυτό μπορεί να αποδοθεί με τη βοήθεια μίας μήτρας 2x2 όπως φαίνεται ακολούθως στο Σχήμα 4.2:

Σχήμα 4.2 Σύνδεση των κατηγοριών αιτιών-προβλημάτων της εταιρικής παρακμής



Εκ των προτέρων, αναμένουμε ότι η δυνατότητα παρέμβασης θα είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση των εσωτερικών και λειτουργικών προβλημάτων. Για λόγους πρακτικότητας, η ανάλυση που ακολουθεί θα στηριχθεί στη διάκριση των προβλημάτων σε εσωτερικά και εξωτερικά.

4.3.2.1 Εσωτερικές αιτίες – προβλήματα: θεωρητικά ζητήματα, μελέτες περιπτώσεων και εμπειρικές μελέτες μεγάλου δείγματος

- *ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ*

Σε πολλές περιπτώσεις γίνεται αναφορά στη «φτωχή» (ή ανεπαρκή) διοίκηση ως αιτία της εταιρικής παρακμής χωρίς, όμως, να διευκρινίζεται το περιεχόμενο του όρου «φτωχή» (Balgobin and Pandit: 2001). Σε άλλες περιπτώσεις περιγράφονται χαρακτηριστικά των αποτυχημένων διοικήσεων που θα μπορούσαν να αποτελούν συστατικά του όρου «φτωχή διοίκηση». Αφενός, η ανάλυση αφορά σε **στοιχεία του χαρακτήρα των ανθρώπων που ασκούν διοίκηση ανεξαρτήτως της επαγγελματικής ιδιότητά τους**, δηλαδή σε στοιχεία που θα υπήρχαν ακόμα και αν αυτοί οι άνθρωποι δεν έφεραν την εν λόγω επαγγελματική ιδιότητα. Σε αυτήν την

κατηγορία χαρακτηριστικών εμπίπτει, αρχικά, η υπεροψία ή πεποίθηση του αλάθητου που μπορεί να οφείλεται σε προγενέστερες επιτυχίες και οδηγεί τα στελέχη στη δημιουργία δικής τους αντίληψης για τον κόσμο και την ικανότητά τους να επιτυγχάνουν[8] (Muller: 1985, Gopinath: 1991). Τέτοιες συμπεριφορές είναι συχνότερες όταν εφαρμόζονται συστήματα διοίκησης που είναι υπερβολικά προσανατολισμένα στην επίτευξη στόχων όπως η Διοίκηση Με Στόχους (Scherrer: 2003). Άλλα στοιχεία του χαρακτήρα των αποτυχημένων στελεχών είναι η αδυναμία λήψης αποφάσεων, η χειραγώγηση σημαντικών επιχειρησιακών δεδομένων με σκοπό την απόκρυψη ίδιων λαθών, η έλλειψη αίσθησης της πραγματικότητας και ο τυχοδιωκτισμός (Muller: 1985). Τα στελέχη που φέρουν τα παραπάνω χαρακτηριστικά προσπαθούν, συχνά, είτε να αποκρύψουν δεδομένα και πληροφόρηση που αποκαλύπτουν την αποτυχία τους είτε αυταπατώνται μη αποδεχόμενοι τα λάθη τους. Σε κάθε περίπτωση, παρατηρείται προσκόλληση στα καθήκοντα ρουτίνας και απουσία ευελιξίας, ο εντοπισμός της παρακμής καθυστερεί και οποιαδήποτε παραδοχή για τη δυσχερή θέση της εταιρίας δεν πραγματοποιείται παρά μόνο όταν τα προβλήματα καταστούν ιδιαίτερα σοβαρά (Muller: 1985, Gopinath: 1991, Scherrer: 2003). Όσον αφορά στα **χαρακτηριστικά των αποτυχημένων διοικητικών στελεχών που σχετίζονται άμεσα με την επαγγελματική τους ιδιότητα**, η έλλειψη γνώσεων, ικανοτήτων και ταλέντου είναι το σημαντικότερο (Muller: 1985, Gopinath: 1991). Η έλλειψη αυτή εκδηλώνεται, κυρίως, με την αδυναμία δημιουργίας ή εντοπισμού ικανοτήτων (competencies) αλλά και με την αδυναμία τοποθέτησης των κατάλληλων ανθρώπων στις διοικητικές θέσεις, τη συγκέντρωση «γερασμένου» ανθρώπινου δυναμικού, την αναποτελεσματική πρόληψη ή αντιμετώπιση αντιμαχόμενων κλικών μεταξύ των διοικητικών στελεχών και την υιοθέτηση ακραίων στυλ διοίκησης όπως το απολυταρχικό ή το πλήρως ανεκτικό (Muller: 1985). Τα παραπάνω στοιχεία των ανθρώπων που ασκούν διοίκηση οδηγούν σε λάθη που ευθύνονται για την εταιρική παρακμή (O'Neill: 1986). Το βασικότερο, ίσως, λάθος που θέτει τις εταιρίες σε καθεστώς αβεβαιότητας αφορά, κατά τους Cumberland (1932) και Wright (1985), στην ασαφή στρατηγική ή στην ακαταλληλότητα της στρατηγικής δεδομένου του διαρκώς μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος. Η κατάσταση αυτή αποδίδεται από τους Lohrke et al. (2004) ως «στρατηγική μη ευθυγράμμιση» (strategic misalignment) και

[8] Ο Gopinath (1991) αναφέρει χαρακτηριστικά ότι τέτοιου είδους συμπεριφορά προσομοιάζει σε συμπεριφορά «εγκάθετου».

εκδηλώνεται με τη μη ανανέωση των γραμμών προϊόντων, την αδυναμία αντιμετώπισης των λειτουργικών αδυναμιών και περιορισμού των λειτουργικών εξόδων ή την αλόγιστη επέκταση. Πρέπει να τονίσουμε ότι η ύπαρξη στρατηγικού σχεδιασμού δεν εγγυάται από μόνη της την επιτυχία και η υπερβολική προσκόλληση σε αυτόν μπορεί να επιφέρει τετριμμένη συμπεριφορά στερώντας από τα στελέχη τη δημιουργική σκέψη που απαιτείται για την επιτυχία. Το μάρκετινγκ του λάθος προϊόντος ή του σωστού προϊόντος σε λάθος αγορές, η ακατάλληλη έρευνα κι ανάπτυξη, τα ακατάλληλα κανάλια διανομής και η μη κατανόηση ή η παρανόηση των αναγκών του καταναλωτή συνιστούν στοιχεία ενός αποτυχημένου στρατηγικού σχεδίου που μπορεί να ευθύνονται για την εταιρική παρακμή (Scherrer: 2003). Ένα ακόμη λάθος, περισσότερο λειτουργικού χαρακτήρα, είναι η μη χρήση, είτε λόγω απροθυμίας είτε λόγω άγνοιας, διάφορων εποπτικών εργαλείων όπως τα συστήματα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης[9] (Balgobin and Pandit: 2001, Scherrer: 2003).

Κάποιες αιτίες παρακμής εντοπίζονται, επίσης, στην εσωτερική δομή, την οργάνωση και τα συστήματα των εταιριών (O'Neill: 1986). Η «ακατάλληλη» δομή, όπως συχνά αναφέρεται, χαρακτηρίζεται από προβλήματα στα κανάλια (δίαυλους) επικοινωνίας μεταξύ των στελεχών διοίκησης και στο σύστημα εξουσιοδότησης (Muller: 1985). Η σημαντικότερη επίπτωση της εσωτερικής «ακαταλληλότητας» που συνδέεται άμεσα με την επικοινωνία, αφορά στην πληροφόρηση. Όταν η πληροφόρηση είναι επίσημη και ποιοτική, δηλαδή σχετική και αξιοποιήσιμη, επιτρέπει στον οργανισμό να δρα και να αντιδρά προλαμβάνοντας την παρακμή[10] (Scherrer: 2003). Ωστόσο, η πληροφόρηση που διυλίζεται (φιλτράρεται) σε πολλά στάδια ως απόρροια των πολυάριθμων επιπέδων διοίκησης, καταλήγει να είναι παραποιημένη και ουσιαστικά αδύναμη να αποκαλύψει την πραγματική (δυσχερή) κατάσταση της εταιρίας. Αυτό συμβαίνει, κυρίως, επειδή κάποια στελέχη μεσαίου επιπέδου δεν επιθυμούν να είναι αγγελιοφόροι αρνητικών ειδήσεων και τείνουν να αποκρύπτουν πληροφόρηση που θα μπορούσε να αποκαλύψει δικές τους ευθύνες (Gopinath: 1991). Ο Scherrer (2003) σημειώνει ότι τα συστήματα πληροφόρησης, ιδιαίτερα αυτά που σχετίζονται με την χρηματοοικονομική πληροφόρηση, δεν εξασφαλίζουν από μόνα τους ότι η πληροφόρηση που παρέχεται θα συμβάλλει στην

[9] Τα πιο σημαντικά στοιχεία ενός συστήματος χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι οι ισολογισμοί, τα αποτελέσματα χρήσης, οι προϋπολογισμοί και οι προβλέψεις για τα ταμειακά διαθέσιμα (Scherrer: 2003).

[10] Παραδείγματα ποιοτικής πληροφόρησης αποτελούν: η ανατροφοδότηση από την παροχή υπηρεσιών προς τους πελάτες, οι κλαδικές αναφορές, οι αναφορές για αλλαγές στον ανταγωνισμό, οι τεχνολογικές εξελίξεις και αποτυχίες, οι ακολουθίες (patterns) στις παραγγελίες πελατών κλπ (Scherrer: 2003).

πρόληψη της παρακμής. Για να συμβεί αυτό, τα συστήματα πρέπει να προκαλούν (αντί-)δράση, δηλαδή αξιολόγηση της πληροφόρησης και διορθωτικές ενέργειες. Αναφορικά με την εξουσιοδότηση, ο O'Neill (1986) αναφέρει ότι ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή είναι οι υπερβολικοί περιορισμοί που τίθενται στις διοικήσεις και αφορούν στη δυνατότητά τους να χρησιμοποιούν πόρους. Ο Scherrer (2003) παρατηρεί, επίσης, ότι, στις εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή, η χορήγηση εξουσιών δεν ακολουθείται από εποπτικό έλεγχο οδηγώντας σε απουσία ανατροφοδότησης και εκ νέου ενίσχυσης (reinforcement). Ένα ακόμη χαρακτηριστικό της εσωτερικής δομής των εταιριών σε παρακμή είναι, κατά τον προαναφερθέντα, το καθετοποιημένο οργανόγραμμα όταν δεν υπάρχει ουσιαστική αλληλεπίδραση μεταξύ των τμημάτων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η σχέση προϊστάμενου-υφιστάμενου δεν έχει πρακτικό περιεχόμενο αφού ο εποπτεύων δε γνωρίζει ή δε σχετίζεται με το αντικείμενο του εποπτευόμενου. Μία άλλη εκδοχή της ακατάλληλης εσωτερικής οργάνωσης συνίσταται στην ύπαρξη περισσοτέρων του ενός προϊσταμένων για τον εκάστοτε υφιστάμενο (Scherrer: 2003).

Η εταιρική παρακμή αποδίδεται, επίσης, σε λειτουργικά προβλήματα και, ιδιαίτερα, στη δομή κόστους που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες. Οι Balgobin and Pandit (2001), μετά από ανασκόπηση 6 σχετικών ερευνών, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μία από τις τρεις κυριότερες αιτίες παρακμής είναι το υψηλό κόστος που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες. Ο O'Neill (1986) αναφέρει ως αιτία παρακμής μόνο το υπερβάλλον κόστος εργασίας το οποίο, άλλωστε, συνιστά την κατηγορία κόστους με τη μικρότερη ευελιξία αναφορικά με τη μείωσή του (λόγω νομικών, κυρίως, περιορισμών). Κατά τον Scherrer (2003), η αύξηση του κόστους μπορεί να οφείλεται, εκτός των άλλων, σε κατάχρηση των εταιρικών παροχών. Εφόσον οι παροχές αυτές συνιστούν κόστος για μία εταιρία, η κατάχρησή τους αυξάνει, αναλογικά, το λειτουργικό κόστος. Σε αυτήν την περίπτωση, όμως, η δυνατότητα (ευελιξία) αντιμετώπισης είναι σαφώς μεγαλύτερη καθώς στον περιορισμό των καταχρήσεων δεν υπάρχουν νομικοί περιορισμοί. Άλλα λειτουργικά προβλήματα που εκδηλώνονται στις εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή είναι οι ξεπερασμένες τεχνικές παραγωγής και ο ακατάλληλος εξοπλισμός παραγωγής (Scherrer: 2003). Τα προβλήματα αυτά συνδέονται άμεσα με το ζήτημα του κόστους δεδομένου ότι ένα από τα ευεργετήματα των τεχνολογικών εξελίξεων είναι η μείωση του κόστους λειτουργίας. Κατά συνέπεια, μία εταιρία με «απαρχαιωμένο» εξοπλισμό βρίσκεται σε δυσχερή θέση, από άποψη κόστους, σε σχέση με τους ανταγωνιστές της όταν αυτοί χρησιμοποιούν

πιο σύγχρονο εξοπλισμό. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι το κόστος λειτουργίας των εταιριών συνδέεται άμεσα με ένα στοιχείο του εξωτερικού περιβάλλοντος και, πιο συγκεκριμένα, τους προμηθευτές. Οι προμηθευτές συνιστούν στοιχείο του άμεσου εξωτερικού περιβάλλοντος των εταιριών και η επιρροή τους εξαρτάται από μία σειρά συνθηκών όπως η μορφή αγοράς στην οποία λειτουργούν, η συμμετοχή κάθε εισροής στο συνολικό κόστος των εταιριών κλπ. Για παράδειγμα, όταν κάποιος προμηθευτής της εταιρίας συνιστά μονοπώλιο (πχ η ΔΕΗ), η επιρροή του στο κόστος είναι αναπόφευκτη. Ωστόσο, ο βαθμός επιρροής θα εξαρτηθεί από την ατομική συμμετοχή των επιμέρους στοιχείων του κόστους στο συνολικό. Για παράδειγμα, σε εταιρίες όπου το κόστος εργασίας συμμετέχει κατά μικρό μόνο ποσοστό στο συνολικό κόστος, η αύξηση των μισθών οδηγεί σε μικρότερη αύξηση του συνολικού κόστους σε σχέση με εταιρίες όπου το κόστος εργασίας αποτελεί σημαντικό τμήμα του συνολικού κόστους.

- *ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ*

Seaboard Air Line Railway[11]. Μία από τις πρώτες εταιρικές αποτυχίες στον κλάδο των σιδηρόδρομων των ΗΠΑ στις αρχές του 20ου αιώνα αφορά στην Seaboard Air Line Railway που ιδρύθηκε το 1900 με τη συγχώνευση ανεξάρτητων εταιριών και τελικά ανέστειλε τη λειτουργία της το 1908. Η εν λόγω εταιρία εξυπηρετούσε τη σύνδεση των πόλεων Richmond και Virginia με τις πόλεις Wilmington, Savannah, Atlanta και Montgomery. Μεταξύ άλλων, για την αποτυχία της εταιρίας ευθύνονταν παράγοντες στο εσωτερικό της, όπως ο ακατάλληλος εξοπλισμός, η απώλεια ηθικού (demoralization) του οργανισμού και τα υψηλά λειτουργικά έξοδα. Η υστέρηση των εσόδων, σε σχέση με τα έξοδα, οδήγησε τις τράπεζες που χρηματοδοτούσαν την εταιρία ως το 1904 στην ίδρυση εταιρίας συμμετοχών με σκοπό την άντληση κεφαλαίων για την αποπληρωμή του συσσωρεμένου χρέους. Αυτό, ωστόσο, κατέστη αδύνατο και η εταιρία αναγκάστηκε να αναστείλει τη λειτουργία της. Να σημειωθεί ότι ο βαθμός εκμετάλλευσης των περιουσιακών στοιχείων δεν ξεπέρασε ποτέ το 79%, γεγονός που δείχνει ότι τουλάχιστον 21% του παραγωγικού εξοπλισμού δε χρησιμοποιήθηκε ποτέ και μπορεί να χαρακτηριστεί πλεονάζον. Η εν λόγω περίπτωση συνιστά χαρακτηριστικό παράδειγμα των επιπτώσεων του λανθασμένου σχεδιασμού. Η υπερβάλλουσα εξάπλωση, με τη μορφή πλεονάζοντος εξοπλισμού, οδήγησε σε υψηλά λειτουργικά έξοδα. Σε συνδυασμό με τα μειωμένα έσοδα, η

[11] Πηγή: Daggett (1918).

εταιρία αναγκάστηκε να χρησιμοποιήσει δανειακά κεφάλαια για την κάλυψη των λειτουργικών της αναγκών χάνοντας έτσι τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσει αυτά τα κεφάλαια για τον εκσυγχρονισμό του εξοπλισμού της που θα της επέτρεπε να λειτουργήσει με χαμηλότερο κόστος. Πρέπει, επίσης, να λάβουμε υπόψη ότι το μεγαλύτερο μέρος του εξοπλισμού της εταιρίας (ράγες και βαγόνια) δεν είχε εναλλακτικές χρήσεις, γεγονός που σημαίνει απουσία ευελιξίας στη μείωση του.

International and Great Northern Railroad[12]. Τα υψηλά λειτουργικά έξοδα, η μη επίτευξη πληρότητας στα βαγόνια και ο απαρχαιωμένος εξοπλισμός ήταν οι κυριότερες αιτίες αποτυχίας της International and Great Northern Railroad (εταιρία σιδηροδρομικών μεταφορών στις ΗΠΑ). Μέχρι το 1907 η εταιρία βρισκόταν διαρκώς κοντά στην πτώχευση. Είναι χαρακτηριστικό ότι μόνο σε ένα από τα εννέα έτη λειτουργίας της, η εταιρία κατάφερε να πραγματοποιήσει κέρδη. Όταν το 1907 η Επιτροπή Σιδηροδρόμων του Τέξας υποχρέωσε τις εταιρίες σιδηρόδρομων να αναβαθμίσουν τον εξοπλισμό τους (νέο χαλίκι κάτω από τις ράγες και αντικατάσταση των παλαιών μεταλλικών συνδέσμων), η εταιρία υποχρεώθηκε σε ρευστοποίηση καθώς αδυνατούσε, λόγω έλλειψης κεφαλαίων, να συμμορφωθεί στη νέα νομοθεσία.

International Telecommunications Satellite Organization[13] ***(INTELSAT)***. Ο INTELSAT ιδρύθηκε το 1964 ως αποτέλεσμα της Πράξης Δορυφορικών Επικοινωνιών το 1962 κατόπιν πρωτοβουλίας των ΗΠΑ. Επρόκειτο για μία εμπορική συνεργασία 110 χωρών-μελών με αντικείμενο την εκμετάλλευση δορυφόρων. Παρά το γεγονός ότι οι ενέργειες για την ανάκαμψη του INTELSAT δεν ήταν αποτέλεσμα ή απόκριση σε κάποιον ορατό κίνδυνο επιβίωσης, οι προβλεπόμενες προκλήσεις από τις τεχνολογικές αλλαγές οδήγησαν τη διοίκηση που ανέλαβε το 1983 να προβεί σε ενέργειες με σκοπό την ανάκαμψη. Τα βασικότερα προβλήματα που αντιμετώπιζε ο οργανισμός εντοπίζονταν, κυρίως, στον ανθρώπινο παράγοντα της διοίκησης. Πιο συγκεκριμένα, η διοίκηση δε διέθετε ξεκάθαρες κατευθύνσεις και αντιστεκόταν στην αλλαγή ως αποτέλεσμα της εντατικής επικέντρωσης στην υψηλή τεχνολογία. Αυτό οδήγησε σε αδυναμία εντοπισμού των αλλαγών στο μακροπεριβάλλον και την έλλειψη ανάλυσης των τάσεων αναφορικά με τη χρήση δορυφόρων. Κατά συνέπεια, ο οργανισμός πραγματοποίησε επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο υπολειτουργίας και των συνεπακόλουθων αυτής. Σε συνδυασμό με την επικείμενη πρώτη χρήση των ανταγωνιστικών υποβρύχιων καλωδίων οπτικών ινών που σχεδιάζονταν για να

[12] Πηγή: Daggett (1918).
[13] Πηγή: Colino (1986).

συνδέσουν την Ευρώπη με τη Βόρεια Αμερική, υπήρχε ανάγκη για την επιτάχυνση των ταμειακών ροών, δημιουργία νέων πηγών εσόδων, εξασφάλιση της αποτελεσματικής εκμετάλλευσης των δορυφόρων και παραγωγή νέων δορυφόρων καταλληλότερων να ανταποκριθούν στις νέες ανάγκες της αγοράς. Η περίπτωση του INTELSAT αποδεικνύει ότι, σε κάποιες περιπτώσεις, οι διοικήσεις που έχουν επιτύχει στο παρελθόν δημιουργούν μία δική τους αντίληψη για την πραγματικότητα και αδυνατούν να παρακολουθήσουν τις αλλαγές στο περιβάλλον. Τέτοιες συμπεριφορές μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο τις εταιρίες καθώς τα στοιχεία που επιτρέπουν την επιβίωση σε κάποιο περιβάλλον δεν εγγυώνται την επιβίωση σε διαφορετικό περιβάλλον.

Varity Corporation[14] ***(πρώην Massey-Ferguson)***. Η Varity Corporation ιδρύθηκε στα τέλη του 19ου αιώνα (με την επωνυμία Massey-Ferguson) και για 100 χρόνια υπήρξε ηγέτης στην παραγωγή γεωργικών μηχανημάτων. Ωστόσο, στις αρχές της δεκαετίας του 1980 η εταιρία βρέθηκε κοντά στην πτώχευση. Τα τρία βασικότερα προβλήματα εντοπίστηκαν στην υπερεξάπλωση, τις διαφωνίες στο εσωτερικό της εταιρίας και τα προβληματικά προϊόντα. Τα προβληματικά προϊόντα οδήγησαν, αρχικά, σε ζημίες που εντάθηκαν περαιτέρω από τα ασυνήθιστα υψηλά γενικά βιομηχανικά έξοδα ως αποτέλεσμα της υπερεξάπλωσης. Η αδυναμία αυτοχρηματοδότησης από τα κέρδη οδήγησε σε δανεισμό που γρήγορα τέθηκε εκτός ελέγχου. Τα χρηματοοικονομικά προβλήματα από το χρέος ενισχύθηκαν περαιτέρω από την άνοδο των επιτοκίων που αποδιδόταν στις πληθωριστικές τάσεις της εποχής. Σε αυτήν την περίπτωση παρατηρούμε ότι ο λανθασμένος σχεδιασμός οδήγησε στο μάρκετινγκ των λάθος προϊόντων και την υπερεξάπλωση.

International Business Machines (IBM) UK[15]. Η θυγατρική της IBM στο Ηνωμένο Βασίλειο ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1951 απασχολώντας μόλις 6 υπαλλήλους και μέχρι το 1987 το προσωπικό είχε ανέλθει στα 18.206 άτομα. Αρχικά, ιδρύθηκε μία παραγωγική μονάδα στην πόλη Greenock και μία ακόμη, αργότερα, στην πόλη Havant ενώ τα εργαστήρια έρευνας και ανάπτυξης εγκαταστάθηκαν στο Λονδίνο. Το 1988 η εταιρία παρουσίασε την πρώτη ζημιογόνο χρήση μετά από 35 έτη συνεχούς κερδοφορίας και αύξησης των πωλήσεων και η κατάσταση αυτή διήρκησε μέχρι το 1992. Η κυριότερη εσωτερική αιτία της παρακμής εντοπίζεται στην «κακή διοίκηση» τόσο υπό την έννοια των ανθρώπων όσο και υπό την έννοια των

[14] Πηγή: Thain and Goldthorpe (1989b).
[15] Πηγή: Balgobin and Pandit (2001).

εσωτερικών συστημάτων. Αρχικά, η διοίκηση της εταιρίας ήταν συγκεντρωτικού χαρακτήρα με αποτέλεσμα τα μηνύματα των πελατών και, γενικότερα, της αγοράς να μη φτάνουν στα κέντρα αποφάσεων. Αυτό μετέτρεψε την εταιρία από καθοδηγούμενη από την αγορά (market driven) σε καθοδηγούμενη από την τεχνολογία (technology driven) οδηγώντας την, έτσι, σε πλήρη απώλεια της επαφής με τις προτιμήσεις των (πλέον) καλώς πληροφορημένων πελατών. Ένα δεύτερο στοιχείο με άμεσες χρηματοοικονομικές επιπτώσεις αφορά στο σύστημα προμηθειών που λαμβάνονταν από τα τμήματα πωλήσεων. Οι προμήθειες υπολογίζονταν βάσει της αξίας (όγκου) των πωλήσεων και όχι βάσει των κερδών με αποτέλεσμα να πραγματοποιούνται πωλήσεις με μικρό ή ανύπαρκτο περιθώριο κέρδους (ή ακόμη και με ζημία) χωρίς να ελέγχεται η συνεισφορά τους στα κέρδη της εταιρίας. Η δεύτερη αιτία παρακμής εντοπίζεται στη δομή κόστους που αντιμετώπιζε η εταιρία. Οι λανθασμένες προβλέψεις για άνοδο των πωλήσεων μετά το 1988 είχαν οδηγήσει τη διοίκηση της εταιρίας να διαμορφώσει μία βάση κόστους κατάλληλη για την ικανοποίηση της (αναμενόμενης) αυξημένης ζήτησης. Παρά το γεγονός ότι η αύξηση των εσόδων δεν πραγματοποιήθηκε μετά το 1988, η απασχόληση στην IBM ακολούθησε ανοδική πορεία. Το ίδιο ίσχυσε αναφορικά με το ρυθμό αύξησης της αποζημίωσης που ξεπέρασε τον πληθωρισμό και τον αντίστοιχο ρυθμό των ανταγωνιστών. Η τρίτη σημαντικότερη αιτία παρακμής αφορά στην ακατάλληλη χρηματοοικονομική πολιτική και τους ελέγχους που εφαρμόζονταν εντός της εταιρίας. Τα δεδομένα που σχετίζονταν με τα βιομηχανικά έξοδα των παραρτημάτων υπολογίζονταν συνολικά στο τέλος της χρήσης. Κατά συνέπεια, τα λογιστικά στοιχεία που εξέταζε η διοίκηση ήταν διαθέσιμα με καθυστέρηση και αδύναμα να αποκαλύψουν πιθανά προβλήματα για ξεχωριστά παραρτήματα. Επιπρόσθετα, η εταιρία ακολουθούσε μία συντηρητική χρηματοδοτική πολιτική διατηρώντας τα ξένα κεφάλαια σε χαμηλό επίπεδο και τη ρευστότητα σε υψηλό επίπεδο ενώ διένεμε πολύ υψηλά μερίσματα (το 1990 τα μερίσματα ανήλθαν στο 110% των κερδών). Αυτή η πολιτική οδήγησε σε χαμηλά ποσοστά επανεπένδυσης των κερδών αναφορικά με τις πάγιες εγκαταστάσεις και τον μηχανολογικό εξοπλισμό.

Chrysler Corporation[16]. Στα μέσα της δεκαετίας του 1970 η 3^{η} μεγαλύτερη αυτοκινητοβιομηχανία και 10^{η} μεγαλύτερη εταιρία στις ΗΠΑ βρέθηκε σε δεινή θέση καθώς το μερίδιο αγοράς της είχε μειωθεί από 16,1% το 1970 σε 9,6% το 1979 ενώ οι

[16] Πηγή: Chowdhury (2002).

πωλήσεις της το 1978 ανήλθαν μόλις σε 1,2 εκατομμύρια οχήματα τη στιγμή που η General Motors και η Ford, οι δύο μεγαλύτεροι ανταγωνιστές της Chrysler, είχαν πουλήσει 5,4 και 2,6 εκατομμύρια οχήματα, αντίστοιχα. Ταυτόχρονα, ο δείκτης αφοσίωσης των καταναλωτών διαμορφώθηκε σε 36% για την Chrysler, πολύ χαμηλότερα από το 70% για την General Motors και το 54% για την Ford. Η κύρια εσωτερική αιτία παρακμής αποδίδεται στην αναποτελεσματικότητα της διοίκησης. Τα ανώτατα διοικητικά στελέχη της εταιρίας δεν είχαν μία συνολική αντίληψη για τη στρατηγική κατεύθυνση της εταιρίας και τον κλάδο στον οποίο ανταγωνιζόταν. Τα διοικητικά λάθη, όπως η παραγωγή αυτοκινήτων χωρίς προγενέστερη έρευνα για την κατανόηση των αναγκών των πελατών, η αλόγιστη εξάπλωση εκτός χώρας και η δραστηριοποίηση στην αγορά των μεταχειρισμένων οχημάτων οδήγησαν την εταιρία στην αποτυχία. Σημειώνεται ότι όλα τα παραπάνω λάμβαναν χώρα σε έναν οργανισμό με σημαντική επικάλυψη εξουσιών και έλλειψη επικοινωνίας. Σε αυτό συνέβαλε το γεγονός ότι η Chrysler διοικούταν από 35 αντιπροέδρους που σπάνια συμμετείχαν σε συναντήσεις ή επικοινωνούσαν επίσημα για την επίλυση των προβλημάτων της εταιρίας.

SABMiller[17]. Η SAB εξαγόρασε τη μάρκα μπύρας Miller από την Phillip Morris τον Ιούλιο του 2002. Παρά το γεγονός ότι η εμπορία ενός νέου τύπου μπύρας, της Miller Lite, αύξησε το μερίδιο της SAB στην αγορά από 8,5% σε 22%, οι πωλήσεις της Miller εξακολούθησαν να μειώνονται. Το βασικότερο πρόβλημα εντοπίστηκε στο μάρκετινγκ του προϊόντος. Αρχικά, η διαφήμιση που χρησιμοποιήθηκε για την προβολή του προϊόντος δεν έστειλε το επιθυμητό μήνυμα στους καταναλωτές. Επιπρόσθετα, οι χονδρέμποροι που είχαν αναλάβει τη διανομή του προϊόντος, θεωρούσαν ότι το προϊόν είχε εγκαταλειφθεί στην τύχη του από την προηγούμενη εταιρία (Phillip Morris) και ότι το ίδιο συνεχιζόταν από το νέο ιδιοκτήτη. Δεδομένης της απουσίας ισχυρών επιχειρηματικών δεσμών και σχέσεων μεταξύ της SAB και των διανομέων της Miller, οι διανομείς στράφηκαν σε ανταγωνιστικά προϊόντα.

MicroNet[18]. Η εταιρία παραγωγής προϊόντων για ηλεκτρονικούς υπολογιστές ιδρύθηκε το 1988 στις ΗΠΑ απασχολώντας, αρχικά, 300 άτομα. Παρά το γεγονός ότι κάποια προϊόντα ήταν κερδοφόρα, το 1997 η εταιρία βρέθηκε πολύ κοντά στην πτώχευση με σοβαρά προβλήματα ταμειακής ροής. Η βασικότερη αιτία για την

[17] Πηγή: Strategic Direction (2004).
[18] Πηγή: Michelin and Conklin Jr (2004).

παραπάνω κατάσταση ήταν η διαφοροποίηση εκτός των αγορών όπου υπήρχε σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η εταιρία να περάσει από τα προϊόντα μικρού όγκου παραγωγής και υψηλού περιθωρίου κέρδους στα προϊόντα μεγάλου όγκου παραγωγής και χαμηλού περιθωρίου κέρδους. Μία ακόμη αιτία παρακμής ήταν η χρονική υστέρηση της εμπορίας των προϊόντων υψηλής τεχνολογίας. Ενώ η MicroNet σχεδίαζε προϊόντα υψηλής τεχνολογίας που βραβεύονταν σε εκθέσεις και διαγωνισμούς δημιουργώντας, έτσι, υψηλή ζήτηση, το τμήμα παραγωγής αδυνατούσε να παράγει σε σύντομο χρονικό διάστημα ποσότητες ικανές να ανταποκριθούν στη σχετική ζήτηση. Ταυτόχρονα, οι ανταγωνιστές προλάβαιναν να προσφέρουν στους καταναλωτές αντίστοιχα προϊόντα έχοντας τη δυνατότητα να χρεώσουν ένα premium στην τιμή (λόγω καινοτομίας) στερώντας, έτσι, τη δυνατότητα από τη MicroNet να πράξει κάτι αντίστοιχο. Τα υψηλά ποσά που επενδύονταν σε έρευνα και ανάπτυξη, σε συνδυασμό με τα μικρά οφέλη που τελικά απολάμβανε η εταιρία, την οδήγησαν σε συνεχώς πτωτικές ταμειακές ροές.

Boston Market[19]. Η εταιρία ιδρύθηκε το 1985 υπό την επωνυμία Boston Chicken λειτουργώντας 33 εστιατόρια φρέσκου και γρήγορου φαγητού (fast food) και άλλαξε την επωνυμία της το 1994 για να αιτιολογήσει την επέκταση του μενού της. Το 1997 κατείχε 1.166 καταστήματα, 307 ιδιόκτητα, 847 με συμμετοχή στο κεφάλαιο και 12 υπό το καθεστώς δικαιόχρησης (franchising). Η εταιρία παρουσίασε συνολικές ζημίες ύψους $166 εκ. την περίοδο 1994-1996 ενώ η αύξηση πωλήσεων το 1997 ήταν μόλις 0,9% (12,73% το 1996). Το υψηλό χρέος και τα αναποτελεσματικά λειτουργικά συστήματα ανάγκασαν την εταιρία να εξαγοράσει τα καταστήματα που λειτουργούσαν με καθεστώς δικαιόχρησης ανταλλάσοντας τους εισπρακτέους λογαριασμούς αυτών των καταστημάτων με ίδια κεφάλαια της μητρικής. Η επιλογή αυτή είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια πρόσβασης στις αγορές κεφαλαίου καθώς η τιμή της μετοχής κατήλθε από $41 το 1994 σε $0,47 το 1998. Μία ακόμη αιτία για την παρακμή της εταιρίας ήταν η απόφαση να επεκτείνει τη δραστηριότητά της στην αγορά των υπεραγορών (super markets) στοχεύοντας, αρχικά, στη διάδοση του εταιρικού ονόματος. Ο στόχος της προσθήκης 300 νέων υπεραγορών ετησίως με σκοπό την προσθήκη 2.000 υπεραγορών μέχρι το 2005, αποδείχθηκε υπεραισιόδοξος και τελικά η εξάπλωση περιορίστηκε στις 150-200 υπεραγορές ετησίως. Αυτό συνέβη εξαιτίας της αδυναμίας πληρωμής των διαρκώς αυξανόμενων σταθερών εξόδων

[19] Πηγή: Chathoth et al. (2006).

καθώς οι ταμειακές ροές δεν επαρκούσαν και η λήψη τραπεζικών πιστώσεων δεν ήταν εφικτή.

- *ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΈΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ*

Ο ***Daggett (1918)*** εξετάζει τις πτωχεύσεις 21 σιδηροδρομικών εταιριών στις ΗΠΑ από το 1908 έως και το 1917. Μετά από εξέταση των μεμονωμένων περιπτώσεων, ο συγγραφέας καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η δεύτερη σημαντικότερη αιτία αποτυχίας συνίστατο στην τάση των λειτουργικών εξόδων να αυξάνονται με μεγαλύτερη ταχύτητα από τα έσοδα. Η κατάσταση αυτή χειροτέρευε περαιτέρω από το βραχυχρόνιο χρέος των εταιριών και το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των λειτουργικών εξόδων ήταν σταθερό. Μία, ακόμη, αιτία αποτυχίας ήταν η αλόγιστη εξάπλωση[20] και, ταυτόχρονα, τα υπερβάλλοντα μερίσματα.

Οι ***Schendel et al. (1976)*** εξετάζουν 54 μεταποιητικές εταιρίες του δείκτη 1800 Standard & Poor (ΗΠΑ) οι οποίες βρέθηκαν σε κατάσταση παρακμής την περίοδο 1952-1971. Η συχνότερη αιτία παρακμής συνίστατο στο υψηλό κόστος και κυρίως στην αύξηση των μισθών και των τιμών των πρώτων υλών. Μία ακόμη αιτία συμπίεσης των κερδών ήταν τα στάσιμα προϊόντα που δεν οδηγούσαν στα αναμενόμενα έσοδα, συμπιέζοντας περαιτέρω τα κέρδη των εταιριών. Στις εσωτερικές αιτίες παρακμής κατατάσσονται, επίσης, τα προβλήματα στη διοίκηση που διακρίνονται περαιτέρω σε λάθη λόγω παραλείψεων ή ανικανότητας. Τέλος, το προβληματικό μάρκετινγκ (πχ αδυναμία τοποθέτησης ενός προϊόντος τη στιγμή που οι ανταγωνιστές το είχαν πράξει ήδη) ήταν σχεδόν βέβαιο ότι θα οδηγήσει την εταιρία σε αποτυχία παρά το γεγονός ότι η συχνότητα εμφάνισής του ήταν μικρή.

Οι ***Thain and Goldthorpe (1989b)*** εξετάζουν 27 εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Τορόντο εταιρίες που αντιμετώπισαν επιτυχώς την παρακμή κατά την περίοδο 1975-1989. Τα αποτελέσματα βασίζονται σε ανασκόπηση του Τύπου και σε απαντήσεις των διοικητικών στελεχών σε ερωτηματολόγιο. Οι σημαντικότερες εσωτερικές αιτίες παρακμής συνίσταντο, με σειρά βαρύτητας, σε: α) υψηλά κόστη συγκριτικά με τους ανταγωνιστές, β) ακατάλληλα πληροφοριακά συστήματα και έλεγχοι, γ) μη ορθολογικές πολιτικές χρηματοδότησης, δ) ειδικά σχέδια (projects) υψηλού ρίσκου που απέτυχαν, ε) αρνητικά χαρακτηριστικά της διοίκησης

[20] Η υπερεξάπλωση αποδίδεται, κατά τον Dewing (1918), στην πρόθεση των εταιριών να δημιουργήσουν «νέα κίνηση», δηλαδή ζήτηση για σιδηροδρομικές μεταφορές, σε περιοχές που μέχρι τα τέλη του 19ου αιώνα δεν υπήρχε. Ωστόσο, οι περιοχές στις οποίες επιχειρήθηκε η εξάπλωση ήταν οικονομικά μη ανεπτυγμένες με αποτέλεσμα τη δημιουργία ζημιογόνων γραμμών.

(αυτοκρατορικό στυλ, ανεπαρκής εξειδίκευση, παραμέληση των καθηκόντων) και στ) αναποτελεσματικό μάρκετινγκ.

Οι ***Grinyer et al. (1990)*** εξετάζουν 28 μη εισηγμένες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο με υψηλή επίδοση σε σχέση με τον οικείο κλάδο την περίοδο 1970-1984. Η έρευνα στηρίζεται σε συνεντεύξεις με ένα διοικητικό στέλεχος ανά επίπεδο διοίκησης (κατώτατο, μεσαίο, ανώτατο) και τα δεδομένα συμπληρώνονται από στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων. Όσον αφορά στις εσωτερικές αιτίες παρακμής τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η παρακμή οφείλεται στην έλλειψη προσπάθειας στον τομέα των πωλήσεων και του μάρκετινγκ, την «κακή» διοίκηση, τον ακατάλληλο χρηματοοικονομικό έλεγχο, τη δομή υψηλού κόστους, τη χαμηλή ποιότητα, τις αποτυχημένες εξαγορές και τα μεγάλα ειδικά σχέδια που αποτυγχάνουν. Η «κακή» διοίκηση φέρει τα εξής χαρακτηριστικά: α) αδυναμία επικοινωνίας με τα χαμηλά επίπεδα διοίκησης και το εργατικό δυναμικό, αδυναμία δημιουργίας ενός κοινά αποδεκτού οράματος, εξαιρετικά προληπτικό στυλ διοίκησης, ανελαστικά στελέχη και ταύτιση του Προέδρου με το Διευθύνοντα Σύμβουλο.

Ο ***Gopal (1991)*** εξετάζει 120 εταιρίες από την Ινδία κατά τη δεκαετία του 1990. Στο 60% των περιπτώσεων οι αιτίες παρακμής χαρακτηρίζονται εσωτερικές και, κατά σειρά βαρύτητας, αφορούν σε: α) χαμηλή ποιότητα διοίκησης, β), συντηρητισμό, γ) αδικαιολόγητη ευφορία με την υπάρχουσα κατάσταση, δ) πρόωρη επέκταση της εταιρίας, ε) αδύναμες χρηματοοικονομικές πολιτικές και στ) σχέση τιμής-κόστους.

Οι ***Moncarz and Kron (1993)*** παρουσιάζουν τα αποτελέσματα έρευνας της εταιρίας Dun & Bradstreet για τη διετία 1989-1990. Σύμφωνα με αυτήν, οι κυριότερες εσωτερικές αιτίες της αποτυχίας στον κλάδο των ξενοδοχειακών υπηρεσιών στις ΗΠΑ ήταν το συσσωρεμένο χρέος, τα υψηλά λειτουργικά έξοδα και τα ανεπαρκή κεφάλαια.

Οι ***Bruton et al. (2001)*** διεξάγουν έρευνα βασισμένη σε συνεντεύξεις με 19 επαγγελματίες σχετικούς με το αντικείμενο της εταιρικής ανάκαμψης και 4 διοικητικά στελέχη εταιριών με έδρα στο Χονγκ-Κονγκ και την Ταϊλάνδη. Η κυριότερη εσωτερική αιτία παρακμής των εταιριών στις δύο παραπάνω χώρες μετά τα μέσα τις δεκαετίας του 1970 ήταν η μη σχετική διαφοροποίηση εξαιτίας της έλλειψης γνώσης και εμπειρίας για τους κλάδους στους οποίους επιχειρήθηκε η επέκταση.

4.3.2.2 Εξωτερικές αιτίες – προβλήματα: θεωρητικά ζητήματα, μελέτες περιπτώσεων και εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος

- *ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ*

Οι εξωτερικές αιτίες παρακμής αφορούν, γενικά, στο περιβάλλον εντός του οποίου δραστηριοποιούνται οι εταιρίες. Το εξωτερικό περιβάλλον περιλαμβάνει τις πολιτικές, οικονομικές, κοινωνικές, πολιτισμικές και τεχνολογικές εξελίξεις, δηλαδή τα στοιχεία που αντιμετωπίζει οποιαδήποτε εταιρία. Ανάλογα με το αντικείμενο δραστηριότητας, υπάρχει ένα λιγότερο ευρύ περιβάλλον που επηρεάζει την εξέλιξη κάθε εταιρίας και περιλαμβάνει τους ανταγωνιστές, τους πελάτες, τους προμηθευτές κλπ (Johnson and Scholes: 2002). Οι δύο παραπάνω «τύποι» περιβάλλοντος μπορούν να οριστούν, αντίστοιχα, ως έμμεσο και άμεσο[21]. Τόσο το έμμεσο όσο και το άμεσο εξωτερικό περιβάλλον επηρεάζουν τη δυνατότητα των εταιρών να επιτύχουν ή να αποτύχουν. Εκτός των περιπτώσεων στις οποίες κάποιο σπάνιο γεγονός λαμβάνει χώρα, όπως ένας πόλεμος[22], το περιβάλλον εξελίσσεται με σχετικά ομαλούς ρυθμούς και, στις περισσότερες περιπτώσεις, η επιρροή του μπορεί να προβλεφθεί χωρίς αυτό να σημαίνει, βέβαια, ότι η αβεβαιότητα του περιβάλλοντος δεν υφίσταται. Ωστόσο, ένα σημαντικό εμπόδιο στην πρόβλεψη της κίνησης των μη ελεγχόμενων στοιχείων είναι αλληλεπίδρασή τους καθώς τα εξωτερικά στοιχεία συνδέονται στενά και, κατά συνέπεια, οτιδήποτε επηρεάζει κάποιο στοιχείο μπορεί να επηρεάσει έμμεσα κάποιο άλλο (Scherrer: 2003). Οι Lohrke et al. (2004) εξηγούν ότι, σε κάθε χρονική στιγμή, το εξωτερικό περιβάλλον διέπεται από κάποιον συγκεκριμένο βαθμό «γενναιοδωρίας» (munificence). Με τον όρο «γενναιοδωρία» νοείται η εύνοια ή ευκολία που παρέχεται από τις επιμέρους πτυχές του περιβάλλοντος προς τις εταιρίες έτσι ώστε αυτές να επιβιώσουν. Όταν, λοιπόν, αυτή η γενναιοδωρία μειώνεται, η πιθανότητα αποτυχίας αυξάνεται. Επιπρόσθετα, η δυναμική του περιβάλλοντος, όπως ορίζεται από το βαθμό μεταβλητότητας του, συνδέεται αρνητικά με την πιθανότητα

[21] Το άμεσο περιβάλλον περιγράφεται, συχνά, βάσει των 5 δυνάμεων του Porter που περιλαμβάνουν τη διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών, τη διαπραγματευτική δύναμη των πελατών, την απειλή εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο, την απειλή υποκατάστατων προϊόντων και την ένταση του ανταγωνισμού. Για περαιτέρω ανάλυση, βλ. Porter, M.E. (1980) *Competitive Strategy*, Free Press, New York.

[22] Η περίπτωση του πολέμου αναλύεται από τον Daggett (1918) που αναφέρει ότι η άμεση συνέπεια του 1ου Παγκόσμιου Πολέμου ήταν ένα σοβαρό χτύπημα (σοκ) στην αγορά πίστης των ΗΠΑ, γεγονός που κατέστησε δυσχερέστερη τη χρηματοδότηση των εταιριών με δανειακά κεφάλαια. Ωστόσο, ο πόλεμος συνοδεύτηκε, επίσης, από θετικές επιπτώσεις στη ζήτηση ορισμένων αγαθών, όπως το πολεμικό υλικό. Στην περίπτωση του Αραβοϊσραηλινού Πολέμου, το 1973, η πετρελαϊκή κρίση που ακολούθησε οδήγησε στην παγκόσμια οικονομική κρίση που διήρκεσε μέχρι το 1980 (Janzen: 1983).

εταιρικής επιβίωσης: περιβάλλοντα με υψηλή μεταβλητότητα ευνοούν την εταιρική παρακμή και αντίστροφα.

Α) Ανταγωνισμός (άμεσο εξωτερικό περιβάλλον). Μία από τις συχνότερα αναφερόμενες εξωτερικές αιτίες παρακμής αφορά στον ανταγωνισμό (Thain and Goldthorpe: 1989b) που συνιστά ένα από τα στοιχεία του άμεσου εξωτερικού περιβάλλοντος, του κλάδου. Σύμφωνα με τον Nichols (1936), οι αποτυχίες που οφείλονται στον ανταγωνισμό διακρίνονται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις αποτυχίες που προκαλούνται όταν οι ομοειδείς εταιρίες, δηλαδή οι ανταγωνιστές, εκμεταλλεύονται τον παραγωγικό εξοπλισμό τους σε μεγαλύτερο βαθμό δημιουργώντας, έτσι, ανταγωνιστικό πλεονέκτημα κόστους. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις αποτυχίες που προκαλούνται όταν οι ανταγωνιστές έχουν τη δυνατότητα, για οποιοδήποτε λόγο, να επιτύχουν υψηλότερες τιμές για τα ίδια ή, ορθότερα, ομοειδή προϊόντα. Οποιοδήποτε από τα παραπάνω πλεονεκτήματα, είναι πιθανό να οδηγήσει τους ανταγωνιστές στην κατάκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς. Όταν το μέγεθος της αγοράς παραμένει στάσιμο η αύξηση του μεριδίου αγοράς για κάποια εταιρία συνεπάγεται μείωση του αντίστοιχου μεριδίου για κάποια άλλη εταιρία από τον ίδιο κλάδο. Ο O'Neill (1986) σημειώνει ότι η απώλεια του μεριδίου αγοράς απορρέει όχι μόνο από τους άμεσους ανταγωνιστές, δηλαδή αυτούς που παράγουν ίδιο ή ομοειδές προϊόν, αλλά και τους έμμεσους ανταγωνιστές, δηλαδή αυτούς που παράγουν υποκατάστατα αγαθά[23]. Επιπρόσθετα, ο συγγραφέας σημειώνει ότι η εταιρική παρακμή μπορεί να προκληθεί από την άνοδο τιμών στα συμπληρωματικά προϊόντα[24].

Β) Προτιμήσεις/ συνήθειες καταναλωτών (άμεσο εξωτερικό περιβάλλον). Η ζήτηση των προϊόντων και, ειδικότερα, οι προτιμήσεις/ συνήθειες των καταναλωτών συνιστά έναν ακόμη παράγοντα του κλάδου με καθοριστική συμβολή στην πιθανότητα επιτυχίας ή αποτυχίας των εταιριών (O'Neill: 1986, Thain and Goldthorpe: 1989b, Scherrer: 2003). Οι μεταβολές στις προτιμήσεις των καταναλωτών οφείλονται σε διάφορους λόγους, όπως η εμφάνιση νέων αναγκών, οι

[23] Τα μέσα μετακίνησης συνιστούν χαρακτηριστικό παράδειγμα πιθανής απώλειας μεριδίου αγοράς από άμεσους και έμμεσους ανταγωνιστές. Μία αυτοκινητοβιομηχανία κινδυνεύει να απωλέσει μερίδιο αγοράς όχι μόνο από τις υπόλοιπες αυτοκινητοβιομηχανίες (άμεσος ανταγωνισμός) αλλά και από τις βιομηχανίες που παράγουν μοτοσικλέτες (έμμεσος ανταγωνισμός). Αυτό συμβαίνει επειδή το αυτοκίνητο και η μοτοσικλέτα θεωρούνται υποκατάστατα αγαθά καθώς μπορούν να ικανοποιήσουν, αμφότερα, την ανάγκη μετακίνησης.

[24] Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η αύξηση των τιμών των καυσίμων και οι πιθανές αρνητικές επιπτώσεις της στη ζήτηση των οχημάτων.

μεταβολές της τεχνολογίας κλπ (Thain and Goldthorpe: 1989b, Scherrer: 2003). Για παράδειγμα, η συγκέντρωση πληθυσμού στα αστικά κέντρα περιόρισε τους ελεύθερους χώρους στάθμευσης δημιουργώντας μία νέα αγορά για υπηρεσίες στάθμευσης (parking) επί πληρωμή. Παρόμοια, η διάδοση του Διαδικτύου μετέβαλε τις συνήθειες των καταναλωτών αναφορικά με την ενημέρωση, την επικοινωνία και την ψυχαγωγία. Η προτίμηση για ενημερωτικές ιστοσελίδες μείωσε την ανάγνωση εφημερίδων, η χρήση του ηλεκτρονικού ταχυδρομείου περιόρισε κάποιες από τις παραδοσιακές ταχυδρομικές υπηρεσίες και η δυνατότητα αγοράς μεμονωμένων μουσικών κομματιών έπληξε την αγορά μουσικών δίσκων.

Γ) Διαπραγματευτική δύναμη προμηθευτών (άμεσο εξωτερικό περιβάλλον). Οι προμηθευτές και, πιο ορθά, η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών, είναι το τρίτο στοιχείο του κλάδου με άμεση επιρροή στην πιθανότητα των εταιριών να επιτύχουν ή να αποτύχουν. Εφόσον οι προμηθευτές διαμορφώνουν το κόστος των εταιριών, οι διακανονισμοί με αυτούς μπορούν να οδηγήσουν τις εταιρίες σε επιτυχία ή αποτυχία (O'Neill: 1986). Όταν οι προμηθευτές έχουν τη δυνατότητα επιβολής αύξησης των τιμών των προϊόντων τους, κάποιες εταιρίες θα κινδυνέψουν να αποτύχουν εξαιτίας του μειονεκτήματος κόστους που θα προκύψει σε σχέση με τους ανταγωνιστές (δηλαδή θα παράγουν «ακριβότερα» από τους ανταγωνιστές). Στο σημείο αυτό θα παραπέμψουμε στα σχόλια για το κόστος ως εσωτερικό πρόβλημα παρακμής που έχουν προηγηθεί στην προηγούμενο υποπαράγραφο.

Δ) Γενική οικονομική κατάσταση (έμμεσο εξωτερικό περιβάλλον). Όσον αφορά στο έμμεσο εξωτερικό περιβάλλον, η «γενική οικονομική κατάσταση» ή, εναλλακτικά, οι «γενικές οικονομικές συνθήκες» συχνά προβάλλονται ως στοιχεία του περιβάλλοντος που επηρεάζουν όλες τις εταιρίες. Έτσι, υπάρχουν αναφορές στους εθνικούς επιχειρηματικούς κύκλους και, αναλυτικότερα, στην ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας σε συγκεκριμένα κράτη (O'Neill: 1986), στο οικονομικό περιβάλλον που χειροτερεύει (Thain and Goldthorpe: 1989b), σε οικονομικές διακυμάνσεις υπό την έννοια της οικονομικής αστάθειας (Scherrer (2003) κλπ. Όλοι οι παραπάνω όροι χρησιμοποιούνται για να περιγράψουν την οικονομική ύφεση και τα επιμέρους στοιχεία της όπως η πτώση της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης, η αύξηση της ανεργίας κλπ. Μία τέτοια κατάσταση αναμένεται να επηρεάσει ισοδύναμα ή περίπου ισοδύναμα όλους τους κλάδους. Αυτό

σημαίνει ότι το ίδιο ή περίπου το ίδιο ποσοστό εταιριών από κάθε κλάδο θα κινδυνέψει να εισέλθει σε καθεστώς παρακμής.

Ε) Δίκτυο (έμμεσο εξωτερικό περιβάλλον). Εκτός των γενικών οικονομικών συνθηκών, άλλες πτυχές του εξωτερικού περιβάλλοντος μπορούν να επηρεάσουν την πιθανότητα εταιρικής παρακμής. Ο O'Neill (1986) αναφέρει ότι η λειτουργία κάθε εταιρίας υποστηρίζεται από ένα «δίκτυο» που περιλαμβάνει άλλες εταιρίες ή οργανισμούς και το Κράτος. Κατά συνέπεια, η εταιρική παρακμή μπορεί να είναι αποτέλεσμα της αδυναμίας ή απροθυμίας του «δικτύου» να παράσχει περαιτέρω στήριξη στην εταιρία. Στην περίπτωση αυτή η παρακμή μπορεί να χαρακτηριστεί «πολιτική» υπό την έννοια ότι, ουσιαστικά, συνιστά προϊόν αποφάσεων. Οι αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο, για παράδειγμα, δύνανται να οδηγήσουν σε «πολιτική» παρακμή (Scherrer: 2003). Μία τέτοιου είδους παρακμή κινδύνεψαν να υποστούν ή υπέστησαν, σχετικά πρόσφατα, οι καπνοβιομηχανίες στις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες καθώς, το κοινωνικό ρεύμα κατά της κατανάλωσης των προϊόντων καπνού, εκφράστηκε επίσημα με τη θέσπιση νόμων που αποτρέπουν την κατανάλωση ή προμήθεια αυτών των προϊόντων.

- *ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ*

United States Leather Company[25]. Η εταιρία βυρσοδεψίας και παραγωγής δερμάτων ιδρύθηκε την άνοιξη του 1893 στις ΗΠΑ μετά από συγχώνευση 60 επιχειρήσεων και ήταν η μεγαλύτερη εταιρία σε όρους (λογιστικής) κεφαλαιοποίησης τη χρονική στιγμή ίδρυσής της. Ωστόσο, κατά το πρώτο έτος λειτουργίας της η εταιρία εμφάνισε ζημίες ύψους $1,3 εκ. ενώ δεν μπόρεσε να διανείμει το προβλεπόμενο από το καταστατικό μέρισμα (8%) στους προνομιούχους μέτοχους στα πρώτα 8 έτη λειτουργίας της. Η συσσώρευση των υποχρεώσεων που σχετίζονταν με τη διανομή των προνομιακών μερισμάτων οδήγησε στην ανακοίνωση σχεδίου αναδιάρθρωσης το 1899. Μία από τις ισχυρότερες αιτίες για την πρώιμη αποτυχία της εταιρίας εντοπίζεται στη γενική επιχειρηματική ύφεση που κυριαρχούσε την εποχή ίδρυσής της καθώς, στα 4 από τα 5 πρώτα έτη λειτουργίας της, η Leather Company λειτουργούσε σε περιβάλλον αξιοσημείωτης βιομηχανικής στασιμότητας. Η σχετικά μακρά περίοδος που απαιτούταν για την παραγωγή του δέρματος επιδείνωσε την κατάσταση καθώς η πτώση των τιμών των δορέων (πρώτη ύλη για την εταιρία) έλαβε χώρα μετά την πτώση των τιμών του δέρματος. Η δεύτερη αιτία εντοπίζεται στο

[25] Πηγή: Dewing (1911).

γενικό χαρακτήρα του κλάδου. Η εταιρία έπρεπε να αντιμετωπίσει τον ανταγωνισμό των μικρότερων και καλύτερα εξοπλισμένων βυρσοδεψών όπου υπήρχε η δυνατότητα άμεσης εποπτείας της παραγωγικής διαδικασίας εκ μέρους των επιχειρηματιών (ιδιοκτητών). Επιπρόσθετα, η εταιρία έπρεπε να ανταγωνιστεί βυρσοδέψες εκτός ΗΠΑ για την κατάκτηση της αγοράς της Ευρώπης αναφορικά με έναν ειδικό τύπο προϊόντος, τα δέρματα που υπόκειντο σε επεξεργασία με κώνειο.

International Telecommunications Satellite Organization[26] ***(INTELSAT)***. Ενώ ο INTELSAT είχε ξεκινήσει τη λειτουργία του σε καθεστώς μονοπωλίου, το 1983-1984 η κυβέρνηση Ρέιγκαν στις ΗΠΑ επέτρεψε τη δημιουργία (ωστόσο περιορισμένου) ανταγωνισμού σε κάποιες υπηρεσίες από μεμονωμένα δορυφορικά συστήματα. Αρχικά, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Δορυφόρων των ΗΠΑ εξέδωσε άδεια σε εταιρία που απευθυνόταν στην αγορά των ΗΠΑ και της Ευρώπης. Το επιχείρημα υπέρ της αδειοδότησης επικεντρώθηκε στο γεγονός ότι η νέα εταιρία προσέφερε υπηρεσίες διαφορετικές από εκείνες που προσέφερε ο INTELSAT, όπως οι ψηφιακές υπηρεσίες προς επιχειρήσεις. Η πρώτη, όμως, αδειοδότηση δημιούργησε ένα ρεύμα σχετικών ενεργειών κατά τους επόμενους μήνες. Ως αποτέλεσμα, δημιουργήθηκε μία νέα ανταγωνιστική αγορά παρά το γεγονός ότι η εν λόγω αγορά αφορούσε σε υπηρεσίες που δεν προσέφερε μέχρι τότε ο INTELSAT. Ωστόσο, η ύπαρξη μίας τέτοιας αγοράς αφαίρεσε από τον οργανισμό τη δυνατότητα να εκμεταλλευτεί, μελλοντικά, υπό μονοπωλιακό καθεστώς την παροχή σχετικών υπηρεσιών.

Nissan[27]. Η αυτοκινητοβιομηχανία εμφάνισε, για πρώτη φορά από τότε που εισήχθη στο χρηματιστήριο του Τόκιο (το 1951), ζημίες ύψους 20 δις γιεν στο πρώτο εξάμηνο του 1986. Μία από τις πιο σοβαρές αιτίες παρακμής εντοπίζεται στις δραματικές αλλαγές που έλαβαν χώρα στο εξωτερικό περιβάλλον και, πιο συγκεκριμένα, στην οξεία υπερτίμηση του γιεν έναντι του δολαρίου μετά τη Συμφωνία Plaza που υπογράφηκε από τους υπουργούς εξωτερικών των πέντε οικονομικά ισχυρότερων χωρών (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Δ. Γερμανία και Ιαπωνία) στα τέλη Σεπτέμβρη του 1985. Την εποχή εκείνη (Οκτώβρης 1985) ένα αμερικανικό δολάριο ανταλλασσόταν με 240 γιεν. Στο έτος που ακολούθησε, το γιεν ανατιμήθηκε περισσότερο από 70% φτάνοντας στην τιμή των 140 γιεν έναντι $1 στα

[26] Πηγή: Colino (1986). Οι γενικές πληροφορίες για τον οργανισμό έχουν αναφερθεί στο τμήμα των μελετών περιπτώσεων της παραγράφου 4.3.2.1.
[27] Πηγή: Ishizuna (1990).

τέλη 1986. Το 1987 η υπερτίμηση του γιεν συνεχίστηκε μέχρι το σημείο που η ισοτιμία έλαβε την τιμή των 120 γιεν έναντι $1 (το 1988). Στις εξωτερικές αγορές και, ειδικότερα, στην αγορά των ΗΠΑ, η Nissan δεν είχε άλλη επιλογή από το να αυξήσει τις τιμές παρά το γεγονός ότι η αύξηση αυτή δεν αντιστάθμισε την υπερτίμηση του γιεν. Φυσιολογικά, οι υψηλότερες τιμές μεταφράστηκαν άμεσα σε πτώση της ανταγωνιστικότητας της εταιρίας.

British Steel Corporation[28] ***(BSG)***. Η BSG ιδρύθηκε το 1967 μετά από συγχώνευση των 14 μεγαλύτερων εταιριών χάλυβα του Ηνωμένου Βασιλείου που κρατικοποιήθηκαν για το σκοπό αυτό. Κατά την ίδρυσή της, η εταιρία απασχολούσε 257.000 εργαζομένους και λειτουργούσε σε ένα κλάδο με συνεχή πτώση της απόδοσης επί της επένδυσης: από 17,3% το 1958 σε 1,9% το 1967. Η εταιρία εισήλθε σε παρακμή όταν τα καθαρά κέρδη της ύψους £70 εκ. την περίοδο 1974-1975 μετατράπηκαν σε ζημίες ύψους £357 εκ. την περίοδο 1978-1979. Την ίδια χρονική περίοδο η απόδοση επί της επένδυσης για την εταιρία μειώθηκε από 3,1% σε -10,9%. Η παρακμή αποδίδεται σε 4 αιτίες που εντοπίζονται στο εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας. Η πρώτη αφορά στην κυκλική ύφεση της αγοραίας ζήτησης. Στα τέλη του 1975 οι ανεπτυγμένες χώρες βρίσκονταν σε οικονομική ύφεση εξαιτίας της πετρελαϊκής κρίσης του 1973-1974. Η ύφεση οδήγησε σε πτώση της ζήτησης για χάλυβα παγκοσμίως: 20% στις ΗΠΑ, 19% στην ΕΟΚ, 14% στην Ιαπωνία και 9,8% στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η δεύτερη αιτία εντοπίζεται στην πτώση της αγοραίας ζήτησης για λόγους όχι άμεσα σχετικούς με την οικονομική ύφεση. Οι τεχνολογικές εξελίξεις επέτρεψαν τη χρήση λεπτότερων φύλλων χάλυβα και οι προτιμήσεις των καταναλωτών για μικρότερα, ελαφρύτερα και, κατά συνέπεια, οικονομικότερα αυτοκίνητα οδήγησαν σε περαιτέρω πτώση της ζήτησης χάλυβα. Η τρίτη αιτία, περισσότερο πολιτικής φύσης, αφορά στην αύξηση απασχόλησης στην BSG. Το 1974 η κυβέρνηση της χώρας αναλήφθηκε από το Εργατικό Κόμμα με αποτέλεσμα την επιβολή πρόσληψης επιπλέον εργαζομένων στην εταιρία. Πιο αναλυτικά, το πλήθος απασχολούμενων στην BSG αυξήθηκε κατά 3,6% μέσα σε ένα μόλις έτος: από 220.400 το 1973-1974 σε 228.300 το 1974-1975. Τέλος, η παρακμή της εταιρίας αποδίδεται στην αύξηση του ανταγωνισμού, μέρος της οποίας αποδίδεται στη μεταβολή του θεσμικού καθεστώτος. Την περίοδο 1973-1978 το ποσοστό εγχώριας κατανάλωσης χάλυβα που προερχόταν από εισαγωγές υπερδιπλασιάστηκε (από 10%

[28] Πηγή: Pandit (1998).

σε 25%) εξαιτίας του έντονου τιμολογιακού ανταγωνισμού από παραγωγούς εκτός Ηνωμένου Βασιλείου. Επιπρόσθετα, το 1978 έληξε η πενταετής απαγόρευση εισαγωγών χάλυβα από χώρες μέλη της ΕΟΚ.

International Business Machines (IBM) UK[29]. Η κυριότερη αιτία παρακμής της εταιρίας εντοπίζεται στη μείωση της ζήτησης που ήταν αποτέλεσμα της εμφάνισης υποκατάστατων προϊόντων και αύξησης του ανταγωνισμού. Στην αγορά των προσωπικών υπολογιστών δημιουργήθηκε ένα νέο τμήμα που περιλάμβανε κατασκευαστές τμημάτων των υπολογιστών και όχι ολόκληρων μηχανημάτων (όπως η IBM). Το τμήμα αυτό ενισχύθηκε περαιτέρω μετατρέποντας την αγορά των προσωπικών υπολογιστών από πλήρως καθετοποιημένη σε μία αγορά μικρότερων εταιριών που εξειδικεύονταν στα επιμέρους τμήματα των υπολογιστών. Επιπρόσθετα, οι απαιτήσεις των καταναλωτών για εξελιγμένο λογισμικό άλλαξαν την επικέντρωση των εταιριών από την ανάπτυξη και παραγωγή περιφερειακών (hardware) στην ανάπτυξη λογισμικού (software). Οι τεχνολογικές εξελίξεις επέτρεψαν την παραγωγή μικρότερων (σε μέγεθος) και ταχύτερων επεξεργαστών ενώ η προγενέστερη συνεργασία της IBM με εταιρίες που παρήγαγαν επεξεργαστές (όπως η Intel) έδωσε την ευκαιρία σε αυτές τις εταιρίες να συνεργαστούν με ανταγωνιστές της IBM (όπως η Compaq) για την ανάπτυξη ανταγωνιστικών προϊόντων. Ο έντονος ανταγωνισμός επέφερε μοιραία την πτώση τιμών ενώ, η συγκέντρωση της αγοράς λειτουργικών συστημάτων εκ μέρους της Microsoft, μείωσε τη δυνατότητα της IBM να συνάψει πιο συμφέρουσες συνεργασίες με άλλους προμηθευτές λειτουργικού συστήματος. Ο ανταγωνισμός έναντι της IBM εντάθηκε περαιτέρω από την εμφάνιση νέων ανταγωνιστών όπως η DEC στο πεδίο των μικροϋπολογιστών και οι NEC, Fujitsu και Hitachi στο πεδίο των κεντρικών μονάδων ηλεκτρονικών υπολογιστών. Τέλος, η ζήτηση για τα προϊόντα της IBM δέχθηκε ένα επιπλέον πλήγμα από την κυκλική ύφεση στη ζήτηση που ήταν αποτέλεσμα της γενικής υστέρησης της οικονομικής ανάπτυξης στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Η κατάσταση ήταν ιδιαίτερα έντονη στον κλάδο των υπολογιστών καθώς η πτώση των εσόδων ήταν μεγαλύτερη από την αντίστοιχη πτώση σε άλλους κλάδους. Αυτό ήταν αποτέλεσμα της αναβολής, εκ μέρους των εταιριών-πελατών, των επενδυτικών σχεδίων στον τομέα των πληροφοριακών συστημάτων. Τέλος, η ύφεση στην ηπειρωτική Ευρώπη μείωσε τη

[29] Πηγή: Balgobin and Pandit (2001). Οι γενικές πληροφορίες για την εταιρία έχουν αναφερθεί στο τμήμα των μελετών περιπτώσεων της παραγράφου 4.3.2.1.

ζήτηση για εξαγωγές από τις οποίες η IBM αντλούσε περίπου το 50% των εσόδων της.

Chrysler Corporation[30]. Τα εξωτερικά προβλήματα που αντιμετώπισε η Chrysler εντοπίζονται στην υπερβάλλουσα κυβερνητική νομοθεσία, την ύφεση και την ενεργειακή κρίση. Παρά το γεγονός ότι ένα πλήθος αυστηρών αντιτράστ νόμων έπληξαν σοβαρά την εταιρία, η κρίση στο Ιράν ήταν αυτή που έφερε την Chrysler κοντά στην κατάρρευση. Μετά την αποχώρηση του Σάχη του Ιράν στις 16 Ιανουαρίου 1979, η τιμή του πετρελαίου στις ΗΠΑ διπλασιάστηκε. Το αποτέλεσμα ήταν να επεκταθεί η αγορά μικρών αυτοκινήτων από 43% σε 58%, γεγονός που αποδείχθηκε καταστροφικό για τις αυτοκινητοβιομηχανίες στις ΗΠΑ. Η μεταβολή αυτή έπληξε ιδιαίτερα την Chrysler καθώς ήταν ο ηγέτης στην παραγωγή αυτοκινούμενων, δηλαδή οχημάτων με πολύ υψηλή κατανάλωση καυσίμου. Επιπρόσθετα, μέχρι τον Ιούνιο του 1979, η εταιρία σταμάτησε ουσιαστικά την παραγωγή κινητήρων και σκελετών (σασί) για αυτά τα οχήματα. Μία ακόμη επιτυχημένη γραμμή παραγωγής της εταιρίας, αυτή των κλειστών ημιφορτηγών (βαν), δέχθηκε σοβαρό πλήγμα το 1979 και μειώθηκε κατά 43% μέσα σε ένα μόλις μήνα.

- *ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΈΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ*[31]

Ο ***Daggett (1918)*** εντοπίζει την κυριότερη εξωτερική αιτία παρακμής στις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες. Την περίοδο 1908-1916 έλαβαν χώρα δύο ισχυρά πλήγματα, το 1907 και το 1914, στην τραπεζική πίστη που σχετιζόταν με τη χρηματοδότηση των σιδηρόδρομων και τα πλήγματα αυτά ακολουθήθηκαν από πτώση των κερδών του κλάδου, συνολικά. Επιπρόσθετα, για την παρακμή ευθύνονταν η νομοθεσία και οι αρνητικές επιπτώσεις της, η ένταση του ανταγωνισμού και η κατάχρηση της χορήγησης κρατικών πιστώσεων εκ μέρους των πολιτικών κομμάτων που αναλάμβαναν κατά καιρούς την διακυβέρνηση των ΗΠΑ.

Οι ***Schendel et al. (1976)*** παρατηρούν ότι σημαντική συμβολή στην εταιρική παρακμή είχε η πτώση του όγκου των πωλήσεων, συνολικά, στον κλάδο. Η πτώση οφειλόταν, αφενός, στην προσωρινή και σχετική με τον κλάδο μείωση της ζήτησης εξαιτίας ειδικών περιπτώσεων, όπως η απώλεια συμβολαίων, αφετέρου στις γενικές

[30] Πηγή: Chowdhury (2002). Οι γενικές πληροφορίες για την εταιρία έχουν αναφερθεί στο τμήμα των μελετών περιπτώσεων της παραγράφου 4.3.2.1.
[31] Στην παράγραφο 4.3.2.1 έχουν αναφερθεί ήδη πληροφορίες για τη χρονική περίοδο, το δείγμα κ.ά. των εμπειρικών ερευνών της τρέχουσας υποπαραγράφου.

επιχειρηματικές υφέσεις (πχ το 1954, το 1956 και το 1960). Οι απεργίες διαδραμάτισαν, επίσης, ρόλο, αν και περιορισμένο, στην παρακμή των εταιριών. Μία από τις κυριότερες αιτίες παρακμής αφορούσε στον ανταγωνισμό και, ιδιαίτερα, στον ανταγωνισμό από το εξωτερικό. Αυτή η απειλή έλαβε δύο μορφές. Η πρώτη εντοπίστηκε σε παραγωγούς του ίδιου προϊόντος που κατείχαν κάποιο σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα όπως το κόστος ή η γεωγραφική εγγύτητα. Η δεύτερη μορφή ανταγωνισμού συνίστατο στην αντικατάσταση των υφιστάμενων προϊόντων από νέα.

Οι ***Thain and Goldthorpe (1989b)*** συμπεραίνουν ότι η κυριότερη αιτία παρακμής αφορά στη μείωση της ζήτησης. Η πτώση της ζήτησης λαμβάνει δύο μορφές, την παροδική και τη δομική. Η παροδική πτώση οφείλεται στους αναμενόμενους κύκλους της οικονομίας ενώ η δομική οφείλεται σε μόνιμες μεταβολές των δημογραφικών χαρακτηριστικών, του τρόπου ζωής, της τεχνολογίας κλπ. Ανάμεσα στις δύο μορφές, η δομική πτώση είναι αυτή που πλήττει περισσότερο τις εταιρίες. Μία ακόμη αιτία παρακμής είναι οι αρνητικές εξελίξεις στις τιμές των προϊόντων που δεν οφείλονται σε απόφαση των εταιριών. Οι εξελίξεις αυτές αφορούν είτε στην πτώση των τιμών εκροών είτε στην άνοδο των τιμών εισροών εξαιτίας μεταβολών στα επίπεδα των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η τρίτη αιτία παρακμής αφορά στην εμφάνιση ανταγωνιστικών απειλών που διακρίνονται σε δύο ομάδες βάσει της προέλευσής τους. Η πρώτη αφορά σε παραγωγούς του ίδιου προϊόντος και, ειδικότερα, σε παραγωγούς από το εξωτερικό με πλεονέκτημα κόστους. Η δεύτερη ομάδα αφορά σε υποκατάστατα αγαθά που παράγονται με ανταγωνιστική (υπό την έννοια της πιο σύγχρονης) τεχνολογία. Τέλος, στις εξωτερικές αιτίες εντάσσονται, ακόμη, ειδικότερα προβλήματα του κλάδου όπως η φορολογία, οι ειδικοί δασμοί, το μειονέκτημα κόστους λόγω γεωγραφικής θέσης και το απαγορευτικό κόστος ανάπτυξης νέας τεχνολογίας.

Οι ***Grinyer et al. (1990)*** διαπιστώνουν ότι οι δύο βασικότερες αιτίες της παρακμής αφορούν στις αρνητικές εξελίξεις στη συνολική ζήτηση της αγοράς και στον εντονότερο ανταγωνισμό. Επιπλέον, σημειώνεται ότι οι δύο αιτίες συσχετίζονται καθώς παρατηρείται ότι όταν υφίσταται ύφεση της αγοράς, ο ανταγωνισμός γίνεται εντονότερος. Μία πιθανή εξήγηση για το φαινόμενο αυτό είναι ότι, σε κατάσταση ύφεσης, οι εταιρίες καταβάλλουν μεγαλύτερη προσπάθεια για να παραμείνουν «στην αγορά».

Ο ***Gopal (1991)*** συμπεραίνει ότι οι εξωτερικές αιτίες, σε σειρά βαρύτητας, είναι: α) αναβολή ή ματαίωση μεγάλων ειδικών σχεδίων (projects), β) μείωση στην αγοραία ζήτηση, γ) αλλαγή στις κυβερνητικές ρυθμίσεις και νόμους, δ) αυξημένος ανταγωνισμός, ε) αύξηση του κόστους εισροών, στ) ανυπαρξία ή ανεπάρκεια πρώτων υλών και ζ) ανεπαρκής κρατική ασφάλιση σε περίπτωση απρόβλεπτων γεγονότων.

Οι ***Moncarz and Cron (1993)*** εντοπίζουν τη βασικότερη εξωτερική αιτία της παρακμής των ξενοδοχείων στα χαρακτηριστικά του κλάδου. Στα τέλη της δεκαετίας του 1970 υπήρξε έξαρση της ανοικοδόμησης τουριστικών καταλυμάτων ως αποτέλεσμα των φορολογικών κινήτρων που είχαν θεσπιστεί την εποχή εκείνη (μέχρι το 1986). Αυτό οδήγησε σε υπερπροσφορά υπηρεσιών διαμονής που δεν μπορούσε να καλυφθεί από τη σχετική ζήτηση. Επιπλέον, η ταχεία διάδοση των συμφωνιών δικαιόχρησης (franchising) κατά τη δεκαετία του 1960 δημιούργησε ένα κλάδο με πληθώρα ξενοδοχειακών αλυσίδων γεγονός που ενίσχυσε περαιτέρω την προσφορά στην επόμενη δεκαετία. Η υπερβάλλουσα προσφορά οδήγησε στην αδυναμία των περισσότερων ξενοδοχείων να λειτουργήσουν με υψηλό ποσοστό πληρότητας. Τα μειωμένα κέρδη, ακολούθως, κατέστησαν σχεδόν απαγορευτική οποιαδήποτε επένδυση σε ανακαίνιση των κτιριακών εγκαταστάσεων ενώ πολλά ξενοδοχεία που ήταν μέλη αλυσίδων αναγκάστηκαν να διακόψουν τη συνεργασία τους με αυτές καθώς δεν ικανοποιούσαν το κριτήριο των σύγχρονων κτιριακών εγκαταστάσεων.

4.3.3 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΑΙΤΙΕΣ-ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΟΛΟΓΙΑ ΥΠΕΡ ΤΗΣ ΘΕΩΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ ΩΣ ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΑΙΤΙΩΝ-ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ

Στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 4.3.1), υπάρχουν δύο απόψεις σχετικά με τα αίτια της εταιρικής παρακμής. Υπενθυμίζουμε ότι, σύμφωνα με την πρώτη άποψη, οι αιτίες παρακμής αποδίδονται στο εσωτερικό των εταιριών και, ειδικότερα, σε παράγοντες που βρίσκονται υπό τον έλεγχο των διοικητικών στελεχών (κατ' επέκταση σε αυτά καθαυτά τα διοικητικά στελέχη) ενώ, αντίθετα, η δεύτερη άποψη υποστηρίζει ότι η

εταιρική παρακμή είναι αποτέλεσμα εξωτερικών και, ως εκ τούτου, μη ελεγχόμενων από τα διοικητικά στελέχη παραγόντων. Είναι προφανές ότι οι δύο παραπάνω απόψεις βρίσκονται σε πλήρη διάσταση και κρίνεται σκόπιμο να εξετάσουμε τη δυνατότητα σύνθεσής τους για την παροχή μίας λιγότερο «ακραίας» τοποθέτησης αναφορικά με τις αιτίες παρακμής.

Σε θεωρητικό επίπεδο, η σύνθεση των δύο απόψεων για τα αίτια της εταιρικής παρακμής αιτιολογείται, αρχικά, από το «αφοριστικό» στοιχείο που φέρουν αμφότερες. Πιο συγκεκριμένα, όσο ακραία είναι η απόδοση της παρακμής εξολοκλήρου σε μη ελεγχόμενους παράγοντες, τόσο ακραία είναι η απόδοση της παρακμής αποκλειστικά και μόνο στις διοικήσεις των εταιριών. Ο O'Neill (1986) παρατηρεί ότι ο εντοπισμός των αιτιών της παρακμής αποκλειστικά και μόνο στα διοικητικά στελέχη καθιστά αυτά τα στελέχη εξιλαστήρια θύματα και αυξάνει την πιθανότητα της απόκρυψης των πραγματικών αιτιών. Κάθε εταιρία συνιστά οργανισμό με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που υπάρχει και εξελίσσεται εντός κάποιου περιβάλλοντος που μεταβάλλεται συνεχώς, τουλάχιστον σε μακροχρόνιο ορίζοντα[32]. Αυτό είναι κάτι αναπόφευκτο για οποιαδήποτε εταιρία. Κατά συνέπεια, για να επιβιώσει ένας οργανισμός, τα χαρακτηριστικά του πρέπει να συνδυάζονται κατάλληλα με το περιβάλλον (Sheppard and Chowdhury: 2005). Καθώς το περιβάλλον αλλάζει, κάποια χαρακτηριστικά που άλλοτε επέτρεπαν την επιβίωση ίσως να μην συμβάλλουν σε αυτήν πλέον και οι διοικήσεις των εταιριών πρέπει να προσαρμόζουν τα χαρακτηριστικά του οργανισμού ώστε αυτά να οδηγούν σε επιβίωση στα πλαίσια του εκάστοτε περιβάλλοντος[33]. Για να συμβεί, όμως, αυτό πρέπει να ικανοποιούνται δύο συνθήκες: α) να υπάρχει δυνατότητα πρόβλεψης (εκτίμησης) των περιβαλλοντικών παραγόντων και των επιπτώσεών τους στην εταιρία και β) να υπάρχουν οι κατάλληλοι πόροι για την αντιμετώπιση των περιβαλλοντικών παραγόντων και των μεταβολών τους. Εφόσον οι συνθήκες αυτές επηρεάζουν τον εντοπισμό των αιτιών και, κατ' επέκταση, την απόδοση ευθυνών για την εταιρική παρακμή κρίνεται σκόπιμο να εξεταστούν αναλυτικότερα.

Κάθε μεταβλητή του εξωτερικού περιβάλλοντος φέρει διαφορετικό βαθμό προβλεψιμότητας ως αποτέλεσμα των παραγόντων που διαμορφώνουν την τιμή της.

[32] Σε στενά βραχυχρόνιο ορίζοντα το εξωτερικό περιβάλλον μπορεί να θεωρηθεί δεδομένο εκτός, ίσως, από κάποιες εξαιρετικές περιπτώσεις (πχ πολεμικές συγκρούσεις).

[33] Ο συνδυασμός περιβάλλοντος και χαρακτηριστικών απαντάται, επίσης, σε πολλές πτυχές της καθημερινότητας των ανθρώπων. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η προσαρμογή της ένδυσης εξαιτίας είτε της θερμοκρασίας περιβάλλοντος είτε άλλων απαιτήσεων όπως μία επίσημη εκδήλωση, η άσκηση αθλητικής δραστηριότητας κ.ο.κ.

Για παράδειγμα, η ζήτηση για κάποιο προϊόν διαμορφώνεται από μία σειρά προσδιοριστικών παραγόντων όπως οι προτιμήσεις των καταναλωτών, το διαθέσιμο εισόδημά τους, το πλήθος των υποκατάστατων προϊόντων κλπ. Είναι εμφανές ότι κάποιοι από τους παραπάνω παράγοντες μπορούν να εκτιμηθούν με μεγαλύτερη ακρίβεια σε σύγκριση με άλλους, πχ το διαθέσιμο εισόδημα έναντι των προτιμήσεων. Υπάρχουν, επίσης, περιπτώσεις όπου η τιμή μίας μεταβλητής του εξωτερικού περιβάλλοντος είναι αποτέλεσμα στιγμιαίας απόφασης και όχι φυσική εξέλιξη της οικονομικής ή άλλης δραστηριότητας των ανθρώπων και, κατ' επέκταση των κοινωνιών. Μία τέτοια περίπτωση είναι η διαμόρφωση της φορολογικής πολιτικής του Κράτους που επηρεάζει άμεσα ένα πλήθος μεταβλητών του εξωτερικού περιβάλλοντος. Η αύξηση της φορολογίας μειώνει το διαθέσιμο εισόδημα των τελικών καταναλωτών με αποτέλεσμα τη μείωση της ζήτησης κάποιων καταναλωτικών προϊόντων ενώ η επιβολή δασμών σε εισαγόμενα προϊόντα θα μειώσει το περιθώριο κέρδους μίας εμπορικής εταιρίας με αντικείμενο δραστηριότητας την εισαγωγή και εμπορία προϊόντων. Υπάρχουν πολλά παραδείγματα που θα μπορούσαν να αναφερθούν σχετικά με την μεταβολή του εξωτερικού περιβάλλοντος κατόπιν αποφάσεων. Πόσο προβλέψιμες, όμως, είναι οι μεταβολές όπως η αύξηση της φορολογίας ή η επιβολή δασμών στα εισαγόμενα προϊόντα; Σαφέστατα λιγότερο προβλέψιμες σε σύγκριση με μεταβολές άλλων μεταβλητών του εξωτερικού περιβάλλοντος, όπως τα δημογραφικά χαρακτηριστικά μίας περιοχής. Γενικά, οι παράγοντες που συνιστούν αποτέλεσμα αποφάσεων (πολιτικών ή άλλου είδους) είναι σε μικρότερο βαθμό προβλέψιμοι σε σχέση με τους παράγοντες που διαμορφώνονται ως «φυσιολογική» συνέπεια της ανθρώπινης δραστηριότητας σε κοινωνικό, οικονομικό ή άλλο επίπεδο. Επιπρόσθετα, ο χρόνος μετάβασης από μία κατάσταση του περιβάλλοντος σε επόμενη συνδέεται αναλογικά με το βαθμό προβλεψιμότητας κάποιας μεταβλητής. Όσο μεγαλύτερος ή μικρότερος είναι αυτός ο χρόνος τόσο μεγαλύτερη ή μικρότερη είναι η δυνατότητα και η ακρίβεια εκτίμησης της νέας τιμής της μεταβλητής.

Ακόμη και αν οι μεταβολές του εξωτερικού περιβάλλοντος δεν είναι απότομες και μπορούν να εκτιμηθούν με ακρίβεια, τα περιθώρια δράσης των εταιριών δεν είναι απεριόριστα. Ας υποθέσουμε ότι μία εταιρία δραστηριοποιείται στην εμπορία ηλεκτρονικών παιχνιδιών και έχει εκτιμήσει ότι, σε κάποιες περιοχές, η αγορά για το προϊόν της θα συρρικνωθεί ως αποτέλεσμα της προβλεπόμενης γήρανσης του πληθυσμού. Κάποιες από τις στρατηγικές που θα μπορούσαν να θεωρηθούν

κατάλληλες για την επίλυση του προβλήματος της μειωμένης ζήτησης στο μέλλον είναι η επέκταση σε περιοχές όπου κατοικούν άτομα μικρότερης ηλικίας, η έναρξη εμπορίας προϊόντων που απευθύνονται σε μεγαλύτερες ηλικίες στην υφιστάμενη γεωγραφική περιοχή κ.ά. Το γεγονός ότι η εταιρία γνωρίζει την ή τις κατάλληλες λύσεις δε σημαίνει απαραίτητα ότι διαθέτει ή μπορεί να αντλήσει τους απαραίτητους πόρους για την εφαρμογή της στρατηγικής της. Σχετικά με το παραπάνω παράδειγμα, η γεωγραφική επέκταση ή η διαφοροποίηση στην υπάρχουσα αγορά θα απαιτήσει κεφάλαια που ενδεχομένως να μην μπορούν να αντληθούν για διάφορους λόγους όπως η αδυναμία χρηματοδότησης από τις τράπεζες ή τους μετόχους. Οι ικανότητες των εταιριών είναι, εκτός των άλλων, αποτέλεσμα της ιστορικής εξέλιξής τους και, συνεπώς, οι δυνατότητες ή τα περιθώρια δράσης της εκάστοτε διοίκησης εξαρτώνται σε κάποιο βαθμό από την ιστορία της εταιρίας ή, πιο συγκεκριμένα, από τις ικανότητες που «χτίστηκαν» από τις προγενέστερες διοικήσεις[34]. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η απόδοση των αιτιών παρακμής και, κατ' επέκταση, της ευθύνης για την παρακμή δε μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά στην υφιστάμενη διοίκηση. Συνεχίζοντας το παραπάνω παράδειγμα, η αδυναμία χρηματοδότησης από τις τράπεζες μπορεί να οφείλεται στην ήδη υψηλή δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας. Αν αυτή η κατάσταση είναι αποτέλεσμα των στρατηγικών που εφαρμόστηκαν από προγενέστερες διοικήσεις, η αδυναμία χρηματοδότησης δε μπορεί να αποδοθεί εξολοκλήρου στην υφιστάμενη διοίκηση.

Προκύπτει, λοιπόν, ότι, σε θεωρητικό επίπεδο, η απόδοση της παρακμής εξολοκλήρου σε εσωτερικές αιτίες και, υπό την υπόθεση ότι το εσωτερικό των εταιριών ελέγχεται πλήρως από τη διοίκηση, στα διοικητικά στελέχη των εταιριών στηρίζεται σε ιδιαίτερα περιοριστικές υποθέσεις (οι μεταβολές του περιβάλλοντος μπορούν να εκτιμηθούν επακριβώς και οι εταιρίες έχουν τους απαιτούμενους πόρους να ανταπεξέλθουν).

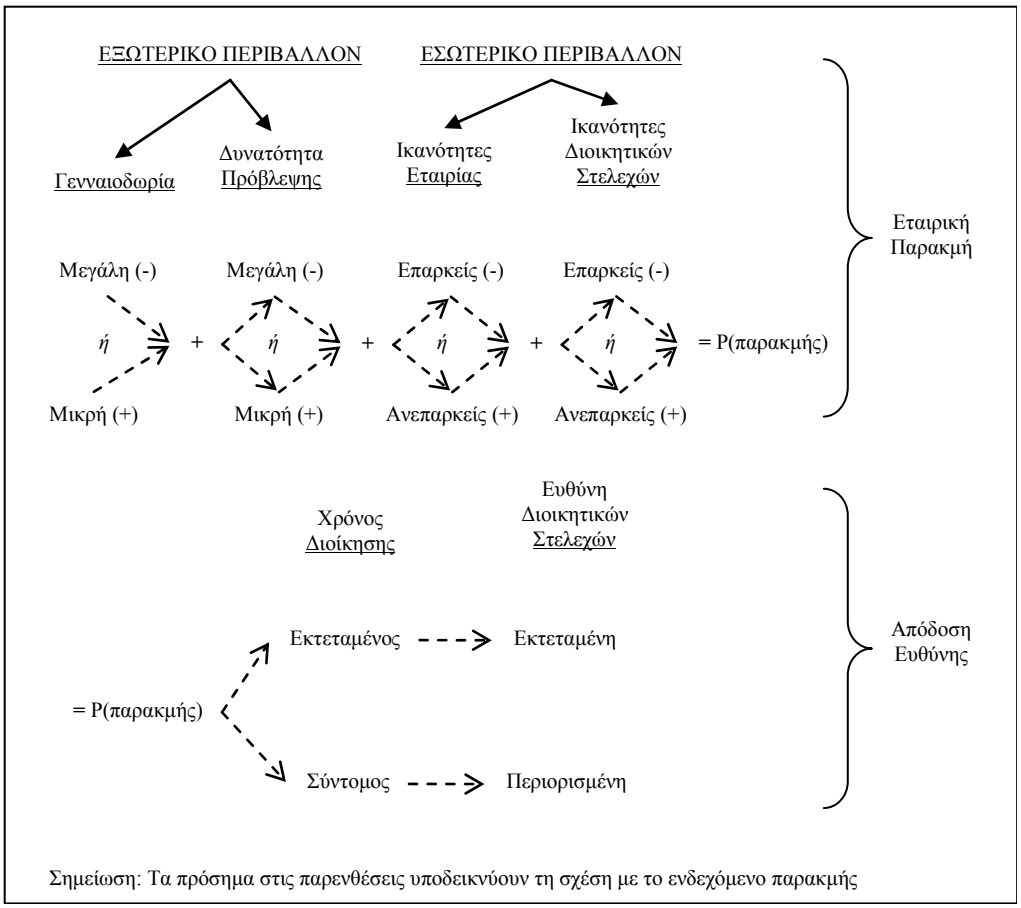
Σε επίπεδο εμπειρικής παρατήρησης, όλες οι έρευνες που παρουσιάστηκαν σε προηγούμενη θέση (βλ. ανάλογα τμήματα των παραγράφων 4.3.2.1 και 4.3.2.2) οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι αιτίες της εταιρικής παρακμής εντοπίζονται, ταυτόχρονα, στο εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον των εταιριών. Οι Schendel et al. (1976) αναφέρουν ότι «Συνήθως, απαιτείται ένας συνδυασμός γεγονότων και

[34] Το πόσο γρήγορα φτάνει ένας οδηγός στον προορισμό του δεν εξαρτάται μόνο από τις ικανότητές του αλλά και από το όχημα το οποίο οδηγεί. Όταν δύο εξίσου επιδέξιοι οδηγοί ανταγωνίζονται, ο οδηγός με το πιο σύγχρονο αυτοκίνητο έχει σαφώς μεγαλύτερη πιθανότητα νίκης.

ενεργειών για να προκληθεί πτώση της επίδοσης… Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι αιτίες εντοπίζονται στην αλληλεπίδραση των ανεπαρκών διοικητικών ενεργειών (ή την έλλειψή τους) σε συνδυασμό με ή ως απόκριση στις μη ευνοϊκές καταστάσεις του περιβάλλοντος». Επιπρόσθετα, ο Schober (2004) υποστηρίζει ότι «λαμβάνοντας υπόψη την πολυπλοκότητα των διαδικασιών στο εσωτερικό των εταιριών και την αλληλεπίδρασή τους με το περιβάλλον, μπορούμε να αποκλείσουμε με, σχεδόν, απόλυτη βεβαιότητα την περίπτωση η πτώση της εταιρικής επίδοσης να οφείλεται σε έναν μόνο παράγοντα. Αντιθέτως, η αλληλεπίδραση διάφορων αιτιωδών παραγόντων, μία αλυσίδα γεγονότων, ευθύνεται για την εταιρική παρακμή». Εφόσον η εταιρική παρακμή συνιστά το συνδυαστικό αποτέλεσμα διάφορων παραγόντων, κρίνεται σκόπιμο να θέσουμε σε μία σειρά αυτούς τους παράγοντες για να συνθέσουμε την «αλυσίδα» που προαναφέρθηκε. Η εκκίνηση πραγματοποιείται από τη γενναιοδωρία του εξωτερικού περιβάλλοντος προς τις εταιρίες. Μεγάλη γενναιοδωρία σημαίνει ότι το περιβάλλον ευνοεί την επιβίωση ενώ μικρή γενναιοδωρία αυξάνει την πιθανότητα της αποτυχίας. Για παράδειγμα, μία εταιρία λειτουργεί σε ένα «γενναιόδωρο» περιβάλλον όταν αντιμετωπίζει περιορισμένο ανταγωνισμό, χαμηλές τιμές παραγωγικών συντελεστών και υψηλές τιμές πώλησης των προϊόντων της ενώ τα αντίθετα συμβαίνουν σε ένα «φειδωλό» περιβάλλον. Ανεξαρτήτως χαρακτήρα, το εξωτερικό περιβάλλον φέρει ένα βαθμό προβλεψιμότητας. Υψηλός ή χαμηλός βαθμός προβλεψιμότητας σημαίνει, αντίστοιχα, μεγάλη ή μικρή δυνατότητα πρόβλεψης των μεταβολών του περιβάλλοντος και εκτίμησης των επιπτώσεών τους στην εταιρία. Για παράδειγμα, οι συνεχείς εναλλαγές στη διακυβέρνηση μίας χώρας μειώνουν τη δυνατότητα πρόβλεψης της κυβερνητικής φορολογικής, εισοδηματικής, αναπτυξιακής ή άλλης πολιτικής. Ακολούθως μεταφερόμαστε στο εσωτερικό των εταιριών που μπορεί να χαρακτηρίζεται από αυξημένες ή μειωμένες ικανότητες (πόρους). Με τον όρο «ικανότητες» εννοούμε τα στοιχεία εκείνα που έχει αναπτύξει κάθε εταιρία και συμβάλλουν στην επιβίωσή της ή, ιδανικά, στη βελτιστοποίηση της επίδοσής της. Για παράδειγμα, μία εταιρία με αυξημένες ικανότητες διαθέτει σύγχρονη τεχνολογία παραγωγής, αποτελεσματικό μάρκετινγκ, ισχυρό χρηματοοικονομικό έλεγχο κλπ. Από τις ικανότητες της εταιρίας εξαιρέθηκαν, όχι τυχαία, αυτές που αναφέρονται στη διοίκηση καθώς τα διοικητικά στελέχη, ως φορείς αποφάσεων, φέρουν την ευθύνη για την ανάπτυξη, διατήρηση ή διάβρωση των ικανοτήτων των εταιριών. Οι ικανότητες αναπτύσσονται στην πάροδο του χρόνου με τη συμβολή του συνόλου των διοικητικών στελεχών που βρίσκονται κατά καιρούς επικεφαλής των εταιριών. Κατά

συνέπεια, δε φέρουν όλες οι διοικήσεις την ίδια ευθύνη για το επίπεδο των εταιρικών ικανοτήτων. Στελέχη που διοικούν για μικρότερο χρονικό διάστημα φέρουν σαφώς μικρότερη ευθύνη σε σχέση με «μακροβιότερα» διοικητικά στελέχη. Άρα, αν κάποια εταιρία παρακμάζει εξαιτίας της έλλειψης των απαραίτητων ικανοτήτων για την αντιμετώπιση των απειλών του εξωτερικού περιβάλλοντός της, η ευθύνη θα αναζητηθεί στην υφιστάμενη διοίκηση αν ο χρόνος εκτέλεσης των καθηκόντων της κρίνεται ικανός για την ανάπτυξη ή διατήρηση αυτών των ικανοτήτων ή, πιο απλά, αν η υφιστάμενη διοίκηση είχε τα αντικειμενικά χρονικά περιθώρια να προετοιμάσει την «άμυνα» της εταιρίας. Πρέπει να σημειωθεί, επίσης, ότι στα πλαίσια ενός γενναιόδωρου περιβάλλοντος, η έλλειψη ικανοτήτων ενδεχομένως δε θα καταστεί εμφανής παρά μόνο σε ολιγάριθμες περιπτώσεις (σε αυτές τις περιπτώσεις οι αιτίες παρακμής εντοπίζονται στο εσωτερικό των εταιριών). Όταν, όμως, το περιβάλλον καταστεί φειδωλό, η επάρκεια ή έλλειψη ικανοτήτων θα γίνει εμφανής καθώς κάποιες εταιρίες θα μπορέσουν να επιβιώσουν ενώ άλλες θα παρακμάσουν. Η παραπάνω επιχειρηματολογία μπορεί να απεικονιστεί στο παρακάτω Σχήμα 4.3. Να σημειωθεί ότι το Σχήμα 4.3 δεν επιχειρεί να απεικονίσει μαθηματικές σχέσεις αλλά να παρουσιάσει με απλό τρόπο την ανάλυση που προηγήθηκε.

Σχήμα 4.3 Η παρακμή ως αποτέλεσμα του εξωτερικού και εσωτερικού περιβάλλοντος των εταιριών και η απόδοση ευθύνης στα διοικητικά στελέχη



Σημείωση: Τα πρόσημα στις παρενθέσεις υποδεικνύουν τη σχέση με το ενδεχόμενο παρακμής

Από το Σχήμα 4.3 προκύπτει ότι υπάρχουν 16 (= 2^4) διαφορετικοί συνδυασμοί γεγονότων-καταστάσεων στο εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον της εταιρίας που διαμορφώνουν το ενδεχόμενο παρακμής. Επίσης, υπάρχουν 2 περιπτώσεις ευθύνης της υφιστάμενης διοίκησης. Για να γίνει περαιτέρω κατανοητό το Σχήμα 4.3, θα περιγράψουμε ένα συνδυασμό γεγονότων που μπορεί να οδηγήσει την εταιρία στην παρακμή. Ξεκινώντας από τη γενναιοδωρία του εξωτερικού περιβάλλοντος, υποθέτουμε ότι είναι μικρή. Σύμφωνα με το Σχήμα 4.3, αυτό σημαίνει ότι το ενδεχόμενο εταιρικής παρακμής ενισχύεται (όπως δηλώνει το «+» στη σχετική παρένθεση). Υποθέτουμε περαιτέρω ότι ο βαθμός προβλεψιμότητας του εξωτερικού περιβάλλοντος είναι περιορισμένος, δηλαδή η αρνητική επιρροή των μεταβολών του δε μπορεί να εκτιμηθεί με ακρίβεια. Κάτι τέτοιο ενισχύει περαιτέρω το ενδεχόμενο εταιρικής παρακμής («+» στη σχετική παρένθεση). Έστω, ακόμη, ότι η εταιρία διαθέτει περιορισμένες ικανότητες με αποτέλεσμα την ενίσχυση του ενδεχόμενου παρακμής («+» στη σχετική παρένθεση). Αν υποθέσουμε ότι το ίδιο συμβαίνει με τα

διοικητικά στελέχη, το ενδεχόμενο παρακμής λαμβάνει τη μέγιστη τιμή του. Η διαδικασία που μόλις αναφέρθηκε συνιστά το χειρότερο σενάριο καθώς όλοι οι προσδιοριστικοί παράγοντες λαμβάνουν τιμές που ενισχύουν την εταιρική παρακμή. Όσον αφορά στην ευθύνη της διοίκησης, υποθέτοντας ότι υπάρχουν μακρόβια διοικητικά στελέχη, η ευθύνη βαραίνει την υφιστάμενη διοίκηση καθώς οι μειωμένες ικανότητες της εταιρίας οφείλονται σε αυτήν. Η ευθύνη της διοίκησης θα ήταν ακόμη μεγαλύτερη αν ο βαθμός προβλεψιμότητας του εξωτερικού περιβάλλοντος ήταν μεγάλος διότι αυτό θα σήμαινε ότι η διοίκηση είχε τη δυνατότητα να προβλέψει την επερχόμενη παρακμή αλλά δεν το έπραξε.

4.4 Εσωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση της σοβαρότητας της κατάστασης

4.4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ

«Η σοβαρότητα της κατάστασης ως παράγοντας του Πλαισίου της εταιρικής ανάκαμψης είναι ένα ζήτημα που έχει αγνοηθεί από το σχετικό πεδίο έρευνας και πρέπει να διερευνηθεί στο μέλλον» (Pandit: 2000). Η διαπίστωση αυτή αντικατοπτρίζει πλήρως την αντιμετώπιση που είχε το εν λόγω ζήτημα υπό την έννοια ότι, διαχρονικά, οι αναφορές στη σοβαρότητα της κατάστασης και τη σημασία της στην εταιρική ανάκαμψη μπορούν να χαρακτηριστούν σποραδικές. Τι εννοούμε, όμως, όταν αναφερόμαστε στη «σοβαρότητα της κατάστασης» ως συστατικό στοιχείο του Πλαισίου της εταιρικής ανάκαμψης; Σύμφωνα με τους Pearce II and Robbins (1993) και O'Neil et al. (2004), ο όρος χρησιμοποιείται για να αποδώσει την «αμεσότητα της απειλής προς την εταιρική επιβίωση». Πιο απλά, το μέγεθος της σοβαρότητας της κατάστασης ταυτίζεται με τον κίνδυνο ή, εναλλακτικά, την πιθανότητα «αφανισμού» της εταιρίας: πολύ σοβαρή κατάσταση σημαίνει μεγάλο κίνδυνο επιβίωσης (ή μεγάλη πιθανότητα αφανισμού) και αντίστροφα. Πρέπει να σημειωθεί ότι η πιθανότητα επιβίωσης της εταιρίας εξαρτάται, επίσης, από άλλους παράγοντες που προς το παρόν δε θα μας απασχολήσουν (θα γίνει σχετική αναφορά σε επόμενη θέση).

Ο πρώτος λόγος που καθιστά την ανάλυση της σοβαρότητας της κατάστασης καθοριστική για την εταιρική ανάκαμψη είναι η επιρροή που ασκεί στις δράσεις που θα αναληφθούν (Hambrick and Schecter: 1983). Η εξέταση της σοβαρότητας της κατάστασης, σε συνδυασμό με τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η εταιρία και τις αιτίες τους, καθορίζει τις ενέργειες που θα τεθούν σε εφαρμογή ώστε η εταιρία να μπορέσει να ανακάμψει, δηλαδή καθορίζει την καταλληλότητα των υποψήφιων ενεργειών (Moncarz and Kron: 1993, Pearce II and Robbins: 1993). Οι εταιρίες που βρίσκονται σε πιο σοβαρή κατάσταση έχουν ανάγκη ανάκτησης μεγάλου μέρους της χρηματοοικονομικής ισχύος τους και αναμένεται να υιοθετήσουν πιο δραστικά μέτρα (πχ ταυτόχρονη περιστολή κόστους και περιουσιακών στοιχείων) ενώ εκείνες που δεν αντιμετωπίζουν ισχυρή απειλή επιβίωσης αναμένεται να υιοθετήσουν λιγότερο δραστικά μέτρα, όπως η περιστολή κόστους (Pearce II and Robbins: 1993, O'Neil et al.: 2004). Αναλόγως της σοβαρότητας της κατάστασης, διαφέρει, επίσης, ο χρόνος που θα απαιτηθεί για την εφαρμογή και την ολοκλήρωση της εταιρικής ανάκαμψης, δηλαδή το χρονικό περιθώριο της εταιρίας για την εκπόνηση και εφαρμογή ενός σχεδίου ανάκαμψης. Όσο «χειρότερη» είναι η κατάσταση, τόσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος που απαιτείται για την ανάκαμψη και την επιστροφή της εταιρίας στα προ παρακμής επίπεδα επίδοσης (Winn: 1993). Ο Gopinath (1991) υποστηρίζει ότι η έγκαιρή αναγνώριση των προβλημάτων και της σοβαρότητας της κατάστασης αυξάνει σημαντικά την πιθανότητα επιτυχούς ανάκαμψης διότι, αν η διοίκηση της εταιρίας αναγνωρίσει γρήγορα τα προβλήματα, έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να διατηρηθεί στην εξουσία κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης και να εφαρμόσει ένα σχέδιο που θα εξυπηρετεί τους αντικειμενικούς στόχους της εταιρίας. Στην ιδανική περίπτωση, η δράση θα αναληφθεί το συντομότερο δυνατό, μόλις γίνει αντιληπτό ότι η κατάσταση είναι σοβαρή και θα θέσει σε κίνδυνο την εταιρία αν δεν αντιμετωπιστεί (Thain and Goldthorpe: 1989b).

Ο δεύτερος λόγος που καθιστά τη σοβαρότητα της κατάστασης σημαντική για την εταιρική ανάκαμψη αναφέρεται στα περιθώρια δράσης της διοίκησης της εταιρίας, δηλαδή στο τι μπορεί να γίνει. Τα περιθώρια αυτά ποικίλουν ανάλογα με το μέγεθος της παρακμής, δηλαδή με τη «φθορά» που έχει υποστεί η εταιρία. Αυτό οφείλεται κυρίως στη νομική δράση που αναλαμβάνουν κάποιοι συμμέτοχοι για να υπερασπίσουν τα συμφέροντά τους. Τα αποτελέσματα της νομικής δράσης δύνανται να σχετίζονται με μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία ή το σύνολο του ενεργητικού της εταιρίας. Το χαρακτηριστικότερο παράδειγμα αναφέρεται στη δικαστική

διαδικασία της εταιρικής πτώχευσης όπου ο έλεγχος επί των περιουσιακών στοιχείων ασκείται από φορείς εκτός της εταιρίας[35]. Σύμφωνα με τον Gopinath (1991), η ανάληψη νομικής δράσης μπορεί να προσφέρει στους συμμέτοχους το δικαίωμα να επηρεάσουν το περιεχόμενο ή να συν-διοικήσουν τη διαδικασία της εταιρικής ανάκαμψης ή ακόμα και να αποφασίσουν υπέρ της ρευστοποίησης αντί της εφαρμογής ενός σχεδίου ανάκαμψης. Η ανάμιξη των συμμέτοχων εξαρτάται, σε μεγάλο βαθμό, από την ταχύτητα δράσης της διοίκησης της παρακμάζουσας εταιρίας. Αν η διοίκηση αντιληφθεί εγκαίρως ότι τα προβλήματα δεν είναι προσωρινά αλλά προσομοιάζουν σε προβλήματα μόνιμης παρακμής και δράσει αναλόγως, η πιθανότητα εμπλοκής των συμμέτοχων περιορίζεται και αντίστροφα (Gopinath: 1991).

Ένας ακόμη λόγος που καθιστά τη μελέτη της σοβαρότητας της κατάστασης σημαντική αφορά στα κόστη που εμφανίζονται όταν μία εταιρία βρίσκεται σε παρακμή. Αυτά τα κόστη συνδέονται με το μέγεθος της φθοράς που έχει υποστεί κάποια εταιρία και η συνήθης πρακτική συστήνει το διαχωρισμό τους σε άμεσα και έμμεσα. Τα άμεσα κόστη εμφανίζονται, πλην ελάχιστων εξαιρέσεων, στην περίπτωση της επίσημης εταιρικής πτώχευσης ενώ τα έμμεσα κόστη επιβαρύνουν την εταιρική ανάκαμψη είτε εντός είτε εκτός δικαστηρίου. Η σχετική βιβλιογραφία περιέχει πλείστες αναφορές και εκτιμήσεις σχετικά με τα κόστη της εταιρικής παρακμής. Ωστόσο, τα κόστη αυτά διαφέρουν ανά περίπτωση και, πιο συγκεκριμένα, ανά θεσμικό πλαίσιο, μέγεθος εταιρίας κλπ. Η αναφορά ποσοτικών στοιχείων για το κόστος της εταιρικής ανάκαμψης βρίσκεται εκτός των ορίων του παρόντος. Αντίθετα, είναι σκόπιμο να αναφερθούμε σύντομα στην ποιοτική σύνθεση του κόστους της εταιρικής παρακμής και ανάκαμψης και, κυρίως, στη σύνδεσή του με τη σοβαρότητα της κατάστασης. Η αναφορά αυτή θα πραγματοποιηθεί στο τμήμα της θεωρητικής και εμπειρικής προσέγγισης του ζητήματος που ακολουθεί (παράγραφος 4.4.2).

Η μελέτη της σοβαρότητας της κατάστασης είναι, επίσης, σημαντική διότι η σοβαρότητα της κατάστασης επηρεάζει τόσο την ικανότητα της εταιρίας να ανακάμψει όσο και την απόφαση των συμμέτοχων για το μέλλον της εταιρίας. Τη στιγμή που διαπιστώνεται ότι μία εταιρία βρίσκεται σε παρακμή και υπάρχει ανάγκη για διορθωτικές ενέργειες, οι συμμέτοχοί της καλούνται να αποφασίσουν υπέρ της

[35] Υπάρχουν περιπτώσεις όπου τα διοικητικά στελέχη διατηρούν τον έλεγχο επί των περιουσιακών στοιχείων εντός της πτωχευτικής διαδικασίας. Στο εν λόγω ζήτημα θα επανέλθουμε στην παράγραφο 5.8.2.

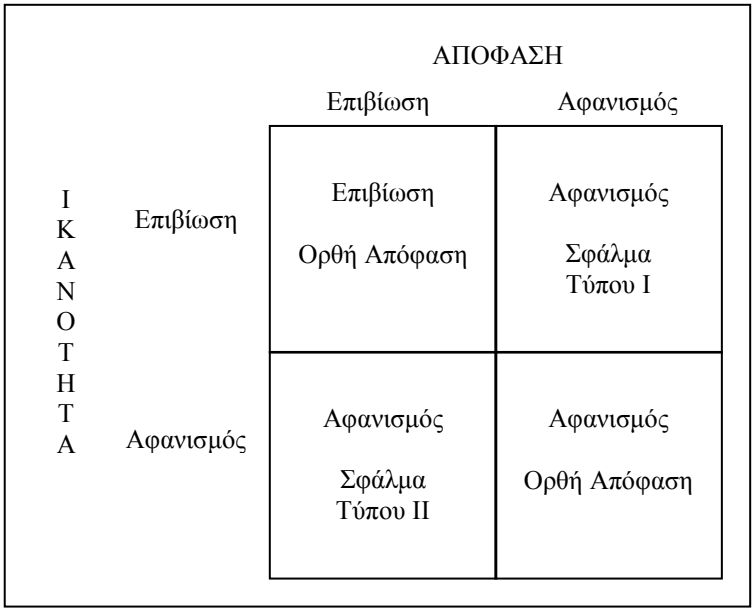
επιβίωσης, δηλαδή της εφαρμογής ενός σχεδίου ανάκαμψης, ή του αφανισμού της[36]. Προφανώς, υπάρχει το ενδεχόμενο ειλικρινούς ασυμφωνίας μεταξύ των συμμέτοχων εξαιτίας της υποκειμενικότητας που διέπει τις εκτιμήσεις τους σχετικά με την προοπτική της εταιρίας (Wruck: 1990)[37] και προσωπικών κινήτρων αλλά αυτό που ενδιαφέρει προς το παρόν είναι η τελική απόφαση, παρά τις πιθανές αντιρρήσεις κάποιων εκ των συμμέτοχων. Αν υποθέσουμε ότι η απόφαση που λαμβάνεται είναι υπέρ της επιβίωσης, τότε υπάρχουν δύο πιθανές καταλήξεις. Η πρώτη αναφέρεται στην επιβίωση και προκύπτει όταν η διαδικασία ανάκαμψης ολοκληρώνεται με επιτυχία ενώ η δεύτερη αναφέρεται στον αφανισμό και προκύπτει όταν η διαδικασία ανάκαμψης δεν ολοκληρώνεται με επιτυχία. Πρέπει να σημειώσουμε ότι η «επιβίωση» και ο «αφανισμός» συνιστούν έννοιες που δεν μπορούν να οριστούν επαρκώς και αντικειμενικά. Αυτό οφείλεται στο ότι οι ενέργειες που αποσκοπούν στην ανάκαμψη και θα εξεταστούν σε επόμενη θέση μπορεί να επιφέρουν σημαντικές αλλαγές στη μορφή μίας εταιρίας καθιστώντας αδύνατο να οριστεί με αντικειμενικό τρόπο αν η εταιρία επιβίωσε ή αφανίστηκε. Για παράδειγμα, η εξαγορά μίας εταιρίας επιτρέπει τη συνέχιση της παραγωγικής δραστηριότητάς της. Ωστόσο, κάποιος θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι εφόσον η εταιρία δε λειτουργεί πλέον ως αυτόνομος οργανισμός, δεν τίθεται θέμα επιβίωσης. Από την άλλη, το γεγονός ότι ένα παραγωγικό σχήμα της οικονομίας εξακολουθεί να υπάρχει ως είχε (ή περίπου ως είχε) είναι αρκετό για να ισχυριστούμε ότι η εταιρία επιβίωσε. Από «μακροοικονομικής» άποψης η συνέχιση της δραστηριότητας συνιστά επιβίωση αλλά μία προσέγγιση από τη σκοπιά της Οικονομικής των Επιχειρήσεων θα θεωρούσε αφανισμό την απώλεια της δυνατότητας λήψης αποφάσεων. Αυτό που ενδιαφέρει σε αυτό το σημείο είναι ότι η εταιρική παρακμή μπορεί, θεωρητικά, να καταλήξει είτε στην επιβίωση είτε στον αφανισμό (ανεξαρτήτως ορισμού της «επιβίωσης» και του «αφανισμού»). Επιπλέον, μπορούμε να υποθέσουμε ότι, τη στιγμή που διαπιστώνεται η ανάγκη για εφαρμογή διορθωτικών μέτρων, οι εταιρίες είναι ή όχι ικανές για ανάκαμψη. Για τις ανάγκες της παρούσας ανάλυσης δεχόμαστε ότι η ικανότητα αυτή

[36] Για τις μικρές επιχειρήσεις, ο «αφανισμός» μπορεί να επέλθει δικαστικά ή εθελουσίως. Στη δεύτερη περίπτωση ο ιδιοκτήτης αποσύρεται από την επιχείρηση είτε καλύπτοντας τις ζημίες και ικανοποιώντας τα χρέη είτε πουλώντας την επιχείρηση. Εθελούσιος αφανισμός μπορεί να υπάρξει, επίσης, από τον ιδιοκτήτη αλλά όχι εξαιτίας χρηματοοικονομικών προβλημάτων (Carrington and Aurelio: 1976).

[37] Ο Wruck (1990) αναφέρει ότι τη στιγμή που πρέπει να εκτιμηθεί η προοπτική της εταιρίας, κάποιοι συμμέτοχοι βασίζουν την εκτίμησή τους αποκλειστικά στην ιστορική πληροφόρηση που διαθέτουν σχετικά με την εταιρία. Όταν η ελλιπής πληροφόρηση αφορά σε κάποιους μόνο συμμέτοχους, οδηγεί σε ειλικρινή διαφωνία για την προοπτική της εταιρίας.

μπορεί, με κάποιον έστω υποθετικό τρόπο, να οριστεί αντικειμενικά και απόλυτα. Κατά συνέπεια στην ερώτηση «μπορεί η εταιρία να ανακάμψει» υπάρχουν δύο μόνο απαντήσεις: «ναι» ή «όχι». Πρέπει να τονιστεί ότι η αντικειμενική ικανότητα της εταιρίας να ανακάμψει δεν ταυτίζεται με την υποκειμενική ικανότητα ανάκαμψης που εκτιμάται από τους συμμέτοχους (βλ. προηγούμενη ανάλυση εντός της παραγράφου). Προφανώς, τη στιγμή που οι συμμέτοχοι εκτιμούν την ικανότητα ανάκαμψης, η πραγματική ικανότητα είναι άγνωστη και παραμένει άγνωστη μέχρι να ολοκληρωθεί η διαδικασία ανάκαμψης και να διαπιστωθεί, τελικώς, αν η εταιρία ήταν όντως ικανή να ανακάμψει. Συνεπώς, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας ανάκαμψης, κάποιες από τις εκτιμήσεις των συμμέτοχων θα αποδειχθούν (εκ των υστέρων) ορθές ενώ κάποιες άλλες όχι. Βεβαίως, αν ληφθεί απόφαση υπέρ του αφανισμού της εταιρίας, η πραγματική ικανότητα ανάκαμψης δε θα διαπιστωθεί ποτέ επειδή η εταιρία δε θα εισέλθει ποτέ σε διαδικασία ανάκαμψης. Πρέπει να σημειωθεί ότι, στην πραγματικότητα, η απάντηση στο ερώτημα για το αν μία εταιρία διαθέτει την ικανότητα να ανακάμψει περιλαμβάνει, εκτός του «ναι» ή του «όχι», τις υποθέσεις υπό τις οποίες δόθηκε η απάντηση, την πιθανότητα εσφαλμένης απάντησης, το ενδεχόμενο κόστος μίας λανθασμένης απάντησης κ.ά. Εφόσον, τη στιγμή που λαμβάνεται η απόφαση για το μέλλον μίας εταιρίας που παρακμάζει, υπάρχουν δύο πιθανές αποφάσεις (επιβίωση έναντι αφανισμού) και δύο τιμές για την ικανότητα ανάκαμψης (ικανή ή όχι) και, υποθέτοντας, ότι μία εταιρία που είναι ικανή ανάκαμψης θα ανακάμψει αν ληφθεί απόφαση υπέρ της επιβίωσής της και θα αφανιστεί σε κάθε άλλη περίπτωση, δηλαδή αν δεν είναι ικανή ανάκαμψης ή αν είναι ικανή ανάκαμψης και ληφθεί απόφαση υπέρ του αφανισμού της, η παραπάνω ανάλυση μπορεί να απεικονιστεί στο ακόλουθο Σχήμα 4.4:

Σχήμα 4.4 Συνδυασμοί απόφασης-ικανότητας και τελική έκβαση για την εταιρία που παρακμάζει



Το Σχήμα 4.4 δείχνει ότι η απόφαση για το μέλλον της εταιρίας που παρακμάζει μπορεί να οδηγήσει σε δύο σφάλματα ή, πιο συγκεκριμένα, δύο τύπους σφάλματος. Σύμφωνα με τους Smith and Graves (2005), ο πρώτος τύπος ορίζεται ως Τύπος Ι (άνω-δεξιά πλαίσιο στο Σχήμα 4.4) και αναφέρεται στην περίπτωση όπου μία εταιρία, ενώ είναι ικανή να ανακάμψει, θεωρείται ανίκανη να το πράξει με συνέπεια να λαμβάνεται απόφαση υπέρ του αφανισμού της. Αναλόγως, ο δεύτερος τύπος σφάλματος ορίζεται ως Τύπος ΙΙ (κάτω-αριστερά πλαίσιο στο Σχήμα 4.4) και αναφέρεται στην περίπτωση όπου μία εταιρία, ενώ είναι ανίκανη να ανακάμψει, θεωρείται ικανή να το πράξει με συνέπεια να λαμβάνεται απόφαση υπέρ της επιβίωσής της. Οι Smith and Graves (2005) παρατηρούν ότι ο αφανισμός κάποιων εταιριών οφείλεται στη λανθασμένη εκτίμηση ή σε ιδιοτελή κίνητρα των συμμέτοχων με σημαντική επιρροή στη δυνατότητα ανάκαμψης. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρουν ότι αν οι πιστωτές κρίνουν ότι η εταιρία δε διαθέτει ικανότητες ανάκαμψης, θα της στερήσουν την απαραίτητη για την ανάκαμψη χρηματοδότηση επειδή οι αποφάσεις για χρηματοδότηση βασίζονται σε τέτοιου είδους εκτιμήσεις (προβλέψεις) και η στέρηση της χρηματοδότησης θα περιορίσει περαιτέρω την ικανότητα της εταιρίας να ανακάμψει[38]. Αυτό καθιστά την σοβαρότητα της κατάστασης και την ορθή εκτίμησή της παράγοντες διαμόρφωσης όχι μόνον αυτής καθαυτής της ικανότητας των

[38] Οι Smith and Graves (2005) αποδίδουν σε αυτήν την κατάσταση τον χαρακτηριστικό τίτλο «αυτοεκπληρούμενη προφητεία» (self-fulfilling prophecy) επειδή οι πιστωτές οδηγούν σε πραγματοποίηση τη δική τους πρόβλεψη.

εταιριών να ανακάμψουν αλλά και της στάσης κάποιων συμμέτοχων η οποία ακολούθως επηρεάζει την απόφαση για το μέλλον της εταιρίας (στο ζήτημα της στάσης των συμμέτοχων θα επανέλθουμε σε επόμενη θέση). Κάθε τύπος σφάλματος συνοδεύεται από συγκεκριμένα κόστη για τις ομάδες συμμέτοχων τα οποία ισούνται με τα κόστη που δε θα είχαν εμφανιστεί αν δεν είχε διαπραχθεί ο εκάστοτε τύπος σφάλματος. Για παράδειγμα, το κόστος των σφαλμάτων Τύπου Ι συνίσταται σε νομικά κόστη και απώλειες για τους πιστωτές, επενδυτές, εργαζόμενους κλπ (Smith and Graves: 2005) διότι, αν είχε ληφθεί η ορθή απόφαση υπέρ της επιβίωσης, η εταιρία και οι παραπάνω ομάδες συμμέτοχων δε θα είχαν υποστεί το σύνολο των απωλειών που υπέστησαν εξαιτίας του αφανισμού της εταιρίας. Το κόστος των σφαλμάτων Τύπου ΙΙ συνίσταται, κυρίως, στα κόστη τα οποία σχετίζονται με τη διαδικασία της ανάκαμψης διότι αν είχε ληφθεί η ορθή απόφαση υπέρ του αφανισμού, η εταιρία δε θα είχε εισέλθει σε διαδικασία ανάκαμψης και, κατά συνέπεια, τα κόστη που σχετίζονται με τη διαδικασία ανάκαμψης δε θα είχαν επιβαρύνει την εταιρία ή τους συμμέτοχούς της. Τα κόστη της διαδικασίας ανάκαμψης είναι άμεσα, πχ η αμοιβή εξωτερικών συμβούλων για την εκπόνηση και εφαρμογή ενός σχεδίου ανάκαμψης, ή έμμεσα, πχ τα κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου των πιστωτών που «δεσμεύεται» σε μια εταιρία που βρίσκεται σε διαδικασία ανάκαμψης. Ολοκληρώνοντας, είναι αναγκαίο να επισημανθεί ότι το ακριβές μέγεθος του κόστους κάθε τύπου σφάλματος μπορεί να υπολογιστεί μόνο μετά την εμφάνιση του εκάστοτε τύπου σφάλματος. Ωστόσο, σε πραγματικές συνθήκες το μέγεθος αυτό (πρέπει να) εκτιμάται και (πρέπει να) λαμβάνεται υπόψη κατά τη λήψη απόφασης για το μέλλον της εταιρίας. Η αύξηση της πιθανότητας ή/ και του κόστους των σφαλμάτων Τύπου Ι (ή Τύπου ΙΙ) πρέπει να μας καθιστά επιφυλακτικότερους αναφορικά με τις αποφάσεις υπέρ του αφανισμού (ή της επιβίωσης). Ανεξαρτήτως αριθμητικών μεγεθών και στοιχείων, αυτό που επιχειρείται να τονιστεί είναι η επιρροή της σοβαρότητας της κατάστασης στην ικανότητα ανάκαμψης της εταιρίας και ότι, σε κάποιες περιπτώσεις, η απόφαση για το μέλλον της εταιρίας, σε συνδυασμό με τη σοβαρότητα της κατάστασης, μπορεί να είναι λανθασμένη προκαλώντας κόστη προς τους συμμέτοχους της εταιρίας.

4.4.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

4.4.2.1 Θεωρητικά ζητήματα: οι διαβαθμίσεις της σοβαρότητας της κατάστασης

Το Κεφάλαιο 2 παρείχε την ανάλυση των ποιοτικών και ποσοτικών ορισμών που έχουν προταθεί διαχρονικά για την εταιρική ανάκαμψη και τη διατύπωση ενός ποιοτικού και, αντίστοιχα, ενός ποσοτικού ορισμό του φαινόμενου. Είναι σκόπιμο να υπενθυμίσουμε ότι ο ποιοτικός ορισμός περιλαμβάνει, εκτός των άλλων, την εμφάνιση απειλής για την επιβίωση της εταιρίας και την αντιμετώπιση αυτής της απειλής σε πρώιμο στάδιο. Επίσης, στην προηγούμενη παράγραφο αναφέρθηκε ότι η σοβαρότητα της κατάστασης αναφέρεται στον κίνδυνο επιβίωσης της εταιρίας. Ο κίνδυνος επιβίωσης μπορεί να κυμανθεί σε διάφορα επίπεδα ή, με άλλα λόγια, η πιθανότητα αφανισμού μίας εταιρίας μπορεί να λάβει διάφορες τιμές από το μηδέν μέχρι τη μονάδα ή το 100%. Κατά συνέπεια, είναι πιθανό δύο εταιρίες να κινδυνεύουν με αφανισμό αλλά η μία εκ των δύο να κινδυνεύει περισσότερο. Βάσει του ποσοτικού ορισμού ανάκαμψης που προτάθηκε στο Κεφάλαιο 2, μία εταιρία κινδυνεύει όταν, μετά από δύο έτη 2 έτη πτωτικής επίδοσης, οι μόνιμες ζημίες της, σε απόλυτη τιμή, υπερβαίνουν τη συνολική αξία των αποσβέσεών της, δηλαδή όταν ισχύει: |Μόνιμες Ζημίες| - Αποσβέσεις > 0. Έστω, λοιπόν, ότι η ανισότητα αυτή ισχύει για δύο υποθετικές εταιρίες, τις Α και Β. Έστω, επίσης, ότι για την Α οι μόνιμες ζημίες σε απόλυτη τιμή ισούνται με 0,15ΠΑ και οι αποσβέσεις της με 0,1ΠΑ, όπου ΠΑ οι πωλήσεις της Α. Αυτό σημαίνει ότι οι μόνιμες ζημίες της Α (σε απόλυτη τιμή) είναι κατά 50% μεγαλύτερες των αποσβέσεών της[39]. Έστω, επίσης, ότι τα αντίστοιχα μεγέθη για την Β ισούνται με 0,4ΠΒ και 0,2ΠΒ, όπου ΠΒ οι πωλήσεις της Β[40]. Άρα, οι μόνιμες ζημίες της Β (σε απόλυτη τιμή) είναι κατά 100% μεγαλύτερες των αποσβέσεών της[41]. Προκύπτει, λοιπόν, ότι, σύμφωνα με το κριτήριο που λαμβάνεται υπόψη, η Β βρίσκεται σε δυσχερέστερη θέση από την Α ή, εναλλακτικά, ότι η Β κινδυνεύει περισσότερο από την Α. Στη σχετική βιβλιογραφία, η κατάσταση αυτή αποδίδεται, σε θεωρητικό επίπεδο, με διάφορους τύπους παρακμής ανάλογα με

[39] Επειδή (0,15ΠΑ – 0,1ΠΑ)/ 0,1ΠΑ = 0,05ΠΑ/ 0,1ΠΑ = 0,5 ή 50%.

[40] Η έκφραση των μόνιμων ζημιών και αποσβέσεων ως ποσοστό επί των πωλήσεων εξυπηρετεί το σκοπό σύγκρισης κοινών μεγεθών. Οποιοδήποτε άλλο μέγεθος, εκτός των πωλήσεων, με θετική τιμή θα εξυπηρετούσε εξίσου το σκοπό αυτό. Οι πωλήσεις επιλέχθηκαν «χάριν παράδοσης» που υποδεικνύει την έκφραση των λογαριασμών των αποτελεσμάτων χρήσης ως ποσοστό επί των πωλήσεων.

[41] Επειδή (0,4ΠΒ – 0,2ΠΒ)/ 0,2ΠΒ = 0,2ΠΒ/ 0,2ΠΒ = 1 ή 100%

τη «φθορά» που έχει υποστεί η επίδοση της εταιρίας, δηλαδή ανάλογα με τη σοβαρότητα της κατάστασης που αντιμετωπίζει. Οι τύποι αυτοί, δηλαδή οι διαβαθμίσεις της σοβαρότητας της κατάστασης, περιγράφονται αμέσως παρακάτω.

Ο Dewing (1919b), στην περίπτωση των σιδηροδρομικών εταιριών των ΗΠΑ, ορίζει 3 τάξεις (τύπους) παρακμής (ή, όπως αναφέρει, αποτυχίας) ανάλογα με τα χαρακτηριστικά τους. Ο πρώτος τύπος αναφέρεται στις πρωτεύουσες αποτυχίες που είναι αποτέλεσμα σοβαρών και θεμελιωδών χρηματοοικονομικών δυσκολιών μεγάλης χρονικής διάρκειας που εξακολουθούν να υφίστανται παρά την υιοθέτηση διορθωτικών μέτρων και έχουν ως αποτέλεσμα τη χαμηλή κερδοφορία σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση. Η δεύτερη τάξη αποτυχίας φέρει τα χαρακτηριστικά της πρώτης με τη διαφορά ότι τα αίτια δεν εντοπίζονται σε θεμελιώδη στοιχεία αλλά σε μεμονωμένα γεγονότα όπως οι απεργίες ή η αδυναμία ανταπόκρισης σε κάποιες ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η τρίτη τάξη αφορά σε ασήμαντες αποτυχίες σιδηρόδρομων τοπικού, κυρίως, επιπέδου που οφείλονται, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε εκ των προτέρων ακατάλληλο σχεδιασμό και δεν αιτιολογούνται χρηματοοικονομικά.

Ο κίνδυνος επιβίωσης, σύμφωνα με τον Muller (1985), έχει 4 διαβαθμίσεις ανάλογα με το είδος των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η εταιρία. Έτσι, ο κίνδυνος είναι σχετικά χαμηλός όταν τα προβλήματα εντοπίζονται στο πεδίο της στρατηγικής και αφορούν, για παράδειγμα, στα κανάλια διανομής ή την τεχνολογία που κατέχει και χρησιμοποιεί η εταιρία. Ο κίνδυνος αυξάνεται όταν τα στρατηγικά προβλήματα επηρεάσουν λειτουργικές περιοχές της εταιρίας και χρηματοοικονομικά μεγέθη όπως οι πωλήσεις και τα κέρδη. Αν δεν αντιμετωπιστούν τα λειτουργικά προβλήματα, είναι πολύ πιθανό να μετατραπούν σε χρηματοοικονομικά απειλώντας τη φερεγγυότητα της εταιρίας. Όταν η απειλή προς την φερεγγυότητα μετουσιωθεί σε γεγονός και η εταιρία καταστεί αναξιόχρεη, ο κίνδυνος για την επιβίωσή της αυξάνεται σημαντικά διότι αυξάνεται σημαντικά η πιθανότητα ανάληψης νομικής δράσης από τους συμμέτοχους για την υπεράσπιση των συμφερόντων τους. Η προσέγγιση του Muller (1985) συστήνει το σαφή διαχωρισμό των εταιριών που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικά προβλήματα από εκείνες που έχουν καταστεί αφερέγγυες. Πιο απλά, η χρηματοοικονομική δυσπραγία δεν ταυτίζεται με την αφερεγγυότητα. Ατυχώς, οι δύο όροι συχνά συγχέονται, όχι ανεξήγητα, αφού υπάρχουν ασάφειες όχι μόνο επί των διαφορών ανάμεσα σε μία χρηματοοικονομικά δυσπραγούσα και μία αφερέγγυα εταιρία αλλά και επί του ορισμού της κάθε κατάστασης ξεχωριστά. Ο

Wruck (1990) αναφέρει ότι η εταιρία θεωρείται αφερέγγυα όταν είναι αναξιόχρεη σε βάση αποθέματος (on a stock basis). Πιο συγκεκριμένα, αναξιόχρεες θεωρούνται οι εταιρίες για τις οποίες ισχύει ότι η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι μικρότερη από την αξία των υποχρεώσεων τους σε δεδομένη χρονική στιγμή. Όταν αυτή η κατάσταση επεκτείνεται σε πολλές χρονικές στιγμές, προκύπτει αφερεγγυότητα σε βάση ροής (on a flow basis). Η κατάσταση αυτή αποδίδεται ως χρηματοοικονομική δυσπραγία από τον προαναφερθέντα συγγραφέα. Κατά συνέπεια, η επιβίωση απειλείται λιγότερο όταν η εταιρία είναι μεν αφερέγγυα σε βάση αποθέματος αλλά φερέγγυα σε βάση ροής καθώς αυτό μαρτυρά προοπτικές επιβίωσης. Ο Purnanandam (2007) εκφράζει εντελώς αντίθετη άποψη για το τι εστί χρηματοοικονομική δυσπραγία και αφερεγγυότητα. Πιο συγκεκριμένα, ορίζει ότι η χρηματοοικονομική δυσπραγία είναι η κατάσταση εκείνη κατά την οποία η εταιρία παρουσιάζει χαμηλή ταμειακή ροή χωρίς, όμως, να έχει καταστεί ακόμα αναξιόχρεη. Βάσει αυτού του ορισμού, η χρηματοοικονομική δυσπραγία προηγείται της αφερεγγυότητας. Για να θέσουμε τις δύο καταστάσεις σε χρονική σειρά πρέπει να λάβουμε υπόψη την προοπτική επιβίωσης της εταιρίας και, εφόσον εξετάζονται χρηματοοικονομικά προβλήματα, την ικανότητά της να αντλήσει χρηματοοικονομικούς πόρους για τη συνέχιση της λειτουργίας της. Αυτό μπορεί να γίνει είτε από την εταιρία αυτή καθαυτή, πχ μέσω κερδοφορίας από οποιαδήποτε δραστηριότητά της, ή από τους μετόχους της με οποιονδήποτε τρόπο ή από τους πιστωτές της. Αν καμία από τις 3 επιλογές δε μπορεί να ευδοκιμήσει, τότε η εταιρία καθίσταται αναξιόχρεη, δηλαδή αφερέγγυα. Συνεπώς, οποιοσδήποτε συμμέτοχος αποκτά το δικαίωμα να αναλάβει νομική δράση για την υπεράσπιση των συμφερόντων του. Να σημειωθεί ότι η παροχή χρηματοδότησης συνδέεται περισσότερο με τις προοπτικές της εταιρίας, δηλαδή με την ικανότητά της να ικανοποιήσει μελλοντικά τις πηγές χρηματοδότησης, παρά με την τρέχουσα χρηματοοικονομική κατάστασή της. Μία ειδική περίπτωση προοπτικών αφορά στις εταιρίες που γνωρίζουν εκ των προτέρων, σε ικανοποιητικό βαθμό, το ύψος των μελλοντικών πωλήσεών τους και, κατ' επέκταση, των κερδών τους. Αυτό συμβαίνει όταν οι πωλήσεις πραγματοποιούνται βάσει συμβολαίων, όπως στην περίπτωση των κατασκευαστικών εταιριών και των ναυπηγείων. Αν υποθέσουμε ότι ο όρος «δυσπραγία» δεν περιέχει το στοιχείο της οριστικότητας ή, πιο απλά, ότι η δύσκολη κατάσταση είναι, τουλάχιστον θεωρητικά, αντιστρέψιμη, τότε συνεπάγεται ότι η χρηματοοικονομική δυσπραγία προηγείται της αφερεγγυότητας ή, εναλλακτικά, η

αφερεγγυότητα συνιστά το τελευταίο στάδιο της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Επιπλέον, το γεγονός ότι τα σχετικά με τη Χρηματοοικονομική Διοίκηση (και συναφή αντικείμενα) συγγράμματα αναφέρουν ως κόστος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας την ακριβότερη χρηματοδότηση, δείχνει ότι η εταιρία που βρίσκεται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία δύναται να χρηματοδοτηθεί, ακόμα κι αν αυτό σημαίνει καταβολή υψηλότερου επιτοκίου. Αυτό σημαίνει ότι μία χρηματοοικονομικά δυσπραγούσα εταιρία δεν είναι απαραίτητα αφερέγγυα. Οι παραπάνω αναφορές δείχνουν ότι η σοβαρότητα της κατάστασης, άρα και ο κίνδυνος επιβίωσης, κυμαίνεται σε διάφορα επίπεδα τα οποία επηρεάζουν σε διαφορετικό βαθμό την απρόσκοπτη λειτουργία της εταιρίας.

Ολοκληρώνοντας την αναφορά στις διαβαθμίσεις της σοβαρότητας της κατάστασης, πρέπει να τονίσουμε ότι είναι πολύ δύσκολο να αποφασίσουμε πότε μία εταιρία μεταβαίνει από τη μία διαβάθμιση σε άλλη διότι είναι δύσκολο να ξεχωρίσουμε την προσωρινή παρακμή που οποιαδήποτε εταιρία θα αντιμετωπίσει κάποια στιγμή από την παρακμή που είναι μόνιμη και έχει καταστροφικές συνέπειες (Schendel et al.: 1976). Το ζήτημα αυτό είναι υποκειμενικό και έγκειται στην κρίση του εκάστοτε ερευνητή, με εξαίρεση την περίπτωση διαπίστωσης αφερεγγυότητας όπου ο βαθμός υποκειμενικότητας μειώνεται αισθητά επειδή η αδυναμία χρηματοδότησης είναι ένα αντικειμενικό γεγονός. Στην περίπτωση, όμως, της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, πρέπει να παρέχεται σαφής ορισμός. Η μειωμένη ταμειακή ροή, που αναφέρθηκε προγενέστερα, επιδέχεται διαφορετικών ποσοτικών ερμηνειών κάθε μία εκ των οποίων συνδέεται με διαφορετική διαβάθμιση σοβαρότητας της κατάστασης και, συνεπακόλουθα, διαφορετικό κίνδυνο επιβίωσης. Μία πιθανή λύση στα προβλήματα ερμηνείας θα ήταν η θεώρηση του αντίκτυπου της σοβαρότητας της κατάστασης στη λειτουργία της εταιρίας. Πιο αναλυτικά, εφόσον η σοβαρότητα της κατάστασης έχει αντίκτυπο σε μία σειρά από αριθμητικά μεγέθη της εταιρίας, θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε τη «βελτίωση» ή «χειροτέρευση» αυτών των μεγεθών ως ικανή συνθήκη για να τεκμηριώσουμε τη μετάβαση από μία διαβάθμιση σε άλλη. Για παράδειγμα, αν το κόστος χρηματοδότησης για μία εταιρία αυξηθεί περισσότερο σε σχέση με το αντίστοιχο κόστος για το σύνολο των εταιριών θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι η κατάσταση έχει γίνει πιο σοβαρή για τη συγκεκριμένη εταιρία απ' ό,τι για τις υπόλοιπες ή, εναλλακτικά, ότι ο κίνδυνος επιβίωσης έχει αυξηθεί περισσότερο για τη συγκεκριμένη εταιρία απ' ό,τι για τις υπόλοιπες. Υπονοείται, δηλαδή, ότι ένα μέρος της αύξησης του κόστους

χρηματοδότησης αποδίδεται στη χειροτέρευση της κατάστασης της μεμονωμένης εταιρίας και όχι στους παράγοντες που ευθύνονται για την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης του συνόλου των εταιριών.

4.4.2.2 Θεωρητικά ζητήματα: η διάγνωση της σοβαρότητας της κατάστασης

Η σοβαρότητα της κατάστασης, όπως αναφέρθηκε ήδη, επηρεάζει την επιλογή διορθωτικών ενεργειών και καθορίζει τα χρονικά περιθώρια δράσης της διοίκησης. Δεδομένης της κατάστασης (και λαμβάνοντας υπόψη τα προβλήματα και τις αιτίες που τα προκάλεσαν), η διοίκηση καλείται να απαντήσει στα ερωτήματα «τι πρέπει να πράξουμε», «τι μπορούμε να πράξουμε» και «μέχρι πότε πρέπει να το πράξουμε». Κατά συνέπεια, η ανάλυση της σοβαρότητας της κατάστασης στοχεύει στον εντοπισμό των διαθέσιμων επιλογών, την αξιολόγηση των δυνατοτήτων και την εκτίμηση του διαθέσιμου χρόνου που απομένει μέχρι η διοίκηση να χάσει το δικαίωμα να αποφασίζει για το μέλλον της εταιρίας. Το δικαίωμα αυτό χάνεται όταν υπάρξει εμπλοκή της Πολιτείας μέσω, κυρίως, της πτωχευτικής διαδικασίας η οποία μπορεί να οδηγήσει είτε στον αφανισμό της εταιρίας είτε στην επιβίωσή της. Κατά τους Carrington and Aurelio (1976), το πρώτο βήμα για την εξακρίβωση της λειτουργικής ευρωστίας της εταιρίας είναι η εξακρίβωση της χρηματοοικονομικής κατάστασής της και η απάντηση στα εξής ερωτήματα: α) πόσο πιθανό είναι η εταιρία να πτωχεύσει αν δεν πραγματοποιηθεί οποιαδήποτε αλλαγή, β) πόσος χρόνος είναι διαθέσιμος μέχρι την πτώχευση, γ) ποιο είναι το μέγεθος των αλλαγών που απαιτούνται για την αποφυγή της πτώχευσης και δ) ποιοι χρηματοοικονομικοί πόροι μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποφυγή της πτώχευσης. Κάποιοι εκ των τρόπων που έχουν προταθεί κατά καιρούς για την απάντηση στα παραπάνω ερωτήματα περιγράφονται αμέσως παρακάτω.

Η πιο δημοφιλής, ίσως, μέθοδος για την εξακρίβωση της σοβαρότητας της κατάστασης στηρίζεται στην εξέταση του νεκρού σημείου[42] (ν/σ) της εταιρίας και, πιο συγκεκριμένα, της εγγύτητας σε αυτό. Οι Hambrick and Schecter (1983)

[42] Το νεκρό σημείο αναφέρεται στον όγκο ή την αξία των πωλήσεων που απαιτούνται για την κάλυψη των σταθερών εξόδων. Όταν εκφράζεται ως όγκος πωλήσεων υπολογίζεται με τον τύπο Π* = ΣΕ/ (Τ-ΜΚ) ενώ όταν εκφράζεται ως αξία πωλήσεων υπολογίζεται από τον τύπο Π* = ΣΕ/ [1-(ΜΚ/Τ)], όπου Π* οι πωλήσεις του νεκρού σημείου σε όγκο ή αξία, ΣΕ τα σταθερά έξοδα, Τ η ανά μονάδα τιμή πώλησης, ΜΚ το ανά μονάδα μεταβλητό κόστος και Τ-ΜΚ = το ανά μονάδα περιθώριο συνεισφοράς στην κάλυψη των σταθερών εξόδων. Βλ. ενδεικτικά: Neil Seitz and Mitch Ellison (1999) *Capital Budgeting and Long-Term Financing Decisions*, Third Edition, Harcourt Brace College Publishers, σελίδα 366.

διακρίνουν τρεις περιπτώσεις[43]. Η πρώτη αναφέρεται σε εταιρίες που βρίσκονται «πολύ κάτω» του ν/σ. Αυτό σημαίνει ότι το μέγεθος της εταιρίας είναι τόσο μεγάλο που δημιουργεί υψηλά σταθερά έξοδα τα οποία δε μπορούν να καλυφθούν δεδομένου του περιθωρίου συνεισφοράς. Η δεύτερη περίπτωση αφορά σε εταιρίες που βρίσκονται «μέτρια κάτω» του ν/σ. Τέτοιες εταιρίες δε δημιουργούν τον απαραίτητο όγκο πωλήσεων ώστε να καλύψουν τα σταθερά έξοδά τους. Ωστόσο, υπάρχει το ενδεχόμενο πλεονάζουσας δυναμικότητας, όχι όμως σε τόσο μεγάλο βαθμό όπως στην πρώτη περίπτωση. Η τρίτη περίπτωση αφορά σε εταιρίες που βρίσκονται «λίγο κάτω» από το ν/σ. Το πιο πιθανό για αυτές τις εταιρίες είναι να υπάρχουν κάποια σταθερά έξοδα που δε θα έπρεπε να υπάρχουν («περιττά»). Επίσης, το μέγεθος των περιουσιακών στοιχείων και των πωλήσεων είναι ικανοποιητικό. Η μέθοδος που βασίζεται στο ν/σ παρουσιάζει τρία μειονεκτήματα. Το πρώτο από αυτά έγκειται στο ότι δεν υπάρχουν τιμές πρότυπα ή κρίσιμες τιμές που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την κατάταξη των εταιριών σε μία από τις 3 περιπτώσεις. Δεν καθορίζεται, δηλαδή, η τιμή της «απόστασης» της εταιρίας από το ν/σ που θα καταστήσει την εταιρία ευρισκόμενη «πολύ κάτω», «μέτρια κάτω» ή «λίγο κάτω» από το ν/σ. Αυτό έχει ως συνέπεια την υποκειμενική ταξινόμηση των εταιριών κατά την κρίση του εκάστοτε ενδιαφερόμενου. Ένα ακόμη μειονέκτημα συνίσταται στην προσκόλληση της μεθόδου σε μεγέθη που καθορίζουν την κερδοφορία: τιμή ανά μονάδα, μεταβλητό κόστος ανά μονάδα, σταθερά έξοδα και πωλούμενη ποσότητα. Έτσι, δε λαμβάνονται υπόψη άλλες χρηματοοικονομικές πτυχές, όπως η ρευστότητα και η δανειακή επιβάρυνση, που θα μπορούσαν να διαμορφώσουν μία σαφέστερη εικόνα για τη σοβαρότητα της κατάστασης. Το τρίτο μειονέκτημα της μεθόδου αφορά στο ότι η εξέταση του παρόντος ν/σ δεν περιγράφει τις προοπτικές της εταιρίας. Όπως έχει, ήδη, αναφερθεί η απόφαση για τη διάσωση ή τον αφανισμό της εταιρίας είναι ζήτημα εκτίμησης της μελλοντικής κατάστασής της. Παρά τα μειονεκτήματά της, η ανάλυση του ν/σ συμβάλλει στον εντοπισμό κάποιων στοιχείων που διαμορφώνουν τη σοβαρότητα της κατάστασης. Κάποια από τα μειονεκτήματα αντιμετωπίζονται με την εκτίμηση του ταμειακού ν/σ (ή ν/σ σε ταμειακή βάση) και την πρόβλεψη των ταμειακών ροών που προτείνει ο Hofer (1980). Ο εν λόγω συγγραφέας υποστηρίζει ότι ταυτόχρονη εκτίμηση του ταμειακού ν/σ και η πρόβλεψη των ταμειακών ροών αποδίδει μία πληρέστερη εικόνα της σοβαρότητας της κατάστασης.

[43] Σημειώνεται ότι οι εν λόγω συγγραφείς δεν ποσοτικοποιούν την ανάλυση.

Ο Muller (1985) προτείνει την εξέταση 6 συμπτωμάτων-ενδείξεων για την εκτίμηση της σοβαρότητας της κατάστασης. Όπως αναφέρει, η ένταση των ενδείξεων διαφέρει ανάλογα με τη διαβάθμιση της σοβαρότητας της κατάστασης διότι κάποια από τα συμπτώματα είναι περισσότερο εμφανή σε πιο σοβαρές καταστάσεις. Η πτώση των παραγγελιών ($1^{η}$ ένδειξη) και του περιθωρίου κέρδους ή του μεριδίου αγοράς ($2^{η}$ ένδειξη) σε προϊόντα-κλειδιά δείχνει ότι το προϊόν είναι μη ανταγωνιστικό σε όρους τιμής, ποιότητας, αναγνώρισης από τους καταναλωτές κλπ. Τα αυξανόμενα αποθέματα ($3^{η}$ ένδειξη), σε συνδυασμό με την πτώση του βαθμού αξιοποίησης της δυναμικότητας ($4^{η}$ ένδειξη), είναι συμπτώματα που δείχνουν λανθασμένο προγραμματισμό της παραγωγικής διαδικασίας και απουσία σύνδεσης των πωλήσεων με την παραγωγή. Τα αυξανόμενα γενικά βιομηχανικά έξοδα ($5^{η}$ ένδειξη), σε συνδυασμό με την πτώση του βαθμού αξιοποίησης της δυναμικότητας, δείχνουν ότι κάποια έξοδα είναι «περιττά», δηλαδή δεν αιτιολογούνται από το ύψος της παραγωγής. Τέλος, η αύξηση των αποχωρήσεων διοικητικών στελεχών ($6^{η}$ ένδειξη) είναι σημάδι απαισιοδοξίας, ανασφάλειας και δυσάρεστου κλίματος εντός της εταιρίας. Κάποιες από τις προαναφερθείσες ενδείξεις προτείνονται, επίσης, από τους Moncarz and Kron (1993) που υποστηρίζουν ότι οι εταιρίες που βρίσκονται σε πολύ δυσχερή θέση (πολύ σοβαρή κατάσταση) παρουσιάζουν αύξηση των πωλήσεων χωρίς ακόλουθη αύξηση των κερδών, αδυναμία χρηματοδότησης και αποχώρηση διοικητικών στελεχών. Για τη λήψη πληρέστερης εικόνας σχετικά με την σοβαρότητα της κατάστασης, ο Hofer (1980) προτείνει τη σύγκριση των παραπάνω μεγεθών με τα αντίστοιχα μεγέθη των εταιριών του οικείου κλάδου έτσι ώστε να εντοπιστεί σε πόσο «χειρότερη» θέση βρίσκεται η εταιρία σε σχέση με τις ομοειδείς εταιρίες. Είναι αναγκαίο να τονιστεί ότι η σύγκριση με άλλες εταιρίες μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα. Το ότι μία εταιρία βρίσκεται σε «καλύτερη» κατάσταση από κάποιες άλλες, δε σημαίνει απαραίτητα ότι βρίσκεται σε «καλή» κατάσταση. Σε τέτοιες περιπτώσεις είναι πιθανό να εξαχθούν λανθασμένα συμπεράσματα σχετικά με τον κίνδυνο επιβίωσης που αντιμετωπίζει η εταιρία[44]. Είναι προφανές ότι η προσέγγιση των Muller (1985) και Moncarz and Kron (1993) λαμβάνει υπόψη περισσότερες χρηματοοικονομικές πτυχές σε σχέση με τη μέθοδο του ν/σ. Ωστόσο, μειονεκτεί εξίσου αναφορικά με την εξέταση των προοπτικών της εταιρίας.

[44] Με άλλα λόγια, το ότι η εταιρία κινδυνεύει λιγότερο από μία «μέση» εταιρία, δε σημαίνει ότι δεν κινδυνεύει.

Μία προσέγγιση που επιτρέπει να ληφθούν υπόψη οι προοπτικές της εταιρίας στηρίζεται στα μοντέλα πρόβλεψης της εταιρικής χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, αφερεγγυότητας ή πτώχευσης. Η «φιλοσοφία» αυτών των μοντέλων συνίσταται στην εξέταση ενός πολύπλευρου χρηματοοικονομικού «προφίλ» της εταιρίας με σκοπό την πρόβλεψη της μελλοντικής χρηματοοικονομικής κατάστασής της. Η χρήση των μοντέλων, σε αντίθεση με τη δημιουργία τους, είναι απλή και ξεκινά με τον υπολογισμό της τιμής των μεταβλητών που περιλαμβάνονται στο εκάστοτε μοντέλο. Στη συνέχεια, η τιμή κάθε μεταβλητής πολλαπλασιάζεται με τον αντίστοιχο συντελεστή που παρέχεται από το μοντέλο και το άθροισμα των γινομένων αποδίδει μία τιμή (σκορ) ή πιθανότητα[45]. Ανάλογα με τον κανόνα ταξινόμησης του μοντέλου, δηλαδή την κρίσιμη τιμή ή πιθανότητα, η εταιρία κατατάσσεται είτε στην ομάδα των εταιριών που βρίσκονται σε κίνδυνο αφερεγγυότητας ή πτώχευσης είτε στην ομάδα των εταιριών για τις οποίες δεν ισχύει κάτι τέτοιο σε βραχυχρόνιο, συνήθως, ορίζοντα. Παρά τα προφανή οφέλη από την ταυτόχρονη θεώρηση πολλών χρηματοοικονομικών πτυχών, τα μοντέλα δε συνιστούν πανάκεια. Η επιχειρηματολογία υπέρ και κατά των μοντέλων βρίσκεται εκτός των ορίων του παρόντος[46]. Είναι, όμως, σκόπιμο να τονίσουμε ότι η ύπαρξη εκατοντάδων μοντέλων στη διεθνή βιβλιογραφία μαρτυρά ότι δεν υπάρχει ακόμη ένα γενικά παραδεκτό μοντέλο. Αυτό είναι αναμενόμενο καθώς τα χαρακτηριστικά των εταιριών που παρακμάζουν δύνανται να διαφέρουν ανά χρονική περίοδο, χώρα, κλάδο κλπ. Υπάρχουν έρευνες που αποδεικνύουν ότι η χρησιμότητα των μοντέλων μεταβάλλεται όταν χρησιμοποιούνται σε διαφορετικό πλαίσιο σε σχέση με αυτό εντός του οποίου δημιουργήθηκαν[47]. Για τους παραπάνω λόγους, τα μοντέλα πρέπει να χρησιμοποιούνται με επιφύλαξη και να θεωρούνται συμπληρωματικά και όχι αποκλειστικά μέσα εκτίμησης της σοβαρότητας της κατάστασης.

[45] Η διαδικασία αφορά στα στατιστικά μοντέλα που, προς το παρόν, είναι τα πιο διαδεδομένα. Στην περίπτωση των μοντέλων τεχνητής νοημοσύνης, απλώς εισάγουμε τις τιμές των μεταβλητών και λαμβάνουμε την ταξινόμηση της εταιρίας.

[46] Εκτενέστερη ανάλυση για τις «παγίδες» των μοντέλων υπάρχει στους Charalambidis, D.P. and Papadopoulos, D.L. (2006) " A Critical Examination of Three Methodological Issues - Accounting Information (Ratios) Used, Sampling Procedures, and Expected Cost of Prediction Errors - Related to Corporate Bankruptcy Prediction Models and Their Implications to the Model's Usefulness", *The Journal of Financial Decision Making*, Vol.2, No 1, pp.37-47.

[47] Μία σχετική έρευνα για 4 μοντέλα που βασίζονται σε δεδομένα ελληνικών εταιριών οδηγεί σε αυτό ακριβώς το συμπέρασμα. Για περισσότερες λεπτομέρειες ο αναγνώστης παραπέμπεται στους Charalambidis, D.P. and Papadopoulos, D.L. (2010) "An empirical evaluation of 4 financial distress prediction models for Greek firms: is there a 'most appropriate' model?", *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol.2, No 1, pp.95-112.

4.4.2.3 Εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος

Οι ***Robbins and Pearce II (1992)*** εξετάζουν 38 εισηγμένες εταιρίες από τον κλάδο κλωστοϋφαντουργίας των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1976-1985. Θεωρείται ότι μία εταιρία βρίσκεται σε παρακμή όταν η πτώση της επίδοσή της, μετρούμενη με την απόδοση επί της επένδυσης και την απόδοση επί των πωλήσεων, είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη πτώση της επίδοσης του κλάδου για 2 τουλάχιστον έτη. Επιπλέον, θεωρείται ότι η εταιρία έχει ανακάμψει όταν η επίδοσή της, μετά την πτωτική περίοδο, ανέρχεται για 2 τουλάχιστον έτη με μεγαλύτερο ρυθμό σε σχέση με την επίδοση του κλάδου και επανέρχεται στα προ-παρακμής επίπεδα. Η μεταβλητή που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της σοβαρότητας της κατάστασης είναι το z-score του Altman[48]. Τα αποτελέσματα δείχνουν μία σημαντικά ισχυρότερη σχέση μεταξύ τόσο της περιστολής κόστους και της επίδοσης, όσο και της περιστολής περιουσιακών στοιχείων και της επίδοσης, για την ομάδα των εταιριών με μεγαλύτερη σοβαρότητα κατάστασης. Η ανάλυση δεν αποκαλύπτει καμία σχέση μεταξύ είτε της περιστολής κόστους και της επίδοσης, είτε της περιστολής περιουσιακών στοιχείων και της επίδοσης, για την ομάδα των εταιριών με μικρότερη σοβαρότητα κατάστασης. Τόσο η περιστολή κόστους όσο και η περιστολή περιουσιακών στοιχείων συνδέονται σημαντικά με την ανάκαμψη των εταιριών που βρίσκονται σε πιο σοβαρή κατάσταση.

Οι ***Robbins and Pearce II (1993)*** εξετάζουν 33 εισηγμένες εταιρίες του κλάδου κλωστοϋφαντουργίας των ΗΠΑ με μερίδιο αγοράς μικρότερο του 1%. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται αφορούν στην περίοδο 1976-1988. Ο ορισμός της παρακμής και ανάκαμψης είναι ίδιος με τον αντίστοιχο ορισμό που χρησιμοποιείται στην έρευνα των Robbins and Pearce II (1992) που προαναφέρθηκε. Το μέτρο που χρησιμοποιείται για τη σοβαρότητα της κατάστασης είναι οι πωλήσεις της εταιρίας εκφρασμένες ως ποσοστό επί των πωλήσεων που αντιστοιχούν στο νεκρό σημείο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, οι εταιρίες με μικρό μερίδιο αγοράς ακολουθούν την περιστολή περιουσιακών στοιχείων όταν η σοβαρότητα της κατάστασης αυξάνεται. Επίσης, η σχέση μεταξύ της περιστολής περιουσιακών στοιχείων και της επίδοσης είναι ισχυρότερη για εταιρίες που λειτουργούν υπό του

[48] Πρόκειται για μία εξίσωση 5 μεταβλητών (χρηματοοικονομικών δεικτών) που παρέχει μία τιμή Z για κάθε εταιρία. Η τιμή αυτή συγκρίνεται με μία κρίσιμη τιμή και προβλέπεται αν η εταιρία θα καταστεί αναξιόχρεη μετά από ένα έτος. Για λεπτομέρειες, βλ. Altman, E. (1968) "Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy", *The Journal of Finance*, Vol.23, No 4, pp.589-609.

νεκρού σημείου. Τέλος, η περιστολή κόστους σχετίζεται με τις εταιρίες που λειτουργούν υπό του νεκρού σημείου αλλά όχι με τις εταιρίες που λειτουργούν άνω του νεκρού σημείου.

Οι ***Moulton and Thomas (1993)*** εξετάζουν 73 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ. Ο απαιτούμενος χρόνος αναδιοργάνωσης κυμαίνεται μεταξύ 6 και 83 μηνών με μέσο όρο 27 μήνες. Τα δεδομένα καλύπτουν τη χρονική περίοδο 1980-1986. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο 2^{ος} σημαντικότερος παράγοντας στην πρόβλεψη του αποτελέσματος της αναδιοργάνωσης είναι η σοβαρότητα της κατάστασης και, πιο συγκεκριμένα, ο ρυθμός παρακμής μετρούμενος σε έτη αρνητικών καθαρών κερδών πριν την αίτηση. Οι εταιρίες που δεν κατάφεραν να επιβιώσουν μέσω της διαδικασίας αναδιοργάνωσης και οδηγήθηκαν σε ρευστοποίηση είναι εκείνες με τη μεγαλύτερη σοβαρότητα κατάστασης.

Οι ***Castrogiovanni and Bruton (2000)*** εξετάζουν 46 εταιρίες από τις ΗΠΑ που εξαγοράστηκαν την περίοδο 1979-1987 εξαιτίας χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Ο βαθμός σοβαρότητας της κατάστασης προσεγγίζεται με το ποσοστό μεταβολής των καθαρών κερδών κατά τη διετία που έληξε ένα έτος πριν την εξαγορά. Η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι εξαγοράζουσες εταιρίες σπαταλούν πόρους όταν χρησιμοποιούν ίδια κεφάλαια για να οδηγήσουν σε ανάκαμψη μία προσφάτως εξαγορασθείσα και χρηματοοικονομικά δυσπραγούσα εταιρία και το ύψος αυτής της σπατάλης εξαρτάται, σε κάποιο βαθμό, από τη σοβαρότητα της κατάστασης που βίωσε η δυσπραγούσα εταιρία.

Οι ***Sudarsanam and Lai (2001)*** εξετάζουν 166 εισηγμένες εταιρίες που βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και είτε ανέκαμψαν (97 εταιρίες) είτε όχι (69 εταιρίες) την περίοδο 1983-1993 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία όταν, μετά από 2 έτη με θετικό z-score του Taffler[49], παρουσιάζει αρνητικό z-score του Taffler για 2 έτη. Μία εταιρία θεωρείται ότι ανακάμπτει όταν, μετά τη χρηματοοικονομική δυσπραγία, επιτυγχάνει, για 2 διαδοχικά έτη, θετικό z-score. Η σοβαρότητα της κατάστασης προσεγγίζεται με την κατάταξη της εταιρίας στο δείγμα βάσει της απόδοσης της μετοχής της (χαμηλότερη κατάταξη δείχνει μεγαλύτερη σοβαρότητα και αντίστροφα). Η έρευνα

[49] Η προσέγγιση του Taffler είναι όμοια με αυτήν του Altman που αναφέρθηκε παραπάνω. Για λεπτομέρειες, βλ. Taffler, R.J. (1983) "The assessment of company solvency and performance using a statistical model", *Accounting and Business Research*, Vol.13, No 52, pp.295-307.

καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η σοβαρότητα της κατάστασης συνδέεται θετικά με την ανάκαμψη των εταιριών, δηλαδή εταιρίες με μεγαλύτερη σοβαρότητα έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα ανάκαμψης.

Οι ***Morrow et al. (2004)*** εξετάζουν 417 εισηγμένες και μη (διαφοροποιημένες[50]) εταιρίες από τις ΗΠΑ και τα δεδομένα αντλούνται από την περίοδο 1980-1995. Μία εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει αν, μετά από 3 διαδοχικά έτη πτωτικής απόδοσης επί της επένδυσης, παρουσιάζει, για 2 διαδοχικά έτη, ανοδική απόδοση επί της επένδυσης. Η σοβαρότητα της κατάστασης θεωρείται υψηλή αν η απόδοση επί της επένδυσης της εταιρίας είναι χαμηλότερη από την αντίστοιχη απόδοση του οικείου κλάδου και χαμηλή σε διαφορετική περίπτωση. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η σοβαρότητα της κατάστασης είναι με συνέπεια σημαντική και σχετίζεται αρνητικά με την εταιρική επίδοση παρόλο που η σχέση δεν είναι σημαντική στους αναπτυσσόμενους κλάδους[51].

Οι ***Francis and Mariola (2005)*** εξετάζουν 97 εταιρίες από τον κλάδο παραγωγής βιομηχανικού εξοπλισμού και υπολογιστών των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1980-1995. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή αν, μετά από 2 συνεχή έτη με απόδοση επί της επένδυσης μεγαλύτερη της απόδοσης χωρίς κίνδυνο (risk-free rate), παρουσιάσει απόδοση επί της επένδυσης μικρότερη της απόδοσης χωρίς κίνδυνο για 3, τουλάχιστον, διαδοχικά έτη, μεταξύ των οποίων 1, τουλάχιστον, έτος με ζημίες. Επιπρόσθετα, η εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει αν, μετά τα παραπάνω, ακολουθήσουν 3, τουλάχιστον, έτη με απόδοση επί της επένδυσης μεγαλύτερη της απόδοσης χωρίς κίνδυνο. Σε αυτήν την έρευνα η σοβαρότητα της παρακμής συνδυάζεται με την ξαφνικότητά της, με τη μορφή γινόμενου, σε μία νέα μεταβλητή που καλείται «το επείγον της παρακμής»: επείγον της παρακμής = σοβαρότητα * ξαφνικότητα. Η σοβαρότητα μετράται με το z-score του Altman[52] στο έτος με τη χαμηλότερη επίδοση ενώ η ξαφνικότητα ορίζεται από το πλήθος ετών ανάμεσα στο έτος με την υψηλότερη επίδοση (πριν την πτώση της επίδοσης) και τη χαμηλότερη επίδοση (μετά την πτώση της επίδοσης). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εταιρίες που ανακάμπτουν αντιμετωπίζουν λιγότερο σοβαρή κατάσταση ενώ το

[50] Με διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο προϊόντων.
[51] Οι αναπτυσσόμενοι κλάδοι είναι εκείνοι με μέσο όρο ανάπτυξης των αποπληθωρισμένων πωλήσεων ίσο με 13,27%.
[52] Βλ. σχόλια σε προηγούμενη υποσημείωση εντός της παραγράφου για την έρευνα των Robbins and Pearce II (1992).

επείγον της παρακμής συνδέεται αρνητικά με την πιθανότητα ανάκαμψης χωρίς, όμως, να είναι στατιστικά σημαντικό σε κάποιο αποδεκτό επίπεδο.

Οι ***Francis and Desai (2005)*** εξετάζουν το δείγμα και τις μεταβλητές της έρευνας των Francis and Mariola (2005) που αναφέρθηκε παραπάνω. Το επιπλέον εμπειρικό συμπέρασμα που προκύπτει αφορά στο ότι η σοβαρότητα της κατάστασης συμβάλλει σημαντικά στην πρόβλεψη της ανάκαμψης και είναι πιο σχετική με την ανάκαμψη απ' ό,τι η ξαφνικότητα.

Οι ***Smith and Graves (2005)*** εξετάζουν 102 εισηγμένες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που αντιμετώπισαν χρηματοοικονομική δυσπραγία και είτε ανέκαμψαν (40 εταιρίες) είτε όχι (62 εταιρίες) κατά την περίοδο 1980-1990. Η χρηματοοικονομική δυσπραγία προσδιορίζεται από 2 συνεχή έτη αρνητικού z-score του Taffler[53] και η ανάκαμψη από 2 συνεχή έτη θετικού z-score μετά τη χρηματοοικονομική δυσπραγία. Η σοβαρότητα της κατάστασης προσεγγίζεται με 3 μεταβλητές: z-score στο $1^{ο}$ έτος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, z-score στο $2^{ο}$ έτος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και μεταβολή του z-score από το $1^{ο}$ στο $2^{ο}$ έτος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Τόσο τα περιγραφικά στατιστικά όσο και τα αποτελέσματα της διακριτικής ανάλυσης (discriminant analysis) οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η σοβαρότητα της κατάστασης συνδέεται αρνητικά με την πιθανότητα ανάκαμψης, δηλαδή οι εταιρίες που αντιμετωπίζουν σοβαρότερη κατάσταση έχουν μικρότερη πιθανότητα ανάκαμψης.

4.4.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

Η εξέταση της σοβαρότητας της κατάστασης, στα πλαίσια της ανάκαμψης, κρίνεται σημαντική για τέσσερις λόγους. Ο πρώτος αφορά στην επιλογή των κατάλληλων στρατηγικών ανάκαμψης καθώς όταν η κατάσταση είναι ιδιαίτερα σοβαρή απαιτούνται δραστικότερα μέτρα και περισσότερος χρόνος για την ανάκαμψη. Ο δεύτερος λόγος αφορά στα περιθώρια δράσης της εταιρίας καθώς όταν η σοβαρότητα της κατάστασης αυξάνεται, ενδέχεται να αυξάνεται ο κίνδυνος απώλειας του ελέγχου των περιουσιακών στοιχείων από την εταιρία. Ο τρίτος λόγος αφορά στα κόστη που οφείλονται στη χειροτέρευση της κατάστασης όπως το

[53] Βλ. σχόλια σε προηγούμενη υποσημείωση εντός της παραγράφου για την έρευνα των Surdasanam and Lai (2001).

επιπλέον κόστος χρηματοδότησης των εταιριών που έχουν υποστεί μεγάλη φθορά της χρηματοοικονομικής ισχύος τους. Ο τελευταίος λόγος αφορά στην επιρροή που ασκεί η σοβαρότητα της κατάστασης στην απόφαση για το μέλλον της εταιρίας που παρακμάζει.

Θεωρητικά, υποστηρίζεται ότι, ανάλογα με τη σοβαρότητα της κατάστασης, η εταιρία αντιμετωπίζει διαφορετικό κίνδυνο επιβίωσης. Η κατάσταση δεν είναι ιδιαίτερα σοβαρή όταν υφίστανται προβλήματα στην εκτέλεση της στρατηγικής αλλά ο κίνδυνος επιβίωσης καθίσταται υψηλότερος όταν τα προβλήματα καταστούν χρηματοοικονομικής φύσης ή, ακόμα περισσότερο, όταν η εταιρία καταστεί αφερέγγυα. Γενικά, δεν υπάρχουν απόλυτα ποσοτικά κριτήρια μετάβασης από μία διαβάθμιση (επίπεδο) σε επόμενη. Μία αποδεκτή μέθοδος για την προσέγγισης της σοβαρότητας της κατάστασης συνίσταται στην εξέταση του «νεκρού σημείου» που υποδεικνύει, κυρίως, τα περιθώρια δράσης για την αντιμετώπιση της παρακμής αλλά δεν ενσωματώνει σημαντικές χρηματοοικονομικές πτυχές όπως η ρευστότητα και η δανειακή επιβάρυνση. Η εν λόγω μέθοδος συμπληρώνεται από την εκτίμηση του ταμειακού «νεκρού σημείου» και την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών. Άλλες προσεγγίσεις υποδεικνύουν την εξέταση της σοβαρότητας της κατάστασης μέσω ανάλυσης χρηματοοικονομικών δεικτών και χρήσης μοντέλων (υποδειγμάτων) εκτίμησης της πιθανότητας χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, αφερεγγυότητας ή πτώχευσης.

Σε επίπεδο εμπειρικών ευρημάτων, συμπεραίνεται ότι η σοβαρότητα της κατάστασης συνδέεται θετικά με τη δραστικότητα των μέτρων αντιμετώπισης της παρακμής. Ωστόσο, δεν είναι ξεκάθαρο αν η σοβαρότητα της κατάστασης συνδέεται θετικά ή αρνητικά με την πιθανότητα ανάκαμψης καθώς υπάρχουν έρευνες που υποδεικνύουν ότι εταιρίες με σοβαρότερη κατάσταση έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα ανάκαμψης αλλά και έρευνες που δείχνουν το αντίστροφο.

Η ασυμφωνία ως προς τη μέθοδο προσέγγισης της σοβαρότητας της κατάστασης και τα «μικτά» εμπειρικά ευρήματα αποκαλύπτουν ότι η εξέταση της επιρροής του εν λόγω παράγοντα στην ανάκαμψη παραμένει «ανοικτή». Αναλυτικότερα, υπάρχουν δύο κατευθύνσεις για περαιτέρω διερεύνηση με απώτερο στόχο την αποκάλυψη του ρόλου της σοβαρότητας της κατάστασης στην πιθανότητα ανάκαμψης των εταιριών που παρακμάζουν. Η πρώτη αφορά στην επιρροή της σοβαρότητας της κατάστασης στην επιλογή στρατηγικών ανάκαμψης και η σύνδεση των επιπέδων της σοβαρότητας με συγκεκριμένες στρατηγικές ή, εναλλακτικά, η

επιρροή της σοβαρότητας της κατάστασης στην καταλληλότητα και την αποδεκτικότητα των στρατηγικών ανάκαμψης. Το δεύτερο ζήτημα αφορά στην εξέταση της σχέσης ανάμεσα στη σοβαρότητα της κατάστασης και την εφικτότητα των στρατηγικών, δηλαδή τους περιορισμούς που θέτουν οι διαφορετικές διαβαθμίσεις της σοβαρότητας της κατάστασης στην εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης.

4.5 Εσωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση της στάσης των συμμέτοχων

4.5.1 ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΕΣ ΟΜΑΔΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΤΑΣΗΣ ΤΟΥΣ

Η εταιρική ανάκαμψη, σύμφωνα με τον Muller (1985), περιλαμβάνει μία πολιτική διάσταση (πτυχή) που αφορά στις σχέσεις της εταιρίας με τους συμμέτοχούς της και είναι ιδιαίτερα σημαντική διότι ο ρόλος των συμμέτοχων μπορεί να αποδειχθεί καθοριστικός στην έκβαση των ενεργειών που στοχεύουν στην ανάκαμψη. Έχει, ήδη, αναφερθεί ότι οποιαδήποτε στρατηγική πρέπει να είναι κατάλληλη, αποδεκτή και εφαρμόσιμη. Η στάση των συμμέτοχων διαμορφώνει, κυρίως, το δεύτερο και το τρίτο στοιχείο. Πιο συγκεκριμένα, η ικανοποίηση των συμφερόντων των συμμέτοχων θα ενισχύει την αποδοχή της στρατηγικής και η στήριξη των συμμέτοχων, αναλόγως των προθέσεων και επιδιώξεών τους, θα διευκολύνει την εφαρμογή της στρατηγικής. Σύμφωνα με τον Pandit (2000) οι συμμέτοχοι δύνανται ακόμα και να επιβάλλουν τόσο τις στρατηγικές όσο και την σειρά εφαρμογής τους.

Η επιρροή των συμμέτοχων στην εταιρική ανάκαμψη διαφέρει ανάλογα με τη σοβαρότητα της κατάστασης. Όταν η κατάσταση δεν είναι σοβαρή, οι συμμέτοχοι μπορούν να ασκήσουν περιορισμένη επιρροή στην αποδοχή και εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης. Όσο, όμως, η κατάσταση καθίσταται πιο σοβαρή, η επιρροή των συμμέτοχων αυξάνεται διότι η αποδοχή της στρατηγικής απαιτεί μεγαλύτερη συναίνεση και η εφαρμογή της μεγαλύτερη στήριξη εκ μέρους τους. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, όπως η εταιρική πτώχευση, κάποιοι συμμέτοχοι έχουν ακόμα και τη δυνατότητα να αποφασίσουν για το μέλλον της εταιρίας επιβάλλοντας

το δικό τους σχέδιο ανάκαμψης, αποφασίζοντας για τον τερματισμό της λειτουργίας της εταιρίας κλπ. Όπως αναφέρουν χαρακτηριστικά οι Ketelhohn et al. (1991), «για να προχωρήσει η ανάκαμψη, απαιτείται η ύπαρξη αφοσιωμένων εργαζόμενων, καθησυχασμένων προμηθευτών και πελατών και πρόθυμων τραπεζών (και γενικά τοπικών αρχών)». Κατά συνέπεια, η επικοινωνία και η όσο το δυνατόν ισχυρότερη πειθώ καθίστανται ιδιαιτέρως σημαντικά στοιχεία για την έκβαση των προσπαθειών για την εταιρική ανάκαμψη (Taylor: 1982, Herring: 1987).

Οι συμμέτοχοι, εκτός της επιρροής τους στην αποδοχή και εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στο ερέθισμα (stimulus) για τη διάγνωση της παρακμής ή, πιο ορθά, στον εντοπισμό της εταιρικής παρακμής από τη διοίκηση (Chowdhury: 2002). Το ερέθισμα αυτό δύναται να είναι ανεπίσημο, ειδικότερα όταν η κατάσταση δεν είναι ιδιαίτερα σοβαρή. Ωστόσο, όταν διαγνωστεί ότι, με μικρή πιθανότητα σφάλματος, η κατάσταση είναι σοβαρή, το ερέθισμα μπορεί να λάβει περισσότερο επίσημη μορφή, όπως μία δημοσίευση των αρνητικών εξελίξεων στον Τύπο ή η ανάληψη νομικής δράσης εκ μέρους κάποιων συμμέτοχων (πχ αίτηση πτώχευσης, επίσχεση εργασίας κ.ά.). Το ερέθισμα προέρχεται, συνήθως, από τους μετόχους ανάλογα με την επιρροή που δύνανται να ασκήσουν. Ο Wruck (1990) αναφέρει ότι η υψηλή δανειακή επιβάρυνση συνδέεται, θεωρητικά, με υψηλή ταχύτητα διαπίστωσης της παρακμής διότι, σε τέτοιες περιπτώσεις, οι πιστωτές διαθέτουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη και σημαντικότερη επιρροή στην απόφαση για ανάκαμψη, ειδικότερα όταν αυτή επιχειρείται στα πλαίσια της πτώχευσης (βλ. παράγραφο 4.5.2.1 στη συνέχεια).

Θεωρητικά, θα μπορούσαμε να αποδώσουμε σε όλες τις ομάδες συμμέτοχων την ίδια σημασία. Ωστόσο, ακόμα και όταν η εταιρία ευημερεί και δεν διατρέχει κίνδυνο επιβίωσης, κάποιες ομάδες συμμέτοχων διαδραματίζουν σημαντικότερο ρόλο. Αυτό οφείλεται σε διάφορους λόγους των οποίων η εκτενής ανάλυση δεν εμπίπτει στα όρια του παρόντος. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αφορά στην εξάρτηση της εταιρίας από κάποιον προμηθευτή πρώτης ύλης που ικανοποιεί εξειδικευμένα κριτήρια όπως η ποιότητα, ο χρόνος παράδοσης, η αποκλειστική διάθεση κλπ. Σε αυτήν την περίπτωση, η εξάρτηση της εταιρίας είναι, προφανώς, μεγαλύτερη συγκριτικά με άλλους προμηθευτές που μπορούν να αντικατασταθούν ευκολότερα ή άλλους συμμέτοχους, όπως κάποιος μη αφοσιωμένος πελάτης. Για μία εταιρία που προσπαθεί να ανακάμψει οι **σημαντικότερες ομάδες συμμέτοχων** είναι οι **μέτοχοι**, οι **πιστωτές** και **προμηθευτές**, οι **πελάτες**, οι **εργατικές ενώσεις**

(συνδικάτα) και η **Πολιτεία** (Finkin: 1993a, Schober: 2004). Οι μέτοχοι είναι εκείνοι που, σε πολλές περιπτώσεις, θα αποφασίσουν για το σχέδιο ανάκαμψης, οι πιστωτές θα παράσχουν, πιθανώς, χρηματοδότηση για την εφαρμογή του σχεδίου, οι προμηθευτές θα εξασφαλίσουν, σε κάποιο βαθμό, την ομαλή λειτουργία της εταιρίας, οι πελάτες είναι απαραίτητοι για τη διατήρηση της «αγοράς» της εταιρίας, οι εργαζόμενοι είναι η ομάδα που επηρεάζεται ιδιαίτερα από κάποιες στρατηγικές ανάκαμψης και, ακολούθως, αναμένεται να αντισταθεί σε κάποια σχέδια ανάκαμψης και η Πολιτεία μπορεί, με κατάλληλες ρυθμιστικές παρεμβάσεις, να συμβάλλει στην ταχύτερη ανάκαμψη των εταιριών. Η επιρροή κάθε ομάδας συμμέτοχων εξαρτάται από τα περιθώρια δράσης της και την εξάρτηση της εταιρίας από αυτήν. Για παράδειγμα, όταν η ανάκαμψη επιχειρείται μέσω δικαστικών διαδικασιών, οι μέτοχοι χάνουν μέρος της ισχύος τους ενώ οι πιστωτές αποκτούν μεγαλύτερη βαρύτητα στις αποφάσεις σχετικά με το σχέδιο ανάκαμψης και, γενικά, το μέλλον της εταιρίας. Η συμβολή των προμηθευτών και πελατών στην ανάκαμψη καθορίζεται από τη σχέση τους με την εταιρία, την αφοσίωσή τους στο προϊόν κλπ. Η επιρροή των εργαζόμενων εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από το βαθμό οργάνωσης και την ισχύ των εργατικών ενώσεων, το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζει θέματα αμοιβών και απολύσεων κλπ. Τέλος, η Πολιτεία αναμένεται να συμβάλλει στην αποτροπή εταιρικών αποτυχιών με μεγάλο αντίκτυπο στο κοινωνικό σύνολο (Smith and Graves: 2005).

Πριν προχωρήσουμε στη θεωρητική και εμπειρική ανασκόπηση του ζητήματος, πρέπει να σημειωθεί ότι η υφιστάμενη σχετική θεωρία είναι, με εξαίρεση την περίπτωση των μετόχων και των πιστωτών, περιορισμένη. Αυτό είναι αναμενόμενο εξαιτίας της φύσης του ζητήματος καθώς η στάση των λοιπών συμμέτοχων, ως ζήτημα, μπορεί να θεωρηθεί τμήμα άλλων, ευρύτερων ζητημάτων. Για παράδειγμα, η στάση των πελατών εντάσσεται στα ζητήματα που αφορούν στην αγορά ενώ η στάση της Πολιτείας μπορεί να εξεταστεί στα πλαίσια του εξωτερικού περιβάλλοντος. Αυτό έχει επισημανθεί από τον Schober (2004) που τονίζει ότι η στάση των συμμέτοχων προτείνεται ως αυτόνομο στοιχείο του εσωτερικού Πλαισίου εξαιτίας της βαρύτητας των μετόχων και των πιστωτών στην ανάκαμψη καθώς αυτές οι δύο ομάδες είναι οι «διεκδικητές» των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας[54]. Επιπρόσθετα, η επιρροή των λοιπών ομάδων συμμέτοχων δε μπορεί να εκφραστεί

[54] Ο όρος «διεκδικητές» χρησιμοποιείται ως συνώνυμος του αγγλικού όρου «claimholders» (ή «claimants») που αναφέρεται στις οντότητες που φέρουν ή διατηρούν (hold) αξιώσεις (claims) επί της εταιρικής περιουσίας. Αυτές οι οντότητες είναι οι μέτοχοι και οι πιστωτές πάσης φύσης που, σε συνδυασμό με την αυτοχρηματοδότηση, αποτελούν τις χρηματοδοτικές πηγές της εταιρίας.

(και να μελετηθεί) ποσοτικά εξίσου εύκολα. Για τους παραπάνω λόγους, η θεωρητική ανασκόπηση που ακολουθεί εστιάζει στην ομάδα πιστωτών ενώ η αναφορά στις υπόλοιπες ομάδες συμμέτοχων θα πραγματοποιηθεί σε επόμενες ενότητες. Πιο συγκεκριμένα, τα ζητήματα για τους μετόχους, εργαζόμενους, πελάτες και προμηθευτές θα εξεταστούν κατά την αναφορά μας στην ιστορία και παρούσα κατάσταση της εταιρίας (στην επόμενη ενότητα) ενώ η αναφορά στην Πολιτεία θα πραγματοποιηθεί στην τελευταία ενότητα του παρόντος κεφαλαίου.

4.5.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΣΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΩΝ

4.5.2.1 Θεωρητικά ζητήματα[55]

Ο όρος «πιστωτές της εταιρίας» υπονοεί, στην παρούσα εργασία, οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που παρέχει χρηματοδότηση στην εταιρία αλλά δε φέρει την ιδιότητα του ιδιοκτήτη αυτής. Η χρηματοδότηση μπορεί να λάβει τη μορφή δανείου ή παροχής πίστωσης με σκοπό την επίτευξη οφέλους (τόκου) και συνήθως πραγματοποιείται από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς (κυρίως τράπεζες). Σε άλλες περιπτώσεις, ο δανεισμός μπορεί να γίνει μέσω ομολογιακών δανείων από το επενδυτικό κοινό ή/ και άλλους φορείς. Εκτός της «έντοκης» χρηματοδότησης, η εταιρία λαμβάνει, επίσης, χρηματοδότηση από την αναβολή πληρωμής για προϊόντα ή υπηρεσίες που αγοράζει. Σε αυτήν την περίπτωση, η χρηματοδότηση παρέχεται «δωρεάν» ή, πιο ορθά, δε συνεπάγεται φανερή αμοιβή προς εκείνον που την παρέχει καθώς το κόστος χρηματοδότησης είναι ενσωματωμένο στην τιμή του προϊόντος. Πιο απλά, η απώλεια πιθανής έκπτωσης εξαιτίας της αναβολής πληρωμής θα μπορούσε να θεωρηθεί ως αμοιβή που είναι υποχρεωμένη να καταβάλει η εταιρία[56]. Μία, ακόμη, ιδιότητα που χρησιμεύει στη διάκριση των πιστωτών αφορά στην εξασφάλιση ή εγγύηση. Η εξασφάλιση αναφέρεται στην «κάλυψη» των πιστωτών με περιουσιακά

[55] Η εκτενής ανάλυση του θεωρητικού και εμπειρικού υπόβαθρου του ζητήματος της εταιρικής χρηματοδότησης και, κυρίως, της σχέσης μεταξύ των ιδίων και ξένων κεφαλαίων βρίσκεται εκτός των ορίων του παρόντος. Για εκτενή θεωρητική επισκόπηση, ο αναγνώστης παραπέμπεται στους Seitz and Ellison (1999). Σύντομη αλλά περιεκτική θεωρητική και εμπειρική προσέγγιση μπορεί να αναζητηθεί, επίσης, στους Παπαδόπουλο και Χαραλαμπίδη (2005) «Εμπειρική διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής δομής των εισηγμένων στο ελληνικό χρηματιστήριο εταιριών», *ΣΠΟΥΔΑΙ*, Τόμος 55, Τεύχος 4ο, σελ.71-95.

[56] Για παράδειγμα, μία εταιρία μπορεί να προμηθευτεί ένα περιουσιακό στοιχείο με πίστωση 6 μηνών στην τιμή των €1,1Χ ή με πληρωμή τοις μετρητοίς στην τιμή των €Χ. Η απώλεια της έκπτωσης των €0,1Χ μπορεί να θεωρηθεί το κόστος χρηματοδότησης με €Χ για έξι μήνες.

στοιχεία, δηλαδή στην κατάσταση όπου οι πιστωτές, μέσω επίσημης (έγγραφης) συμφωνίας, έχουν το δικαίωμα να αποκτήσουν μέρος της εταιρικής περιουσίας αν η εταιρία δεν τηρήσει τους όρους της χρηματοδότησης. Συνήθως, η εξασφάλιση παρέχεται στους φορείς της έντοκης χρηματοδότησης και, κυρίως, τις εμπορικές τράπεζες. Η τρίτη ιδιότητα, βάσει της οποίας οι πιστωτές κατατάσσονται σε διάφορες ομάδες, αναφέρεται στην προτεραιότητα ικανοποίησης των απαιτήσεών τους, όταν η εταιρία αδυνατεί να ικανοποιήσει το σύνολο των υποχρεώσεών της. Ο κανόνας της προτεραιότητας εφαρμόζεται στην περίπτωση της ρευστοποίησης της εταιρικής περιουσίας και καθορίζεται από το θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας. Η συνήθης πρακτική ορίζει ότι οι κάτοχοι εγγύησης (υποθήκης) έχουν προτεραιότητα έναντι των υπόλοιπων πιστωτών[57] και οι πιστωτές, στο σύνολό τους, έχουν προτεραιότητα έναντι των μετόχων.

Η στάση των πιστωτών διαμορφώνεται από διάφορους παράγοντες μεταξύ των οποίων οι ιδιότητες που αναφέρθηκαν παραπάνω. Ένας ακόμη παράγοντας αφορά στις διαθέσιμες επιλογές για τη διασφάλιση των συμφερόντων δεδομένου ότι, αναλόγως της σοβαρότητας της κατάστασης και του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου, **η απόπειρα ανάκαμψης μπορεί να λάβει χώρα είτε εντός είτε εκτός δικαστηρίου**. Στην πρώτη περίπτωση, η εταιρία εισέρχεται σε διαδικασία πτώχευσης με πιθανή κατάληξη την αναδιοργάνωση ή τη ρευστοποίηση για την ικανοποίηση, αρχικά, των πιστωτών και, ακολούθως, των μετόχων[58]. Όπως προαναφέρθηκε, η πτώχευση συνιστά αμιγώς νομικό ζήτημα και διαφέρει μεταξύ των χωρών. Στις ΗΠΑ οι εταιρίες έχουν το δικαίωμα να υπαχθούν στο Κεφάλαιο 11 (Chapter 11) του Πτωχευτικού Κώδικα και να προβούν σε αναδιοργάνωση χωρίς, μάλιστα, συγκεκριμένη απαίτηση από τον Κώδικα για απόδειξη της αφερεγγυότητας (Donoher: 2004). Στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11, η υφιστάμενη διοίκηση έχει το δικαίωμα διατήρησης του ελέγχου της εταιρίας και της λήψης αποφάσεων, εκτός των περιπτώσεων όπου έχει διαπράξει απάτη ή κρίνεται ανεπαρκής (Datta and Iskandar-Datta: 1995). Παρόμοια είναι η

[57] Συνοπτικά, στα άρθρα 153 έως 160 του πιο πρόσφατου Πτωχευτικού Κώδικα της Ελλάδας (νόμος 3588/2007) αναφέρεται ότι οι πιστωτές που κατέχουν υποθήκη επί της ακίνητης περιουσίας της εταιρίας (κυρίως τράπεζες) έχουν την υψηλότερη προτεραιότητα και ακολουθούν οι εργαζόμενοι, το Δημόσιο και οι Οργανισμοί Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ). Σημειώνεται ότι την περίοδο σύνταξης του παρόντος υπήρχαν δημοσιεύματα στον Τύπο που πιθανολογούσαν αλλαγή αυτού του κανόνα και παροχή προτεραιότητας στους εργαζόμενους και τους ΟΚΑ με στόχο την προστασία και ενίσχυση του ασφαλιστικού συστήματος της χώρας.

[58] Η πτώχευση στοχεύει στην επίτευξη εκ των προτέρων και εκ των υστέρων αποδοτικότητας. Η εκ των προτέρων αποδοτικότητα συνίσταται στην όσο το δυνατόν δικαιότερη ικανοποίηση των διεκδικητών των περιουσιακών στοιχείων (claimholders) ενώ η εκ των υστέρων αποδοτικότητα αναφέρεται στην όσο το δυνατό πληρέστερη ικανοποίησή τους (Bebchuk: 2000).

αντιμετώπιση των εταιριών από τη φιλανδική νομοθεσία που ρυθμίζει θέματα εταιρικής αναδιοργάνωσης (Bergstrom et al.: 2002). Αντίθετα, στη Σουηδία ο έλεγχος της εταιρίας κατά την αναδιοργάνωση εντός δικαστηρίου ανατίθεται σε επιτροπή που ορίζεται από το δικαστήριο (Thorburn: 2000). Στην Ελλάδα επικρατεί μία μάλλον «μικτή» κατάσταση. Ο Πτωχευτικός Κώδικας προβλέπει ότι η εκχώρηση της διοίκησης αποτελεί προϊόν απόφασης της συνέλευσης των πιστωτών και ανατίθεται είτε στον οφειλέτη είτε στο σύνδικο εφόσον, βέβαια, η συνέλευση των πιστωτών έχει προηγουμένως αποφασίσει υπέρ της συνέχισης της λειτουργίας έναντι της ρευστοποίησης της εταιρίας[59]. Ο Bebchuk (2000) σημειώνει ότι, ανεξαρτήτως θεσμικού πλαισίου, η αναδιοργάνωση εντός δικαστηρίου συνιστά, ουσιαστικά, μία υποθετική «πώληση» της εταιρίας στους υφιστάμενους μετόχους και πιστωτές. Αυτές οι ομάδες «ανταλλάσουν» τις (υφιστάμενες) διεκδικήσεις τους επί της εταιρικής περιουσίας με (νέες) διεκδικήσεις επί της μελλοντικής εταιρικής περιουσίας[60]. Ωστόσο, όταν υπάρχουν πέρα του ενός σχέδια αναδιοργάνωσης η αξία της εταιρίας δε μπορεί να οριστεί με καθολικά αποδεκτό τρόπο. Αυτό οφείλεται στο ότι κάθε σχέδιο αναδιοργάνωσης είναι διαφορετικού περιεχομένου, ανάλογα με το ποιος λαμβάνει τις αποφάσεις και τι επιδιώκει (Cornelli and Felli: 1997). Όταν η ανάκαμψη επιχειρείται εκτός δικαστηρίου, τα περιθώρια δράσης των ανέγγυων (μη εξασφαλισμένων) πιστωτών περιορίζονται ενώ οι ενέγγυοι (εξασφαλισμένοι) πιστωτές διατηρούν δικαιώματα επί των υποθηκευμένων ή προσημειωμένων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Οι πιστωτές μπορούν να επισπεύσουν την εφαρμογή ενός σχεδίου ανάκαμψης παύοντας την παροχή χρηματοδότησης προς την εταιρία, απαιτώντας υψηλότερη αμοιβή ή απειλώντας ακόμα και με ανάληψη νομικής δράσης. Η ανάληψη νομικής δράσης, εκ μέρους των ενέγγυων πιστωτών, με στόχο την κήρυξη πτώχευσης (έναντι της ανάκαμψης εκτός δικαστηρίου), είναι αρκετά πιθανή όταν οι εν λόγω πιστωτές εκτιμούν ότι η πτωχευτική διαδικασία θα οδηγήσει σε ρευστοποίηση και οι ίδιοι θα ικανοποιηθούν σχεδόν πλήρως (Bergstrom et al.: 2002) ή όταν η ανάκαμψη εκτός δικαστηρίου συνεπάγεται επιπλέον χρηματοδότηση, όπως συμβαίνει συνήθως (Thain and Goldthorpe: 1989a). Στην Ελλάδα, οι πιστωτές έχουν το δικαίωμα συμβιβασμού με τον οφειλέτη πριν ξεκινήσει η πτωχευτική διαδικασία (νόμος 3588/2007, άρθρα 99 έως 101).

[59] Νόμος 3588/2007, άρθρα 78 και 84. Σύνδικος διορίζεται δικηγόρος που έχει τουλάχιστον πενταετή υπηρεσία και κατοικεί στην έδρα του πτωχευτικού δικαστηρίου (άρθρο 63).

[60] Εναλλακτική και ορθότερη διατύπωση: οι μέτοχοι και οι πιστωτές ανταλλάσουν τις διεκδικήσεις τους επί των ταμειακών ροών που δημιουργούν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας.

Βάσει των παραπάνω, κάθε ομάδα πιστωτών (δηλαδή πιστωτές με κοινές ιδιότητες) είναι πιθανό να διαφοροποιηθεί από τις υπόλοιπες, αναφορικά με τη στάση της απέναντι στην εταιρία που παρακμάζει. Όταν δεν ακολουθείται η πτωχευτική διαδικασία, οι πιστωτές, συνολικά, ίσως δεν προβούν σε ή θα αναβάλλουν ενέργειες που θα μπορούσαν να οδηγήσουν την εταιρία στην αφερεγγυότητα και, ακολούθως, στην πτώχευση. Η στάση αυτή εξηγείται, κατά τον D' Aveni (1989), από το γεγονός ότι οι πιστωτές «αποστρέφονται τη ζημία» (είναι, δηλαδή, «loss averse») και κάποιες φορές επιλέγουν να μην οδηγήσουν την εταιρία σε πτώχευση για να μην αναγνωρίσουν τις ζημίες από μη εισπραχθέντες τόκους και κεφάλαιο. Η στάση αυτή μπορεί να ενισχυθεί περαιτέρω όταν η εταιρία δείχνει, τουλάχιστον φαινομενικά, ότι υπάρχει θετική προοπτική για τη μελλοντική της ικανότητα να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. Κάτι τέτοιο μπορεί να πραγματοποιηθεί με τη δημιουργία «αυταπάτης» μέσω του αυτό-κανιβαλισμού (self-cannibalization), όπως αναφέρει χαρακτηριστικά ο D' Aveni (1989). Ο αυτό-κανιβαλισμός συνίσταται σε εκποίηση περιουσιακών στοιχείων για τη βραχυχρόνια ικανοποίηση πιστωτών και τη δημιουργία εικόνας ανάκτησης της φερεγγυότητας, ακόμα και αν αυτό υπονομεύει τη μελλοντική ομαλή λειτουργία της εταιρίας. Είναι προφανές ότι ο αυτό-κανιβαλισμός και η αποτελεσματικότητά του εξαρτώνται από το βαθμό υποθήκευσης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας και την πληροφόρηση των πιστωτών[61]. Αν η εταιρία δε διαθέτει «αδέσμευτα» περιουσιακά στοιχεία, ο αυτό-κανιβαλισμός είναι πρακτικά αδύνατος και, αν οι πιστωτές γνωρίζουν ότι η μερική ικανοποίησή τους βραχυχρονίως υπονομεύει την ολική ικανοποίησή τους στο μέλλον, θα αναλάβουν δράση για να αποτρέψουν τον αυτό-κανιβαλισμό. Σύμφωνα με τον Easterwood (1998), η εκποίηση των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να διχάσει πιστωτές[62] με διαφορετικές ιδιότητες. Οι ανέγγυοι πιστωτές αναμένεται να είναι αντίθετοι με την εκποίηση γιατί τέτοιες ενέργειες μειώνουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας και, λογικά, τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές με αποτέλεσμα να τίθεται υπό αμφισβήτηση η ικανότητα της εταιρίας να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της όταν

[61] Σύμφωνα με τον Ang (1991), η ύπαρξη τέτοιων περιουσιακών στοιχείων οφείλεται στην παρουσία του χρέους στο χρηματοδοτικό σχήμα της εταιρίας το οποίο αυξάνει την εταιρική αξία χάρη στην φορολογική ωφέλεια που προκαλεί. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι εταιρίες με χρέος διατηρούν περιουσιακά στοιχεία που δεν αυξάνουν την εταιρική αξία και θα είχαν εκποιηθεί υπό την απουσία χρέους και, συνεπώς, μικρότερης εταιρικής αξίας. Η κατάσταση αυτή αποδίδεται ως «το πρόβλημα της από το χρέος προκαλούμενης εκ των υστέρων υπερεπένδυσης» (debt-induced ex post overinvestment problem).

[62] Γενικά, διεκδικητές των περιουσιακών στοιχείων (claimholders).

γίνουν απαιτητές. Αντίθετα, οι ενέγγυοι πιστωτές ευνοούν την εκποίηση γιατί είναι ένας τρόπος να ικανοποιηθούν άμεσα και, σε μεγάλο βαθμό, χωρίς κίνδυνο. Η στάση αυτή αναμένεται ισχυρότερη όταν το προϊόν εκποίησης επαρκεί για την ικανοποίησή τους διότι, σε αυτές τις περιπτώσεις, οι εν λόγω πιστωτές δεν έχουν κίνητρο υπέρ της ανάκαμψης καθώς δε θα λάβουν πρόσθετα οφέλη (αξία) αν η εταιρία ανακάμψει ενώ, αντίθετα, ενδέχεται να υποστούν απώλειες αν η απόπειρα ανάκαμψης αποδειχθεί ανεπιτυχής (Bergstrom et al.: 2002). Ωστόσο, οι εμπορικές τράπεζες, ως ενέγγυοι πιστωτές (στις περισσότερες περιπτώσεις), ίσως υιοθετήσουν μία ελαφρώς παραλλαγμένη στάση. Εξαιτίας της φύσης του αντικειμένου δραστηριότητάς τους, οι τράπεζες έχουν σημαντικό κίνητρο υπέρ της διασφάλισης της φερεγγυότητας του οφειλέτη ο οποίος συνιστά πελάτη, άρα πηγή εσόδων και κερδών. Συνεπώς, οποιαδήποτε ενέργεια που υπονομεύει την ύπαρξη της εταιρίας και τη μελλοντική δυνατότητά της να συνάψει δάνειο με την τράπεζα, αναμένεται να αντιμετωπιστεί με σκεπτικισμό. Όπως επισημαίνει ο Gopinath (1995), τα «προβληματικά» δάνεια έχουν σημαντικό αντίκτυπο στα κέρδη και τα κεφάλαια της τράπεζας. Όσο οι τόκοι παραμένουν απλήρωτοι, τα κέρδη μειώνονται και, όταν το αρχικό κεφάλαιο του δανείου διαγράφεται ή αποπληρώνεται εν μέρει, το ίδιο συμβαίνει με την αξία των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας. Συνεπώς, η τράπεζα στοχεύει στη διευθέτηση του ζητήματος με τον πελάτη πριν διαπιστωθεί οποιοδήποτε σημάδι χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Οι ενέργειες της τράπεζας εξαρτώνται από το μέγεθος της εταιρίας, την εξασφάλιση του δανείου, τις αιτίες της παρακμής και τη σχέση με τον πελάτη. Μεγάλο μέγεθος της εταιρίας, πτώση της αξίας της εξασφάλισης, μεγαλύτερη βαρύτητα των εξωτερικών αιτιών και μακρόχρονη και ομαλή σχέση με τον πελάτη συνηγορούν υπέρ της επιβίωσης του πελάτη. Γενικά, οι πιστωτές είναι διατεθειμένοι να συμβιβαστούν εξωδικαστικά με τον οφειλέτη αν και μόνο αν οι απαιτήσεις τους μειωθούν μέχρι το σημείο που θα μειωνόντουσαν μετά την πτωχευτική διαδικασία, είτε αυτή οδηγούσε σε ρευστοποίηση της εταιρίας είτε στην αναδιοργάνωση και συνέχιση της λειτουργίας της (Giammarino: 1989). Η διαπραγμάτευση με τους πιστωτές είναι ευκολότερη όταν οι υποχρεώσεις της εταιρίας χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης και όταν το πλήθος των (ομάδων των) των πιστωτών είναι περιορισμένο (Wruck: 1990).

Οι πιστωτές, όταν η εταιρία εισέρχεται σε καθεστώς πτώχευσης, πρέπει να αποφασίσουν υπέρ της αναδιοργάνωσης (και συνέχισης της λειτουργίας) ή της ρευστοποίησής της εφόσον, αρχικά, υπολογίσουν την εταιρική αξία, ξεχωριστά για

κάθε ενδεχόμενο. Η αξία ρευστοποίησης υπολογίζεται σχετικά εύκολα και ισοδυναμεί με την αξία πώλησης της εταιρίας είτε συνολικά είτε τμηματικά. Αντίθετα, στην περίπτωση της αναδιοργάνωσης είναι δύσκολο να οριστεί μία καθολικά αποδεκτή τιμή για την αξία της εταιρίας (Cornelli and Felli: 1997). Αυτό οφείλεται στην ύπαρξη διαφορετικών σχεδίων αναδιοργάνωσης που οδηγούν, αντίστοιχα, σε διαφορετική αξία και διαμορφώνονται ανάλογα με το ποιος λαμβάνει τις αποφάσεις και ποιους στόχους επιδιώκει να πετύχει[63]. Επιπρόσθετα, η διαδικασία της αναδιοργάνωσης συνεπάγεται άμεσα και έμμεσα κόστη των οποίων το ύψος δε μπορεί να προσδιοριστεί εκ των προτέρων με ακρίβεια. Τα άμεσα κόστη αφορούν σε αμοιβές προσώπων που εμπλέκονται στη διαδικασία[64] και σε διάφορα έξοδα[65], επιβαρύνουν την εταιρία και, συνεπώς, μειώνουν την αξία της. Τα έμμεσα κόστη οφείλονται στην έλλειψη κίνητρου για τη διοίκηση (ή οποιονδήποτε έχει αναλάβει τη διοίκηση της εταιρίας) να ενεργήσει με σκοπό τη μεγιστοποίηση της αξίας. Η έλλειψη κινήτρου απορρέει, σε μεγάλο βαθμό, από την απώλεια πειθαρχίας που, υπό ομαλές συνθήκες, επιβάλλουν οι κεφαλαιαγορές. Επιπρόσθετα, οι προμηθευτές της εταιρίας μπορεί να είναι διστακτικοί απέναντι στη συνέχιση της συνεργασίας με την εταιρία, με αποτέλεσμα να απαιτείται επιπλέον χρόνος, εκ μέρους της εταιρίας, για την αναζήτηση νέων προμηθευτών ή καταβολή υψηλότερου αντίτιμου προς τους υφιστάμενους προμηθευτές, ως αποζημίωση για την αυξημένη αβεβαιότητα (Finkin: 1993a, Bebchuk: 2000). Θεωρητικά, οι πιστωτές αναμένονται να επιλέξουν τη ρευστοποίηση όταν αναμένεται να οδηγήσει σε μεγαλύτερη εταιρική αξία από την αναδιοργάνωση και αντίστροφα. Ωστόσο, υπάρχουν περιπτώσεις που η επιλογή του εκάστοτε πιστωτή δε στηρίζεται στον υπολογισμό της εταιρικής αξίας αλλά στις ατομικές επιδιώξεις ή ανάγκες του. Αυτή η στάση μπορεί να εκφραστεί με αντίθεση σε ή παρεμπόδιση οποιουδήποτε σχεδίου αναδιοργάνωσης, με στόχο την επίτευξη μεγαλύτερου οφέλους ως αντάλλαγμα για τη συμφωνία επί κάποιου σχεδίου αναδιοργάνωσης[66] (Dewing: 1918a). Σε άλλες περιπτώσεις, οι πιστωτές ίσως δεχθούν τη μείωση των απαιτήσεών τους, αν κάτι τέτοιο σημαίνει ταχύτερη ικανοποίηση,

[63] Βλ. σχόλιο στην παράγραφο 4.4.1 για τους λόγους διαφωνίας μεταξύ των συμμέτοχων ως προς την εταιρική αξία.
[64] Στην Ελλάδα η αμοιβή του συνδίκου βαρύνει την περιουσία του οφειλέτη (νόμος 3588/2007, άρθρα 13 και 81).
[65] Πχ έξοδα αναγγελιών, δημοσιεύσεων κλπ.
[66] Κατά τον Dewing (1919), πρόκειται, ουσιαστικά, για μία προσπάθεια έμμεσης παρότρυνσης της διοίκησης της εταιρίας, ή οποιουδήποτε διοικεί την εταιρία κατά την αναδιοργάνωση, να «εξαγοράσει» τους διαφωνούντες.

καθώς αν τεθούν επικεφαλής των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, θα απαιτηθεί χρόνος και προσπάθεια για να αποκομίσουν μεγαλύτερο όφελος (Dewing: 1919b). Μία τέτοια στάση θα μπορούσε να ερμηνευτεί από τις ατομικές ανάγκες των πιστωτών. Για παράδειγμα, η ανάγκη για άμεση ρευστότητα (εισόδημα) μπορεί να ωθήσει κάποιους πιστωτές να επιλέξουν το χαμηλότερο εισόδημα που μπορούν να αποκομίσουν άμεσα αντί του υψηλότερου εισοδήματος που μπορούν να αποκτήσουν μεταγενέστερα. Οι πιστωτές με υψηλή προτεραιότητα έχουν κίνητρο να ορίσουν μία πολύ χαμηλή τιμή για την αξία της εταιρίας πριν την αναδιοργάνωση υπό την προϋπόθεση ότι οι μέτοχοι δε θα διατηρήσουν τον έλεγχο της εταιρίας κατά την αναδιοργάνωση (Bebchuk: 2000). Με αυτόν τον τρόπο θα ανταλλάξουν τις υφιστάμενες απαιτήσεις τους με νέες και μεγαλύτερες απαιτήσεις και, αν η ολοκλήρωση της αναδιοργάνωσης αποδείξει ότι η εταιρία είχε, αρχικά, υποτιμηθεί, θα αποκομίσουν μεγαλύτερο όφελος σε σχέση με εκείνο που θα αποκόμιζαν αν η εταιρία δεν είχε υποτιμηθεί. Το ίδιο ακριβώς κίνητρο έχουν οι μέτοχοι. Ορίζοντας μία πολύ χαμηλή τιμή για την αξία της εταιρίας πριν την αναδιοργάνωση, έχουν τη δυνατότητα να εκμεταλλευτούν τους πιστωτές υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρήσουν τον έλεγχο της εταιρίας κατά την αναδιοργάνωση. Κατά συνέπεια, οι πιστωτές αναμένεται να αντισταθούν στην αναδιοργάνωση όταν οι μέτοχοι παραμείνουν επικεφαλής της εταιρίας και, ταυτόχρονα, οριστεί μία πολύ χαμηλή τιμή για την αξία της εταιρίας πριν την αναδιοργάνωση.

4.5.2.2 Διερεύνηση μέσω μελετών περιπτώσεων

Comfort Air, Inc[67]. Πρόκειται για μικρή εταιρία με αντικείμενο εργασιών τις εγκαταστάσεις θέρμανσης και κλιματισμού στην περιοχή του Maryland, ΗΠΑ. Η εταιρία ιδρύθηκε το 1967 και παρουσίασε τα πρώτα συμπτώματα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας τον Μάρτιο του 1974 όταν χρειάστηκε να διαπραγματευτεί εκ νέου ένα μακροχρόνιο τραπεζικό δάνειο και, αργότερα, τις υποχρεώσεις της προς λοιπούς προμηθευτές. Η εταιρία πέτυχε τη συμφωνία του 65% των πιστωτών για μειωμένες πληρωμές και οι περισσότεροι πιστωτές συμφώνησαν να συνεχίσουν την παροχή πίστωσης στο μέλλον. Επιπρόσθετα, η τράπεζα συμφώνησε όχι μόνο στον διακανονισμό του υφιστάμενου δανείου αλλά και στην παροχή άμεσης ρευστότητας για την ανταπόκριση της εταιρίας στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

[67] Πηγή: Carrington and Aurelio (1976). Η επωνυμία της εταιρίας δεν είναι η πραγματική για λόγους εχεμύθειας.

Alpha, Beta και Omega[68]. Πρόκειται για 3 εταιρίες λιανικού εμπορίου στις ΗΠΑ που κήρυξαν πτώχευση σε άγνωστη χρονική περίοδο. Η έρευνα εστιάζει στις αντιδράσεις των προμηθευτών και διεξάγεται μέσω εξέτασης δημοσιευμένου υλικού, δικαστικών πρακτικών, εγγράφων επικοινωνίας της πτωχής εταιρίας και των προμηθευτών της και συνεντεύξεων με στελέχη από τις δύο πλευρές. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, ο ισχυρότερος παράγοντας διαμόρφωσης της στάσης των προμηθευτών είναι η σύγκριση του κινδύνου που συνεπάγεται η συνέχιση της συνεργασίας με κάποιον πελάτη που πιθανολογείται ότι θα πτωχεύσει με το αναμενόμενο όφελος από τον πελάτη στην περίπτωση που δεν πτωχεύσει. Ειδικότερα, η στάση των προμηθευτών διαμορφώνεται από τη χρηματοοικονομική και διοικητική ισχύ του πελάτη, το μέγεθός του και το μερίδιο αγοράς που κατέχει.

Hong-Kong Garment[69]. Πρόκειται για εξαγωγική εταιρία ενδυμάτων που ιδρύθηκε το 1985 με έδρα το Χονγκ-Κονγκ και παραγωγικές μονάδες στην Κίνα. Η δραστηριοποίηση της εταιρίας στον κλάδο των μεταφορών στην Κίνα και η πτώση των παραγγελιών οδήγησαν στη δυσχέρεια αποπληρωμής των πιστωτών τον Οκτώβριο του 1995. Τον Φεβρουάριο του 1996 η εταιρία ζήτησε από τους πιστωτές «πάγωμα» των πληρωμών και το Μάρτιο του ίδιου έτους ξεκίνησε την εκποίηση ακινήτων που σχετίζονταν με τις μεταφορές και την είσπραξη απαιτήσεων με σκοπό την εύρεση μετρητών για την ικανοποίηση των πιστωτών. Ωστόσο, το Σεπτέμβριο του 1996 γνωστοποιήθηκε η ύπαρξη μη δημοσιευμένων οφειλών και το Δεκέμβριο του 1996 οι πιστωτές απαίτησαν την πώληση ή ρευστοποίηση της εταιρίας. Τον Ιανουάριο του 1997 πραγματοποιήθηκε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά $10 εκ. που καλύφθηκε εξολοκλήρου από νέο επενδυτή ο οποίος ανέλαβε, επίσης, την καταβολή $12 εκ. για χρέη που δεν εμφανίζονταν στον ισολογισμό. Σημαντική ήταν η συμβολή των 16 τραπεζών (1 πολυεθνική και 15 τοπικές) που παρείχαν άμεσα $7 εκ. σε μετρητά, μετέτρεψαν $21 εκ. χρέους σε μετοχές και διέγραψαν $14 εκ. χρέους.

MicroNet[70]. Η εταιρία ιδρύθηκε το 1988 στην Καλιφορνία των ΗΠΑ με αντικείμενων εργασιών τα προϊόντα υψηλής τεχνολογίας. Το 1997 οι πωλήσεις της ανέρχονταν σε $32 εκ., το ενέγγυο χρέος σε $5 εκ. και το ανέγγυο χρέος σε $9 εκ.. Το ίδιο έτος η εταιρία προσέλαβε εξωτερικούς συμβούλους για την αντιμετώπιση της κατάστασης και, κυρίως, της έλλειψης ρευστότητας. Μία από τις πρωταρχικές

[68] Πηγή: Johnson and Gelb (1999). Οι επωνυμίες των εταιριών δεν είναι οι πραγματικές για λόγους εχεμύθειας.
[69] Πηγή: Bruton et al. (2001). Η επωνυμία της εταιρίας δεν είναι η πραγματική για λόγους εχεμύθειας.
[70] Πηγή: Michelin and Conklin Jr (2004).

μέριμνες των συμβούλων ήταν η εξασφάλιση πίστωσης από τη βασική τράπεζα της εταιρίας για την πραγματοποίηση πληρωμών προς το προσωπικό. Παρά το γεγονός ότι οι συμφωνίες διαπραγμάτευσης του χρέους είχαν αθετηθεί από την εταιρία στο παρελθόν, η τράπεζα πείστηκε να παράσχει τη χρηματοδότηση και να μειώσει τις υπόλοιπες απαιτήσεις της. Αναφορικά με τους προμηθευτές, οι σύμβουλοι συνέστησαν μία άτυπη επιτροπή ενημέρωσης των προμηθευτών και χρησιμοποίησαν το παράδειγμα των θετικά διακείμενων προμηθευτών για να πείσουν τους αρνητικά διακείμενους.

4.5.2.3 Διερεύνηση μέσω εμπειρικών μελετών μεγάλου δείγματος

Ο ***Gopinath (1991)*** εξετάζει 22 εταιρίες από τις ΗΠΑ που αντιμετώπισαν σημαντική πτώση στην επίδοση τους και, ακολούθως, ζημίες και ανέλαβαν δράση για την αντιστροφή της κατάστασης (19 επιτυχώς και 3 ανεπιτυχώς) κατά την περίοδο 1975-1988. Σε 5 περιπτώσεις, οι τράπεζες και οι πιστωτές συνιστούν τη βασική πηγή ερεθίσματος για την παραδοχή, εκ μέρους της διοίκησης, ότι η εταιρία βρίσκεται σε παρακμή. Σε μία περίπτωση, οι τράπεζες και οι πιστωτές άσκησαν τόσο μεγάλη επιρροή που κατάφεραν να οδηγήσουν την εταιρία σε ρευστοποίηση παρά το γεγονός ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ και ο Τύπος διατύπωναν την πεποίθηση ότι η εταιρία έχει τη δυνατότητα να συνεχίσει τη λειτουργία της. Σε άλλη περίπτωση, η άρνηση παροχής επιπλέον πίστωσης οδήγησε την εταιρία σε τμηματική πώληση των περιουσιακών της στοιχείων.

Οι ***Lamont et al. (1994)*** εξετάζουν 76 εταιρίες (από τις ΗΠΑ[71]) που εφάρμοσαν αναδιοργάνωση «τύπου Μ»[72] ως απάντηση στην παρακμή. Συμπεραίνεται ότι η δανειακή επιβάρυνση δεν επηρεάζει την επίδοση μετά την αναδιοργάνωση αλλά συνδέεται θετικά με τη διάρκεια που απαιτεί η ανάκαμψη.

Οι ***Hoskisson et al. (1994)*** εξετάζουν 203 εταιρίες, από τις ΗΠΑ, που, κατά την περίοδο 1989-1990, προέβησαν σε αποεπένδυση τουλάχιστον δύο επιχειρησιακών τμημάτων με αξία πωλήσεων ίση με τουλάχιστον 10% της αξίας των συνολικών πωλήσεων. Συμπεραίνεται ότι η δανειακή επιβάρυνση σχετίζεται θετικά με τη σχετική διαφοροποίηση (relative diversification) και τη δραστηριότητα αποεπένδυσης αλλά δε σχετίζεται με τη λογιστική επίδοση.

---

[71] Δεν αναφέρεται το χρονικό εύρος της έρευνας.

[72] Ο αντίστοιχος όρος στην αγγλική είναι «multidivisional» και αναφέρεται στον τύπο οργάνωσης με κεντρικό στρατηγικό σχεδιασμό και αποκεντρωμένες λειτουργίες (Lamont et al.: 1994).

Η ***Daily (1995)*** εξετάζει 70 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 (Chapter 11) του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ, την περίοδο 1980-1986. Συμπεραίνεται ότι η δανειακή επιβάρυνση δεν συνδέεται με το αποτέλεσμα των διαδικασιών αναδιοργάνωσης (είτε επιτυχία είτε αποτυχία).

Ο ***Gopinath (1995)*** εξετάζει την αντιμετώπιση εταιριών με δυσχέρεια εξυπηρέτησης των δανείων τους από τις τράπεζες που τα χορήγησαν. Το δείγμα αποτελείται από 192 εταιρίες με έδρα στις ΗΠΑ και τον Καναδά και τα δεδομένα παρέχονται από 9 υπαλλήλους που εργάζονται στον τομέα των χορηγήσεων. Για λόγους ανωνυμίας, δεν παρέχεται πληροφόρηση για το χρονικό ορίζοντα της έρευνας. Το δείγμα περιλαμβάνει εταιρίες από τους κλάδους υπηρεσιών (20%), μεταλλουργίας και βιομηχανικής επεξεργασίας (19%), λιανικού εμπορίου (18%), χονδρικού εμπορίου (12%), γεωργίας, δασοκομίας και αλιείας (7%), χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ασφαλειών και διαχείρισης ακινήτων (4%), μεταφορών και υπηρεσιών κοινής ωφελείας (2%) και λοιπούς (17%). Η έρευνα συμπεραίνει ότι η αντίδραση των τραπεζών εξαρτάται σε μεγαλύτερο βαθμό από τις αιτίες (όπως τουλάχιστον τις αντιλαμβάνεται η τράπεζα) που οδήγησαν στη δυσπραγία της εταιρίας και σε μικρότερο βαθμό από την πιθανή ζημία που θα υποστούν. Η παρέμβαση των τραπεζών αφορά, κυρίως, στα διοικητικά χαρακτηριστικά των εταιριών και περιλαμβάνει την αλλαγή στρατηγικής, την αντικατάσταση ανθρώπινου δυναμικού σε θέσεις-κλειδιά, την αλλαγή της ανώτατης διοίκησης, την πρόσληψη συμβούλων, τη μείωση του λειτουργικού κόστους και τη βελτίωση του εσωτερικού ελέγχου. Στα χρηματοοικονομικά μέτρα, που αποτελούν τη δεύτερη πιο σημαντική αντίδραση των τραπεζών, περιλαμβάνεται η λήψη πρόσθετης εξασφάλισης (υποθήκης) και εγγυήσεων, η παροχή πρόσθετου δανείου και η παράταση του χρονικού ορίζοντα αποπληρωμής του δανείου. Τέλος, τα νομικά μέτρα αποτελούν μία σαφώς λιγότερο προτιμώμενη μορφή παρέμβασης των τραπεζών και αφορούν στην ανάκληση του δανείου και την προσφυγή στη δικαιοσύνη.

Ο ***James (1996)*** εξετάζει, μεταξύ άλλων, την επιρροή της εξωδικαστικής αναδιάρθρωσης του τραπεζικού χρέους στην εξωδικαστική αναδιάρθρωση του υπόλοιπου χρέους της εταιρίας. Το δείγμα αποτελείται από 68 εισηγμένες εταιρίες με έδρα στις ΗΠΑ (εξαιρούνται χρηματοπιστωτικά ιδρύματα) και οι αναδιαρθρώσεις, 75% επιτυχημένες και 25% αποτυχημένες, λαμβάνουν χώρα την περίοδο 1980-1990. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το πλήθος των ομολογιακών δανείων που εκδίδονται 1 έτος πριν την αναδιάρθρωση του χρέους συνδέεται σημαντικά και αρνητικά με το

ποσοστό μείωσης του δημόσιου χρέους κατά την αναδιάρθρωση. Αυτό σημαίνει ότι όσο περισσότερες είναι οι ομάδες των ομολογιούχων, τόσο ισχυρότερα είναι τα εμπόδια που επιβάλλονται στην αναδιάρθρωση του χρέους. Ωστόσο, παρατηρείται, επίσης, ότι η αναδιάρθρωση του τραπεζικού χρέους συνδέεται σημαντικά και θετικά με το ποσοστό μείωσης του δημόσιου χρέους, γεγονός που δείχνει ότι η θετική στάση των τραπεζών μπορεί να υποβοηθήσει την αναδιάρθρωση του υπόλοιπου χρέους.

Οι ***Kang and Shivdasani (1997)*** εξετάζουν 92 βιομηχανικές εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Τόκιο που βρέθηκαν σε κατάσταση παρακμής κατά την περίοδο 1986-1990. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, σε κάποιο έτος, ο δείκτης «λειτουργικά κέρδη προ φόρων / χρεωστικοί τόκοι»[73] μειωθεί κατά 50% αλλά εξακολουθεί να είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η πιθανότητα περιστολής κόστους, περιουσιακών στοιχείων και θέσεων εργασίας, ως απάντηση στην παρακμή, αυξάνεται όταν η βασική τράπεζα της εταιρίας κατέχει σημαντικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου.

Ο ***Easterwood (1998)*** εξετάζει 41 μοχλευμένες εξαγορές (leveraged buyouts) και 134 αποεπενδύσεις[74] (divestments) που έλαβαν χώρα κατά την περίοδο 1982-1990 και αφορούν σε εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Τα αποτελέσματα δεν υποστηρίζουν την άποψη ότι οι πιστωτές με υψηλή προτεραιότητα έχουν τη δυνατότητα να επιβάλλουν στις εταιρίες την εκποίηση περιουσιακών στοιχείων που σχετίζονται με το κύριο αντικείμενο δραστηριότητας προς όφελός τους και εις βάρος των πιστωτών με χαμηλή προτεραιότητα. Αντίθετα, τα ευρήματα δείχνουν ότι, σε κάποιες περιπτώσεις, οι χαμηλής προτεραιότητας πιστωτές που διατηρούν απαιτήσεις μη διαπραγματεύσιμες στην ελεύθερη αγορά ασκούν παρασκηνιακή πίεση[75] στις διοικήσεις των εταιριών για να προβούν σε οικονομικά αναποτελεσματικές αποεπενδύσεις εις βάρος των υψηλής προτεραιότητας πιστωτών που διατηρούν απαιτήσεις διαπραγματεύσιμες στην ελεύθερη (πχ ομόλογα).

Οι ***Haynes et al. (2000)*** εξετάζουν 134 εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που προέβησαν σε αποεπένδυση την περίοδο 1985-1989. Συμπεραίνεται ότι η δανειακή επιβάρυνση συνδέεται θετικά με την αξία και το πλήθος των περιουσιακών στοιχείων (επιχειρησιακών τμημάτων) που αποεπενδύονται.

[73] Ή δείκτης κάλυψης των τόκων.
[74] Οι μοχλευμένες εξαγορές και οι αποεπενδύσεις συνιστούν ενέργειες ανταπόκρισης στην παρακμή και θα εξεταστούν κατά την αναφορά μας στο Περιεχόμενο της εταιρικής ανάκαμψης.
[75] Ο αγγλικός όρος που χρησιμοποιείται είναι «lobby».

Οι ***Bergstrom et al. (2002)*** εξετάζουν 291 εταιρίες από τη Φιλανδία που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης την περίοδο 1993-1994. Τα ευρήματα οδηγούν σε απόρριψη του ισχυρισμού ότι οι θεσμικοί πιστωτές (τράπεζες κ.ά.) προτιμούν την αναδιοργάνωση από την πτώχευση όταν είναι ικανοποιητικώς εξασφαλισμένοι. Επιπλέον, η αξία των υποχρεώσεων (ως λογάριθμος) συνδέεται θετικά με την πιθανότητα αναδιοργάνωσης αλλά σε οριακά αποδεκτά επίπεδα σημαντικότητας (10%).

Οι ***Dawley et al. (2002)*** εξετάζουν 207 βιομηχανικές εταιρίες (με ενεργητικό μεγαλύτερο των $10 εκ.) που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 (Chapter 11) του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ την περίοδο 1980-1992. Συμπεραίνεται ότι η δανειακή επιβάρυνση δε συνδέεται σημαντικά με την εταιρική επίδοση κατά την περίοδο που ακολουθεί την πτωχευτική διαδικασία.

Ο ***Donoher (2004)*** εξετάζει την επιρροή των χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης και των πιστωτών στην πιθανότητα κήρυξης πτώχευσης στις ΗΠΑ βάσει δείγματος που περιλαμβάνει 220 εισηγμένες εταιρίες εκ των οποίων οι μισές κήρυξαν πτώχευση, ενώ οι υπόλοιπες όχι, ως απόκριση στη χρηματοοικονομική δυσπραγία κατά την περίοδο 1990-1996. Η έρευνα απορρίπτει την υπόθεση ότι οι εταιρίες σε καλύτερη χρηματοοικονομική κατάσταση έχουν αυξημένη πιθανότητα να αιτηθούν πτώχευση όταν η εκπροσώπηση των πιστωτών στο διοικητικό συμβούλιο είναι μεγαλύτερη. Επίσης, απορρίπτεται η υπόθεση ότι οι εταιρίες σε καλύτερη χρηματοοικονομική κατάσταση έχουν αυξημένη πιθανότητα να αιτηθούν πτώχευση όταν το ποσοστό του ενέγγυου χρέους ως ποσοστό των συνολικό υποχρεώσεων είναι υψηλό. Αντίθετα, επιβεβαιώνεται η υπόθεση ότι οι εταιρίες σε καλύτερη χρηματοοικονομική κατάσταση έχουν αυξημένη πιθανότητα να αιτηθούν πτώχευση όταν το ποσοστό του βραχυπρόθεσμου χρέους είναι υψηλό.

4.5.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΩΝ

Η εταιρική ανάκαμψη περιλαμβάνει μία πολιτική πτυχή που αφορά στη σχέση της εταιρίας με τους συμμέτοχούς της. Οι συμμέτοχοι δύνανται να επηρεάσουν τις στρατηγικές ανάκαμψης διότι η στήριξή τους συνιστά ικανή και, σε κάποιες περιπτώσεις, απαραίτητη συνθήκη για την ανάκαμψη. Επιπρόσθετα, συμβάλλουν στη

δημιουργία ερεθίσματος για τη διαπίστωση της παρακμής που συνιστά προαπαιτούμενο για την ανάληψη διορθωτικής δράσης.

Κάποιοι συμμέτοχοι κρίνονται σημαντικότεροι, αναλόγως των εκάστοτε συνθηκών που αντιμετωπίζει η εταιρία. Σε θεωρητικό επίπεδο, οι πιστωτές συνιστούν μία εκ των σημαντικότερων ομάδων συμμέτοχων και η διαμόρφωση στάσης συνιστά περίπλοκο ζήτημα που εξαρτάται από διάφορους παράγοντες όπως οι εξασφαλίσεις που ενδεχομένως διαθέτουν, η προτεραιότητα ικανοποίησής τους σε περίπτωση ρευστοποίησης της εταιρίας, τα περιθώρια δράσης που παρέχονται από το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο για την υπεράσπιση των συμφερόντων τους και οι μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας.

Τα σχετικά εμπειρικά ευρήματα υποδεικνύουν ότι οι πιστωτές δύνανται να επηρεάσουν της επιλεγόμενες στρατηγικές ανάκαμψης ανάλογα με την αντίληψή τους για τις αιτίες παρακμής. Επιπρόσθετα, η στάση των πιστωτών, γενικά, επηρεάζει την έκβαση συγκεκριμένων στρατηγικών ανάκαμψης όπως η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση και η στήριξη κάποιων πιστωτών με βαρύτητα γνώμης, όπως οι τράπεζες, συμβάλλει στην επίτευξη της στήριξης άλλων πιστωτών.

Δεδομένου ότι το θεσμικό πλαίσιο που διαμορφώνει τις δυνατότητες των πιστωτών για την υπεράσπιση των συμφερόντων τους αναμένεται να διαφέρει μεταξύ διαφορετικών οικονομιών (χωρών), οι γενικεύσεις για τη στάση των πιστωτών, τόσο σε θεωρητικό όσο και εμπειρικό επίπεδο, προϋποθέτουν την εξέταση των σχετικών ομοιοτήτων και διαφορών. Κατά συνέπεια, ένα ενδιαφέρον πεδίο μελλοντικής έρευνας του ζητήματος αφορά στη διερεύνηση της επιρροής του εκάστοτε θεσμικού πλαισίου στη διαμόρφωση στάσης εκ μέρους των πιστωτών και, κατ' επέκταση, στην πιθανότητα ανάκαμψης. Επιπρόσθετα, η ενσωμάτωση χαρακτηριστικών που δεν αναφέρονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, όπως η ληκτότητα των υποχρεώσεων και η προγενέστερη παραβίαση, εκ μέρους της εταιρίας, των όρων αποπληρωμής των υποχρεώσεων, θα μπορούσαν να ερμηνεύσουν σε μεγαλύτερο βαθμό τη στάση των πιστωτών και τη συμβολή τους ή μη στην πιθανότητα ανάκαμψης της εταιρίας.

4.6 Εσωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση της ιστορίας και παρούσας κατάστασης της εταιρίας

4.6.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΙΣΤΟΡΙΑΣ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ

Σύμφωνα με τον Hofer (1980), πριν την εφαρμογή οποιασδήποτε στρατηγικής, είναι αναγκαίο να εξεταστεί η λειτουργική και στρατηγική ισχύς της εταιρίας. Η λειτουργική ισχύς περιλαμβάνει στοιχεία όπως η βραχυχρόνια χρηματοοικονομική κατάσταση, η θέση στην αγορά, η τεχνολογική θέση και οι βραχυχρόνιες δυνατότητες της παραγωγικής διαδικασίας. Η στρατηγική ισχύς αναφέρεται στο μίγμα προϊόντος-αγοράς και στις μακροχρόνιες τεχνολογικές, παραγωγικές και χρηματοοικονομικές δυνατότητες της εταιρίας. Ο έλεγχος της ισχύος της εταιρίας είναι σημαντικός επειδή οποιαδήποτε στρατηγική ανάκαμψης δεν έχει νόημα αν η εταιρία δε διαθέτει τις απαραίτητες ικανότητες (πόρους) για την εφαρμογή της. Μετά από ανάλυση τριών περιπτώσεων εταιριών (από τον κλάδο παραγωγής γεωργικών μηχανημάτων στην Αυστραλία) που αντιμετώπισαν επιτυχώς την παρακμή[76] και μίας εταιρίας που δεν ανέκαμψε[77], ο Harker (1998) συμπεραίνει ότι η επιτυχία των στρατηγικών ανάκαμψης στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στην κατανόηση του περιβάλλοντος και των εσωτερικών ικανοτήτων της εταιρίας. Στοιχεία όπως η αγορά, οι ανταγωνιστές και οι δυνατότητες της εταιρίας διαμορφώνουν σε μεγάλο βαθμό την ικανότητά της να ανακάμψει. Ο Pandit (2000) επισημαίνει ότι η ιστορική στρατηγική της εταιρίας μπορεί, στα πλαίσια αντιμετώπισης της παρακμής, να δυσχεραίνει ή να διευκολύνει την εφαρμογή ορισμένων στρατηγικών ανάκαμψης επηρεάζοντας τόσο το περιεχόμενο όσο και τη διαδικασία εφαρμογής τους. Για παράδειγμα, μία στρατηγική μη διανομής μερίσματος θα αντιμετωπίσει μεγαλύτερη αντίσταση από τους μετόχους εταιριών που διένειμαν ανελλιπώς μέρισμα κατά το παρελθόν, συγκριτικά με την αντίσταση των μετόχων εταιριών που διένειμαν μέρισμα μόνο περιστασιακά (Schober: 2004).

[76] Πρόκειται για τις Walkers Ltd, Austoft Ltd και Southern Cross Machinery Ltd (Αυστραλία) για τις οποίες η παρακμή έλαβε χώρα το 1985, 1990 και 1991-3 και η ανάκαμψη το 1988, 1993 και 1994-5, αντίστοιχα.

[77] Πρόκειται για τη Southern Cross Corporation που βρέθηκε σε κατάσταση παρακμής το 1988. Η εταιρία εξαγοράστηκε το 1993 από το γενικό διευθυντή της με την υποστήριξη της ελβετικής τράπεζας SBC.

Κατά τον Schober (2004), τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στην «ιστορία και παρούσα κατάσταση» της εταιρίας καθώς και η ενδεδειγμένη έκταση ανάλυσής τους κυμαίνονται ανάλογα με τις ανάγκες κάθε έρευνας. Σύμφωνα με τον ίδιο, το περιεχόμενο του παραπάνω όρου αποτελείται από μετρήσιμα (ποσοτικά) και μη μετρήσιμα (ποιοτικά) στοιχεία. Στην πρώτη ομάδα κατατάσσονται, ενδεικτικά, η ανταγωνιστική θέση, η αξιοποίηση δυναμικότητας, η ρευστότητα και το μέγεθος της εταιρίας ενώ στη δεύτερη ομάδα κατατάσσονται το εσωτερικό κλίμα, το σκεπτικό (τρόπος σκέψης) των διοικητικών στελεχών και τα οργανωσιακά και διοικητικά χαρακτηριστικά. Για τις ανάγκες της παρούσας έρευνας και στοχεύοντας στην όσο το δυνατόν καλύτερη δόμηση της ανάλυσης, ξεκινούμε την εξέταση του ζητήματος με την αναφορά στα ποσοτικά και ποιοτικά «ιδιοκτησιακά και διοικητικά χαρακτηριστικά». Σε αυτό το τμήμα θα αναφερθούμε στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου και του διοικητικού συμβουλίου, εστιάζοντας στην παρουσία θεσμικών επενδυτών και «μεγάλων» μετόχων (blockholders), τη δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου[78] (CEO duality), το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου[79] κ.α. Ακολούθως εξετάζουμε τη χρηματοοικονομική ισχύ της εταιρίας και παραθέτουμε αναφορές στο μέγεθος, τους πλεονάζοντες χρηματοοικονομικούς πόρους, τη ρευστότητα κ.ά. Η σχετική ανάλυση επικεντρώνεται σε ποσοτικά στοιχεία καθώς τα χρηματοοικονομικά δεδομένα είναι, εξορισμού, μετρήσιμα. Το τρίτο τμήμα, υπό τον τίτλο «στρατηγική ισχύς», αφορά σε στοιχεία όπως το μερίδιο αγοράς, η ανταγωνιστική θέση, οι εργαζόμενοι κ.ά. Σχετικά με τους εργαζόμενους, πρέπει να σημειωθεί ότι το ζήτημα των απολύσεων και η καταλληλότητα-αποτελεσματικότητά τους θα εξεταστούν στο επόμενο κεφάλαιο κατά την αναφορά στο περιεχόμενο της ανάκαμψης (στρατηγικές ανάκαμψης) ενώ η διαδικασία εφαρμογής στρατηγικών που επηρεάζουν τους εργαζόμενους θα εξεταστεί στο κεφάλαιο που αναφέρεται στη διαδικασία ανάκαμψης.

Ολοκληρώνοντας, πρέπει να επισημάνουμε ότι η διάρθρωση του κειμένου θα διαφοροποιηθεί, ελαφρώς, σε σχέση με τη διάρθρωση που έχει προηγηθεί. Αυτό οφείλεται στη φύση των ζητημάτων και στο περιεχόμενο των βιβλιογραφικών πηγών. Για τα μη μετρήσιμα στοιχεία παρατηρείται απουσία εμπειρικών ερευνών μεγάλου

[78] Ο όρος δυαδικότητα (duality) αναφέρεται στις περιπτώσεις όπου το ίδιο άτομο κατέχει τη θέση Διευθύνοντος Συμβούλου και Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου.

[79] Όλα τα παραπάνω υπάγονται στο αντικείμενο της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η χρήση του συγκεκριμένου όρου αποφεύχθηκε επειδή στο εν λόγω αντικείμενο περιλαμβάνονται πρόσθετα στοιχεία που δε θα εξεταστούν στο παρόν.

δείγματος ενώ, αντίθετα, η ανάλυση των μετρήσιμων στοιχείων επικεντρώνεται σε τέτοιες έρευνες. Κατά συνέπεια, η ανάλυση των ποιοτικών στοιχείων πραγματοποιείται βάσει επισκόπησης των θεωρητικών ζητημάτων και των μελετών περιπτώσεων. Αντίθετα, στην περίπτωση των μετρήσιμων στοιχείων η θεωρητική επισκόπηση ακολουθείται, πρωτίστως, από την αναφορά στα ευρήματα εμπειρικών ερευνών μεγάλου δείγματος και, δευτερευόντως, από την αναφορά σε μελέτες περιπτώσεων. Επιπρόσθετα, για την αποφυγή «δαιδαλώδους» διάρθρωσης (μεγάλο πλήθος υποπαραγράφων) η εξέταση κάθε στοιχείου ολοκληρώνεται σε μία υποπαράγραφο όπου αναλύονται, ταυτόχρονα, τα θεωρητικά ζητήματα και τα ευρήματα εμπειρικών ερευνών και μελετών περιπτώσεων.

4.6.2 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

4.6.2.1 Ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά

Οι μέτοχοι (ιδιοκτήτες) της εταιρίας είναι μία από τις σημαντικότερες ομάδες συμμέτοχων διότι έχουν τη δυνατότητα και την ευθύνη διορισμού των διοικητικών στελεχών και, εξορισμού, αναλαμβάνουν το μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο. Οι μέτοχοι είναι εκείνοι που αποφασίζουν, τουλάχιστον έμμεσα, για τη στρατηγική της εταιρίας εγκρίνοντας ή απορρίπτοντας το σχεδιασμό των διοικητικών στελεχών. Ωστόσο, όπως και στην περίπτωση των πιστωτών, η στάση του εκάστοτε μέτοχου διαφοροποιείται ανάλογα με την εκτίμησή του για τη σοβαρότητα της κατάστασης και των ιδιοτήτων του. Μία βασική ιδιότητα αφορά στο δικαίωμα ή μη συμμετοχής στις γενική συνέλευση των μετόχων όπου λαμβάνονται αποφάσεις για τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κλπ. Κατά κανόνα, αυτό το δικαίωμα παρέχεται στους μετόχους που κατέχουν ικανό ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου[80]. Οι μέτοχοι με δικαίωμα ψήφου αναμένεται να αντιμετωπίσουν πιο θετικά ένα σχέδιο ανάκαμψης διότι διαθέτουν τη δυνατότητα διαμόρφωσης και ελέγχου της εφαρμογής του. Μία, ακόμη, ιδιότητα αφορά στη σειρά προτεραιότητας ικανοποίησης των μετόχων σε περίπτωση ρευστοποίησης της εταιρίας. Συνήθως, οι κοινοί μέτοχοι είναι η ομάδα μετόχων με το χαμηλότερο βαθμό προτεραιότητας. Κατά συνέπεια, είναι πιθανότερο να τεθούν υπέρ ενός σχεδίου ανάκαμψης όταν

[80] Το ποσοστό αυτό διαφέρει από χώρα σε χώρα αλλά, συνήθως, χρησιμοποιείται το κριτήριο του 5% για τις εισηγμένες εταιρίες.

εκτιμούν ότι το προϊόν ρευστοποίησης δεν θα καλύψει τις απαιτήσεις τους. Οι μέτοχοι διακρίνονται, επίσης, σε θεσμικούς ή μη. Σύμφωνα με τις Bethel and Liebeskind (1993), οι θεσμικοί επενδυτές προσφέρουν στις εταιρίες πολύτιμα πλεονεκτήματα όπως η γνώση, η εμπειρία, οι διασυνδέσεις κλπ. Οι μέτοχοι αυτού του τύπου, πχ ασφαλιστικές εταιρίες, ενδιαφέρονται, σε κάποιο βαθμό, για «ασφαλείς» και ρευστοποιήσιμες αποδόσεις, όπως τα μερίσματα, έτσι ώστε να είναι ικανοί να καλύψουν σχετικώς ομαλά τις ανάγκες ρευστότητας. Αντίθετα, οι μη θεσμικοί μέτοχοι δεν έχουν, συνήθως, τόσο εκτεταμένες ανάγκες ρευστότητας και προτιμούν τα υψηλότερα αλλά λιγότερο «ασφαλή» κεφαλαιακά κέρδη. Οι προτιμήσεις έναντι των μερισμάτων ή κεφαλαιακών κερδών εξαρτώνται, επίσης, από το φορολογικό καθεστώς που αντιμετωπίζει κάθε μέτοχος. Τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται, συνήθως, τη στιγμή που προκύπτουν («στη βάση» όπως συνήθως αναφέρεται) και δεν αυξάνουν το φορολογητέο εισόδημα του μετόχου. Αντίθετα, τα μερίσματα λογίζονται ως εισόδημα και μπορούν να μετατοπίσουν τους επενδυτές σε υψηλότερη φορολογική κλίμακα. Κατά συνέπεια, μία στρατηγική μη διανομής μερισμάτων ενδεχομένως θα υποστηριχθεί πιο σθεναρά από τους επενδυτές που επιθυμούν την επανεπένδυση κερδών, ιδιαίτερα όταν αυτό αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση της εταιρικής αξίας και των κεφαλαιακών κερδών. Σε όλα τα παραπάνω μπορεί να προστεθεί, επίσης, μία ποιοτική και μία ποσοτική διάσταση. Η ποιοτική διάσταση συνίσταται στις ιδιότητες κάθε ομάδας (τύπου) μετόχων ενώ η ποσοτική διάσταση καθορίζεται από την ισχύ που διαθέτει κάθε ομάδα, δηλαδή το ποσοστό ελέγχου που της αναλογεί μέσω της κατοχής μετοχών (πιο ορθά, δικαιωμάτων ψήφου). Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι όσο η «κυριαρχία» μετόχων με κοινές ιδιότητες αυξάνεται, τόσο ταχύτερα αναμένεται να επιτευχθεί συμφωνία για το μέλλον της εταιρίας. Αυτό αναμένεται να είναι ιδιαίτερα εμφανές σε εταιρίες όπου κυριαρχούν συγγενικοί δεσμοί μεταξύ των μετόχων, δηλαδή εταιριών με «οικογενειακού» τύπου ιδιοκτησία, φαινόμενο που, στην Ελλάδα, απαντάται ακόμα και στις εισηγμένες εταιρίες.

Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, οι Bethel and Liebeskind (1993) εξετάζουν 93 εισηγμένες εταιρίες του δείκτη Fortune-500 που προέβησαν σε λειτουργική και χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση κατά την περίοδο 1981-1987 στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η παρουσία μεγάλων μετόχων και η είσοδος νέων μεγάλων μετόχων στο ιδιοκτησιακό σχήμα των εταιριών συνδέονται: α) θετικά με τη συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου των προϊόντων, β) αρνητικά με τη διαφοροποίηση και γ) θετικά με την αποεπένδυση (divestiture). Αντίθετα, η παρουσία θεσμικών επενδυτών σχετίζεται

θετικά με την εξάπλωση των εταιριών. Η είσοδος νέων μεγάλων μετόχων στο ιδιοκτησιακό σχήμα συνδέεται θετικά με τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση και την καταβολή πληρωμών τοις μετρητοίς στους μετόχους, ενώ η αντίστοιχη σχέση για τους θεσμικούς επενδυτές είναι αντίθετη. Οι Hoskisson et al. (1994) εξετάζουν 203 εταιρίες από τις ΗΠΑ που προέβησαν σε εθελοντική (δηλαδή όχι υπό την απειλή εξαγοράς) λειτουργική αναδιάρθρωση την περίοδο 1985-1990. Ως λειτουργική αναδιάρθρωση ορίζεται η αποεπένδυση τουλάχιστον δύο τμημάτων παραγωγής που συμμετέχουν κατά τουλάχιστον 10% στις πωλήσεις. Η έρευνα συμπεραίνει ότι τόσο το πλήθος των μεγάλων μετόχων όσο και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν συνδέονται αρνητικά με το επίπεδο διαφοροποίησης προϊόντος ή, εναλλακτικά, ότι η παρουσία μεγάλων μετόχων συνδέεται θετικά με την αποεπένδυση που στοχεύει στην επικέντρωση σε λιγότερα προϊόντα και αγορές. Η Daily (1995) εξετάζει 70 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1980-1986. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι εταιρίες που οδηγήθηκαν σε ρευστοποίηση, μετά τη διαδικασία αναδιοργάνωσης, ήταν εκείνες με μεγαλύτερο ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου που κατέχεται από μεγάλους μετόχους (> 5% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου), ενώ εκείνες που αναδιαρθρώθηκαν επιτυχώς και συνέχισαν τη λειτουργία τους παρουσίαζαν μικρότερο ποσοστό ιδιοκτησίας από μεγάλους μέτοχους. Η Daily (1996) εξετάζει 53 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα Πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ και ολοκλήρωσαν την αναδιοργάνωση την περίοδο 1988-1993 και 53 εταιρίες που δεν υπέβαλαν αντίστοιχη αίτηση την ίδια περίοδο. Η αντιστοίχηση των εταιριών γίνεται βάσει κλάδου (3 ψηφία), πλήθος εργαζομένων και ηλικία. Η έρευνα απορρίπτει τις εξής υποθέσεις: α) το ποσοστό μετοχών που κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές είναι μεγαλύτερο για τις εταιρίες που υποβάλλουν αίτηση, β) το ποσοστό μετοχών που κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές συνδέεται θετικά με την πιθανότητα υποβολής προσυμφωνημένης (prepackaged) αίτησης[81] και γ) το ποσοστό μετοχών που κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές συνδέεται αρνητικά με το χρόνο που απαιτείται για την ολοκλήρωση της διαδικασίας αναδιοργάνωσης. Οι Kang and Shivdasani (1997) εξετάζουν την επιλογή στρατηγικών ανάκαμψης για 92 βιομηχανικές εταιρίες,

[81] Η προσυμφωνημένη πτώχευση είναι μία ειδική περίπτωση του Κεφαλαίου 11, σύμφωνα με την οποία η διαπραγμάτευση και συμφωνία μεταξύ της εταιρίας και των πιστωτών της για το σχέδιο αναδιοργάνωσης προηγείται της σχετικής αίτησης στο δικαστήριο (Daily: 1996).

εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Τόκυο κατά την περίοδο 1985-1989. Ως παρακμή ορίζεται η κατά τουλάχιστον 50% μείωση των προ φόρων λειτουργικών κερδών μετά το έτος κατά το οποίο ο δείκτης «προ φόρων λειτουργικά κέρδη / ενεργητικό» είναι μεγαλύτερος της διάμεσου του κλάδου στον οποίο λειτουργεί η εταιρία και ο δείκτης «λειτουργικά κέρδη/ χρεωστικοί τόκοι» είναι μεγαλύτερος του 1. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας που κατέχει η κύρια τράπεζα[82] και το αντίστοιχο ποσοστό των μεγάλων μετόχων συνδέονται θετικά με τη μείωση των περιουσιακών στοιχείων και τις απολύσεις. Το ποσοστό ιδιοκτησίας των μεγάλων μετόχων συνδέεται, επίσης, θετικά με την απομάκρυνση των υφιστάμενων διοικητικών στελεχών και την προσέλευση νέων. Τέλος, η συμμετοχή της εταιρίας σε keiretsu συνδέεται αρνητικά με τις απολύσεις. Οι Markides and Singh (1997) εξετάζουν (μέσω ερωτηματολογίου) 132 βιομηχανικές εταιρίες από τις ΗΠΑ (με πωλήσεις άνω των $400 εκ.), εκ των οποίων, οι 91 αποεπένδυσαν, το 1988, τουλάχιστον το 10% του ενεργητικού τους (σε αξία), είτε εθελοντικά (43 εταιρίες) είτε ως απάντηση σε απειλή εξαγοράς (48 εταιρίες) και 41 δεν προέβησαν σε ανάλογη ενέργεια το 1988. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας των μεγάλων μετόχων δε συνεισφέρει στο διαχωρισμό των δύο ομάδων εταιριών. Οι Filatochev and Toms (2000) εξετάζουν 23 εταιρίες που εξαγοράστηκαν ή ρευστοποιήθηκαν και 7 εταιρίες που επιβίωσαν την περίοδο 1950-1961 στον ευρισκόμενο σε ύφεση κλάδο κλωστοϋφαντουργίας του Ηνωμένου Βασιλείου. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το πλήθος των μετόχων (γενικά) και το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών είναι μεγαλύτερο για τις εταιρίες που επιβίωσαν. Οι Haynes et al. (2000) εξετάζουν 134 εταιρίες του δείκτη FT500 που προέβησαν σε αποεπένδυση την περίοδο 1985-1989 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ύπαρξη τουλάχιστον ενός μεγάλου μετόχου δε συνδέεται σημαντικά με την αξία του ενεργητικού που αποεπενδύεται (= αξία πώλησης ενεργητικού/ αγοραία αξία εταιρίας κατά το προηγούμενο έτος) ή με το πλήθος των επιχειρησιακών μονάδων που πωλούνται. Οι Haynes et al. (2003) εξετάζουν144 εταιρίες του δείκτη Times-1000 που προέβησαν σε εθελοντική αποεπένδυση κατά την περίοδο 1985-1991 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι: α) η επίδραση της χαμηλής επίδοσης στην ένταση της δραστηριότητας αποεπένδυσης είναι μεγαλύτερη υπό την παρουσία ενός, τουλάχιστον, μεγάλου μέτοχου και β) η επίδραση της χρηματοοικονομικής

[82] Συνήθως η κύρια τράπεζα υφίσταται όταν μία εταιρία ανήκει σε όμιλο τύπου keiretsu στην Ιαπωνία. Στην πράξη, κύρια τράπεζα μπορεί να υφίσταται και εκτός keiretsu (Kang and Shivdasani: 1997).

μόχλευσης στην ένταση της δραστηριότητας αποεπένδυσης είναι μεγαλύτερη υπό την απουσία ενός, τουλάχιστον, μεγάλου μέτοχου. Οι Ασημακόπουλος κ.ά. (2008) εξετάζουν συνολικά 196 εταιρίες που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1993-2002 και διαχωρίζονται περαιτέρω σε εκείνες με συνεχή διαπραγμάτευση των μετοχών τους μέχρι το 2006 (επιβιώσασες) και εκείνες με παύση διαπραγμάτευσης (για τουλάχιστον 6 μήνες) ή επιτήρησης πριν το 2006 (αποβιώσασες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι η παρουσία θεσμικών επενδυτών που συμμετέχουν με τουλάχιστον 5% στο ιδιοκτησιακό σχήμα της εταιρίας, κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, δε συνδέεται σημαντικά με τον κίνδυνο επιβίωσής της.

4.6.2.2 Διοικητικά χαρακτηριστικά

Κάποια από τα ποιοτικά χαρακτηριστικά διοίκησης που έχουν αναφερθεί κατά καιρούς αφορούν στην ικανότητα αντίληψης και δράσης σε περιόδους παρακμής (Finkin: 1985, Bethel and Liebeskind:1993), την αξιοπιστία (O'Neill: 1986), την κουλτούρα (Zimmerman: 1986), το κύρος (D' Aveni: 1989), την νοοτροπία (Schober: 2004) κ.ά. Πρέπει να σημειωθεί ότι η εξέταση των ποιοτικών χαρακτηριστικών στα πλαίσια ερευνών μεγάλου δείγματος είναι δύσκολη και τα εν λόγω χαρακτηριστικά εξετάζονται, συνήθως, στα πλαίσια κάποιων στοιχείων της στρατηγικής στα οποία θα αναφερθούμε σε επόμενη παράγραφο στην τρέχουσα ενότητα. Αντίθετα, τα ποσοτικά χαρακτηριστικά της διοίκησης όπως η δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου, το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου από εσωτερικούς και εξωτερικούς συμβούλους[83], το ποσοστό ιδιοκτησίας των συμβούλων και τα επίπεδα διοίκησης έχουν αναλυθεί εκτενέστερα. Κάθε ιδιότητα των διοικητικών στελεχών αναμένεται να επηρεάσει την εταιρική ανάκαμψη. Για παράδειγμα, η δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου μειώνει τον έμμεσο έλεγχο που ασκούν οι μέτοχοι στη διοίκηση αλλά, ταυτόχρονα, μειώνει τον απαιτούμενο χρόνο διαβούλευσης των μετόχων με τη διοίκηση. Η κατοχή μετοχών από τους συμβούλους υποτίθεται ότι ευθυγραμμίζει τις επιδιώξεις της διοίκησης με εκείνες των μετόχων γεγονός που, θεωρητικά, εξασφαλίζει την επιλογή και εφαρμογή στρατηγικών προς το συμφέρον των μετόχων. Αν υποθέσουμε ότι η ρευστοποίηση της εταιρίας θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους, η πραγματοποίησή της είναι πιθανότερη όταν η

[83] Ως εσωτερικός σύμβουλος ορίζεται κάποιος που εργάζεται στην εταιρία ενώ ως εξωτερικός σύμβουλος ορίζεται κάποιος που δεν έχει άλλης μορφής σχέση με την εταιρία.

ευμάρεια των συμβούλων συνδέεται στενά με την εταιρική αξία (πχ μέσω κατοχής μετοχών). Σε τέτοιου είδους αποφάσεις, η σχέση των συμβούλων αναμένεται, επίσης, να ασκήσει επιρροή. Οι σύμβουλοι που συνδέονται με την εταιρία με σχέση εργασίας έχουν κίνητρο να ταχθούν υπέρ της συνέχισης της λειτουργίας καθώς, σε διαφορετική περίπτωση, θα χάσουν, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, ένα μέρος του εισοδήματός τους και θα αποκτήσουν το «στίγμα» του αποτυχημένου συμβούλου-στελέχους. Αντίθετα, οι εξωτερικοί σύμβουλοι, δηλαδή εκείνοι που συνδέονται με την εταιρία μόνο εξαιτίας της συμμετοχής τους στο διοικητικό συμβούλιου, αναμένεται να είναι πιο αντικειμενικοί επειδή αφενός η εισοδηματική κατάστασή τους εξαρτάται λιγότερο, σε σύγκριση με την ομάδα των προαναφερθέντων συμβούλων, από τη συνέχιση της λειτουργίας της εταιρίας, αφετέρου επιθυμούν να διατηρήσουν τη φήμη του αξιόπιστου συμβούλου. Όσον αφορά στο μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, η αύξηση των μελών του αναμένεται να αυξήσει το χρόνο που απαιτείται για την επίτευξη οποιασδήποτε συμφωνίας. Ωστόσο, τα πολυμελή συμβούλια αναμένεται να χαρακτηρίζονται, τουλάχιστον θεωρητικά, από περισσότερη γνώση, εμπειρία, επάρκεια προτάσεων και σκέψεων κ.ά., δηλαδή στοιχεία που συμβάλλουν στην εταιρική επιτυχία. Παρόμοια, ο συγκεντρωτισμός μπορεί να οδηγήσει σε έλλειψη προτάσεων και δημιουργικότητας, αλλά υπερβολικός αριθμός επιπέδων διοίκησης μπορεί να καταστήσει έναν οργανισμό «δυσκίνητο». Όλα τα παραπάνω μπορούν να επηρεάσουν την επιλογή και εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό. Όπως έχει, ήδη, αναφερθεί, τα διοικητικά στελέχη φέρουν σημαντικό μερίδιο ευθύνης (ή τη συνολική ευθύνη σύμφωνα με κάποιες απόψεις) για την εταιρική παρακμή και αυτό συνεπάγεται την αντικατάστασή τους πριν την εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης. Στο ζήτημα αυτό θα επανέλθουμε κατά την αναφορά μας στη διαδικασία ανάκαμψης όπου θα εξετάσουμε το ζήτημα της αντικατάστασης των διοικητικών στελεχών.

Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, ο D’ Aveni (1989) εξετάζει 57 εταιρίες που πτώχευσαν κατά την περίοδο 1972-1982 και 57 εταιρίες που δεν πτώχευσαν κατά την ίδια περίοδο, στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το κύρος του διοικητικού συμβουλίου συνδέεται αρνητικά με την πιθανότητα πτώχευσης μίας εταιρίας. Η μεταβλητή που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση του κύρους διαμορφώνεται από: α) το πλήθος των διοικητικών συμβουλίων (εκτός της εταιρίας) στα οποία συμμετέχει ο διευθύνων σύμβουλος, β) το πλήθος των διοικητικών στελεχών που συμμετέχουν σε διοικητικά συμβούλια εκτός εταιρίας, γ) το πλήθος των εξωτερικών συμβούλων που

συμμετέχουν στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας, δ) το μέσο όρο εκπαίδευσης των μελών του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας και ε) το ποσοστό των διοικητικών στελεχών που αποφοίτησαν από κορυφαία πανεπιστήμια. Η έρευνα των Bethel and Liebeskind (1993)[84] συμπεραίνει ότι η εκ των έσω ιδιοκτησία (insider ownership) συνδέεται σημαντικά και θετικά με την αλλαγή της μερισματικής πολιτικής (χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση), διατηρώντας όμως, επιφυλάξεις ως προς τη σημαντικότητα των συντελεστών των αντίστοιχων μεταβλητών. Οι Johnson et al. (1993) εξετάζουν, βάσει ερωτηματολογίου, 92 εταιρίες από τους κλάδους βιομηχανικής επεξεργασίας, μεταλλουργίας και υπηρεσιών των ΗΠΑ που, κατά την περίοδο 1985-1990, προέβησαν σε εθελοντική αποεπένδυση 2 τουλάχιστον επιχειρησιακών μονάδων αξίας ίσης με το 10%, τουλάχιστον, της αξίας του ενεργητικού. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ανάμιξη ή η πίεση που ασκεί το διοικητικό συμβούλιο για την πραγματοποίηση στρατηγικής αναδιάρθρωσης, δηλαδή αποεπενδύσεων και εξαγορών, συνδέεται: α) θετικά με το λόγο του πλήθους των εξωτερικών συμβούλων προς το πλήθος όλων των συμβούλων, β) θετικά με το ποσοστό μετοχών που κατέχουν οι εξωτερικοί σύμβουλοι, γ) αρνητικά με το ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα ανώτατα διοικητικά στελέχη, δ) αρνητικά με την έμφαση που δίνουν τα ανώτατα διοικητικά στελέχη στο στρατηγικό έλεγχο, ε) αρνητικά με τη θητεία (σε έτη) των ανώτατων διοικητικών στελεχών στην ομάδα ανώτατης διοίκησης, στ) αρνητικά με τη διάρκεια απασχόλησης των ανώτατων διοικητικών στελεχών στην εταιρία και ζ) αρνητικά με το επίπεδο εκπαίδευσης των ανώτατων διοικητικών στελεχών. Επίσης, η θητεία (σε έτη) των ανώτατων διοικητικών στελεχών στο διοικητικό συμβούλιο, η ανομοιογένεια του διοικητικού συμβουλίου (ως διακύμανση της θητείας των μελών) και η ανομοιογένεια της ομάδας ανώτατης διοίκησης (ως διακύμανση της θητείας των μελών της) δε συνδέονται σημαντικά με την ανάμιξη ή πίεση που ασκεί το διοικητικό συμβούλιο για την πραγματοποίηση στρατηγικής αναδιάρθρωσης. Η έρευνα των Hoskisson et al. (1994)[85] συμπεραίνει ότι ο βαθμός σχετικής διαφοροποίησης προϊόντων (relative product diversification) δεν επηρεάζεται από το πλήθος εξωτερικών συμβούλων (ως % όλων των συμβούλων) και από το ποσοστό ιδιοκτησίας των εξωτερικών και εσωτερικών συμβούλων. Οι Daily and Dalton (1995) εξετάζουν 57 ζεύγη πτωχών και μη πτωχών εταιριών για την περίοδο 1973-1982 και 50 όμοια ζεύγη για το 1990 από τις ΗΠΑ. Η αντιστοίχηση

[84] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[85] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.

των πτωχών εταιριών με τις μη πτωχές πραγματοποιείται βάσει μεγέθους, κλάδου και έτους πτώχευσης. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι πτωχές εταιρίες υπόκεινται σε μεγαλύτερη εκροή (αποχώρηση) συμβούλων, κατά την πενταετία που προηγείται της αίτησης πτώχευσης, συγκριτικά με την εκροή στην οποία υπόκεινται οι μη πτωχές εταιρίες κατά την ίδια περίοδο. Επίσης, δεν είναι ξεκάθαρο αν, κατά την πενταετία πριν την αίτηση πτώχευσης, το πλήθος των εξωτερικών συμβούλων των πτωχών εταιριών αυξάνεται εις βάρος του πλήθους των εσωτερικών συμβούλων. Η έρευνα της Daily (1995)[86] συμπεραίνει ότι η αναλογία του πλήθους εξωτερικών συμβούλων προς το πλήθος εσωτερικών συμβούλων συνδέεται θετικά με την επιτυχία της αναδιοργάνωσης και αρνητικά με τη ρευστοποίηση της εταιρίας. Οι Seward and Walsh (1996) εξετάζουν 74 εταιρίες από τις ΗΠΑ που προέβησαν σε σύσταση θυγατρικών εταιριών (με τη μορφή spin-off[87]) την περίοδο 1972-1987. Η έρευνα συμπεραίνει ότι: α) η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση σύστασης θυγατρικής είναι θετική όταν ο διευθύνων σύμβουλος της νεοσυσταθείσας θυγατρικής προέρχεται από τη μητρική εταιρία, β) οι εσωτερικοί σύμβουλοι συνιστούν μειοψηφία στο διοικητικό συμβούλιο της νεοσυσταθείσας θυγατρικής, γ) η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση σύστασης θυγατρικής συνδέεται αρνητικά με την παρουσία εσωτερικών συμβούλων στο διοικητικό συμβούλιο της νεοσυσταθείσας θυγατρικής, δ) η επιτροπή αμοιβών της νεοσυσταθείσας θυγατρικής αποτελείται κυρίως από εξωτερικούς συμβούλους και ε) η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση σύστασης συνδέεται θετικά με το ποσοστό εξωτερικών συμβούλων στην επιτροπή αμοιβών της νεοσυσταθείσας θυγατρικής. Η έρευνα της Daily (1996)[88] συμπεραίνει ότι οι πτωχές εταιρίες δεν έχουν μεγαλύτερη αναλογία εσωτερικών συμβούλων στην επιτροπή ελέγχου (audit committee) σε σχέση με τις μη πτωχές και η αναλογία εσωτερικών συμβούλων στην επιτροπή ελέγχου δε σχετίζεται με το ενδεχόμενο υποβολής αίτησης προσυμφωνημένης πτώχευσης. Ωστόσο, η αναλογία εσωτερικών συμβούλων στην επιτροπή ελέγχου (audit committee) συνδέεται αρνητικά με το χρόνο που απαιτείται για την αναδιοργάνωση. Οι Mueller and Barker III (1997) εξετάζουν 33 εταιρίες που ανέκαμψαν και 33 εταιρίες που δεν ανέκαμψαν την περίοδο 1977-1993 στις ΗΠΑ (αντιστοίχηση βάσει πωλήσεων, πλήθους εργαζομένων και ενεργητικού). Η έρευνα συμπεραίνει ότι: α) οι εταιρίες που δεν

[86] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[87] Στο ζήτημα των spin-off θα επανέλθουμε κατά την εξέταση του περιεχομένου των στρατηγικών ανάκαμψης, στο επόμενο κεφάλαιο.
[88] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.

ανέκαμψαν διέθεταν είτε πολύ περιορισμένα (σε πλήθος) είτε πολύ διευρυμένα διοικητικά συμβούλια την κρίσιμη περίοδο όπου απαιτούταν ανταπόκριση στην παρακμή, β) μολονότι η ύπαρξη εξωτερικών συμβούλων δεν αποτρέπει την εμφάνιση παρακμής, οι εξωτερικοί σύμβουλοι παρέχουν χρήσιμη στήριξη κατά τη διαδικασία ανάκαμψης και γ) δεν είναι ξεκάθαρο αν το πλήθος των ανώτατων διοικητικών στελεχών επηρεάζει την ικανότητα ανάκαμψης. Η έρευνα των Markides and Singh (1997)[89] συμπεραίνει ότι καμία από τις μεταβλητές διακυβέρνησης που λήφθηκαν υπόψη, μεταξύ των οποίων το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η αναλογία εξωτερικών συμβούλων, δεν συνεισφέρει στο διαχωρισμό των εταιριών που αποεπένδυσαν από εκείνες που δεν αποεπένδυσαν. Η έρευνα των Filatochev and Toms (2000)[90] συμπεραίνει ότι οι εταιρίες που επιβίωσαν έχουν μεγαλύτερο διοικητικό συμβούλιο και υψηλότερο ποσοστό ιδιοκτησίας από τους συμβούλους αλλά η ποιοτική σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου δε διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις εταιρίες που επιβίωσαν και εκείνες που δεν επιβίωσαν. Η έρευνα των Haynes et al. (2000)[91] συμπεραίνει ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας των ανώτατων διοικητικών στελεχών και η αναλογία εξωτερικών-εσωτερικών συμβούλων στο διοικητικό συμβούλιο συνδέονται θετικά με την αξία του ενεργητικού που αποεπενδύεται (= αξία πώλησης ενεργητικού/ αγοραία αξία εταιρίας κατά το προηγούμενο έτος) ή με το πλήθος των επιχειρησιακών μονάδων που πωλούνται. Οι Elloumi and Gueyie (2001) εξετάζουν 46 εταιρίες που, το 1998, βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία (συνεχώς αρνητικά κέρδη ανά μετοχή κατά την περίοδο 1994-1998) και 46 εταιρίες εκτός χρηματοοικονομικής δυσπραγίας για το ίδιο έτος (συνεχώς θετικά κέρδη ανά μετοχή κατά την περίοδο 1994-1998). Η έρευνα συμπεραίνει ότι η αναλογία των εξωτερικών συμβούλων στο διοικητικό συμβούλιο συνδέεται αρνητικά με το ενδεχόμενο χρηματοοικονομικής δυσπραγίας αλλά αυτή η σχέση δεν είναι σημαντική όταν εξετάζονται εταιρίες που προχωρούν σε αλλαγή του διευθύνοντα συμβούλου. Η έρευνα των Haynes et al. (2003)[92] συμπεραίνει ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας που κατέχουν τα ανώτατα διοικητικά στελέχη συνδέεται θετικά με την εφαρμογή στρατηγικών αποεπένδυσης αλλά μόνο όταν το εν λόγω ποσοστό είναι αρκετά «ισχυρό» (δηλαδή υπερβαίνει την αντίστοιχη διάμεσο του δείγματος) και, ταυτόχρονα, συνδυάζεται με την παρουσία ενός τουλάχιστον μεγάλου μετόχου.

[89] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[90] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[91] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[92] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.

Ο Donoher (2004) εξετάζει 110 ζεύγη εισηγμένων πτωχών και μη πτωχών εταιριών για την περίοδο 1990-1996 στις ΗΠΑ. Η αντιστοίχηση των πτωχών με τις μη πτωχές εταιρίες πραγματοποιείται βάσει κλάδου και δείκτη «χρέος/ ενεργητικό». Η έρευνα συμπεραίνει ότι η πιθανότητα αίτησης πτώχευσης: α) δεν εξαρτάται από το ποσοστό ιδιοκτησίας των ανώτατων διοικητικών στελεχών, β) συνδέεται θετικά με το ποσοστό ιδιοκτησίας των εξωτερικών συμβούλων και γ) δεν εξαρτάται από την αναλογία εξωτερικών-εσωτερικών συμβούλων. Οι Francis and Mariola (2005) εξετάζουν 97 εταιρίες από τον κλάδο βιομηχανικού και εμπορικού μηχανικού εξοπλισμού και τον κλάδο κατασκευής ηλεκτρονικού εξοπλισμού των ΗΠΑ που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1980-1995 και είτε ανέκαμψαν (49 εταιρίες) είτε όχι (48 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας των διοικητικών στελεχών δε συνδέεται σημαντικά με την ανάκαμψη των εταιριών. Η έρευνα των Ασημακόπουλος κ.ά. (2008)[93] συμπεραίνει ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας των μελών του διοικητικού συμβουλίου δε συνδέεται σημαντικά με την επιβίωση των εταιριών.

4.6.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ

4.6.3.1 Εταιρικό μέγεθος

Όπως προκύπτει από το πλήθος των εμπειρικών μελετών που θα αναφερθούν στη συνέχεια του κειμένου, το εταιρικό μέγεθος είναι μία από τις συχνότερα χρησιμοποιούμενες μεταβλητές ελέγχου στις εμπειρικές έρευνες και η μεταβλητή με τις περισσότερες, ίσως, ερμηνείες. Θεωρητικά, οι μεγαλύτερες εταιρίες έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα επιβίωσης διότι το μέγεθος συνδέεται με διάφορους παράγοντες που συμβάλλουν είτε στην αποτροπή της παρακμής είτε στην ανάκαμψη[94]. Οι Bethel and Liebeskind (1993) υποστηρίζουν ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες προτιμώνται, χάρη στα πλεονεκτήματά τους, από τους θεσμικούς επενδυτές, απολαμβάνοντας, έτσι, τα προνόμια που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη ενότητα (βλ. παράγραφο 4.6.2.1). Οι Chowdhury and Lang (1996) υποστηρίζουν ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες έχουν, συνήθως, μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς και, συνεπώς, αντιμετωπίζουν ασθενέστερο ανταγωνισμό και έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια αύξησης

[93] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.

[94] Δεν υπάρχει απόλυτο κριτήριο ως προς το «πόσο μεγάλη» πρέπει να είναι μία εταιρία για να απολαμβάνει τα οφέλη του μεγέθους. Κατά συνέπεια, κρίνεται ορθότερη η χρήση του όρου «μεγαλύτερη» αντί του όρου «μεγάλη».

των τιμών χωρίς τον κίνδυνο μείωσης της ζήτησης κατά τον ίδιο βαθμό. Σε άλλες περιπτώσεις, οι μεγαλύτερες εταιρίες, θέτοντας χαμηλότερη τιμή, δύνανται να καταστήσουν την αγορά μη ελκυστική για νέους ή υπάρχοντες ανταγωνιστές διότι το μέγεθος συνδέεται με οικονομίες κλίμακας που επιτρέπουν στις μεγαλύτερες εταιρίες να πωλούν προϊόντα χαμηλότερου κόστους. Η επίτευξη συνεργιών στο πεδίο των χρηματοοικονομικών, των προμηθειών, της έρευνας και ανάπτυξης και της παραγωγής ήταν ο βασικός στόχος της συγχώνευσης των αυτοκινητοβιομηχανιών Volvo και Renault στις αρχές τις δεκαετίας του 1990 (Bruner: 1999). Επίσης, οι Chowdhury and Lang (1996) υποστηρίζουν ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερο βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου προϊόντων με αποτέλεσμα να εμφανίζουν μεγαλύτερη προστασία απέναντι σε συγκυριακές υφέσεις κάποιων κλάδων. Αντίθετα, μία εταιρία που δραστηριοποιείται σε ένα μόνο κλάδο επηρεάζεται περισσότερο (αρνητικά) από μία πιθανή ύφεση του κλάδου. Κατά συνέπεια, τα κέρδη των μεγαλύτερων εταιριών θεωρούνται πιο «σίγουρα» σε σχέση με τα κέρδη των μικρότερων εταιριών. Το μέγεθος συνδέεται, επίσης, με την ικανότητα χρηματοδότησης της εταιρίας διότι υπονοεί, θεωρητικά, δυνατότητα παροχής μεγαλύτερων εξασφαλίσεων[95] (Bruton and Wan: 1994). Ο Gopinath (1995) υποστηρίζει ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες χαρακτηρίζονται, επίσης, από μεγαλύτερη ρευστότητα. Συνεπώς, σε συνδυασμό με τη μεγαλύτερη «ασφάλεια» των κερδών και την παροχή εξασφαλίσεων, έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση από επενδυτές ή πιστωτές. Ακόμη κι όταν μία μεγάλη εταιρία βρίσκεται σε παρακμή, η πιθανότητα ανάκαμψής της είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη πιθανότητα μίας μικρότερης εταιρίας. Αυτό, κατά τους Smith and Graves (2005), οφείλεται στο ότι η αποτυχία των μεγαλύτερων εταιριών επιφέρει, ceteris paribus, μεγαλύτερες απώλειες στους συμμέτοχους[96]. Συνεπώς, οι συμμέτοχοι θα είναι πιο πρόθυμοι να συμπράξουν στη διάσωση των μεγαλύτερων εταιριών με στόχο την αποφυγή ιδιαίτερα αρνητικών συνεπειών. Επιπρόσθετα, οι μεγαλύτερες εταιρίες απολαμβάνουν μεγαλύτερη δημοσιότητα που μπορούν να εκμεταλλευτούν για να επηρεάσουν ευκολότερα τη στάση των άμεσων και έμμεσων συμμέτοχών τους. Η αυξημένη δημοσιότητα παρέχει, επίσης, ένα «δωρεάν» μηχανισμό παρακολούθησης

[95] Ο ρόλος των εξασφαλίσεων θα εξεταστεί σε ξεχωριστεί παράγραφο στην τρέχουσα ενότητα.

[96] Για παράδειγμα, η παύση λειτουργίας μίας εταιρίας που απασχολεί 1.000 εργαζομένους συνεπάγεται μεγαλύτερο κοινωνικό κόστος (απώλεια θέσεων εργασίας, απώλεια ασφαλιστικών εισφορών κ.ά.) συγκριτικά με την παύση λειτουργίας μίας εταιρίας με 10 εργαζομένους και η στήριξη της Πολιτείας αναμένεται να είναι μεγαλύτερη στην πρώτη περίπτωση. Την ίδια στάση αναμένεται να υιοθετήσουν οι πιστωτές για να μην υποστούν μεγάλες ζημίες (Bruton and Wan: 1994).

της εταιρικής επίδοσης που αυξάνει την πιθανότητα έγκαιρης αντίληψης της παρακμής από τη διοίκηση της εταιρίας. Η παρακολούθηση της εταιρικής επίδοσης αυξάνει την πληροφόρηση που λαμβάνουν οι «εκ των έξω» (outsiders) εξισώνοντας την με εκείνη που κατέχουν οι «εκ των έσω» (insiders). Κατά συνέπεια, οι μεγαλύτερες εταιρίες έχουν μικρότερη ανάγκη χρήσης του χρέους ως μηχανισμό αντιμετώπισης των ασυμμετριών πληροφόρησης[97]. Ωστόσο, το μέγεθος δε συνδέεται μόνο θετικά με την εταιρική επιβίωση και την ανάκαμψη. Οι Barker III and Barr (2002) επισημαίνουν ότι, συνήθως, η αύξηση του εταιρικού μεγέθους είναι αποτέλεσμα των επιτυχημένων προσπαθειών ανάπτυξης κατά το παρελθόν. Δημιουργείται, έτσι, η αίσθηση του «αλάθητου» που μπορεί να οδηγήσει σε ελλιπή παρακολούθηση των μεταβολών του περιβάλλοντος και καθυστερημένη ανταπόκριση σε αυτές. Όπως αναφέρουν χαρακτηριστικά οι Barker III and Barr (2002), οι συνθήκες αυτές θέτουν την εταιρία σε «λήθαργο» (στην Αγγλική inertia). Στις αρνητικές επιπτώσεις του μεγέθους θα μπορούσαμε να κατατάξουμε, επίσης, τη δυσχέρεια στην επικοινωνία και τον έλεγχο. Υποθέτοντας ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες διαθέτουν περισσότερα τμήματα, επίπεδα διοίκησης κ.ο.κ., η ταχύτητα και η αποτελεσματικότητα της επικοινωνίας και του ελέγχου αναμένεται να είναι μικρότερη και, σύμφωνα με τους Grinyer et al. (1990), η διαπίστωση της παρακμής από τις μεγαλύτερες εταιρίες απαιτεί ισχυρότερο ερέθισμα. Σύμφωνα με το Zimmerman (1989), οι περισσότερες ανακάμψεις αφορούν, πράγματι, σε μεγάλες εταιρίες αλλά όχι σε εταιρίες των οποίων το μέγεθος μπορεί να θεωρηθεί «αλόγιστο».

Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, οι Moulton and Thomas (1993) εξετάζουν 73 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ την περίοδο 1980-1986. Η έρευνα συμπεραίνει ότι ο σημαντικότερος παράγοντας που προβλέπει την κατάληξη της αναδιοργάνωσης είναι το μέγεθος, μετρούμενο με τον φυσικό λογάριθμο της αξίας του ενεργητικού. Επιπρόσθετα, οι μικρότερες εταιρίες είναι εκείνες που οδηγούνται σε ρευστοποίηση μετά από αποτυχημένη απόπειρα αναδιοργάνωσης. Οι Bethel and Liebeskind (1993) εξετάζουν 93 εισηγμένες εταιρίες του δείκτη Fortune-500 που προέβησαν σε λειτουργική και χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση κατά την περίοδο 1981-1987 στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο του

[97] Για τη θεωρητική ανασκόπηση της σχέσης του χρέους με τις ασυμμετρίες πληροφόρησης, βλ. ενδεικτικά: Seitz, N. and Ellison, M. (1999) *Capital budgeting and long-term financing decisions*, Third Edition, Harcourt Brace College Publishers.

πλήθους εργαζομένων, δε συνιστά σημαντική ερμηνευτική μεταβλητή των στρατηγικών αναδιάρθρωσης παρά μόνο στην περίπτωση της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης. Πιο συγκεκριμένα, το μέγεθος συνδέεται σημαντικά μόνο με τη μεταβολή της μερισματικής πολιτικής και η σχέση του με τη μείωση του ποσοστού διανομής μερισμάτων είναι αρνητική: μεγαλύτερο μέγεθος σημαίνει μικρότερη μείωση του ποσοστού διανομής και αντίστροφα. Οι Bruton and Wan (1994) εξετάζουν 70 εταιρίες υψηλής τεχνολογίας από τις ΗΠΑ που ανέκαμψαν κατά την περίοδο 1971-1987. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος πριν την έναρξη της προσπάθειας ανάκαμψης, μετρούμενο με το λογάριθμο της αξίας του ενεργητικού, είναι ο σημαντικότερος παράγοντας διαμόρφωσης της εταιρικής επίδοσης με την οποία συνδέεται θετικά. Οι Lamont et al. (1994) εξετάζουν 76 εταιρίες από τις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος) που υιοθέτησαν τρεις διαφορετικές στρατηγικές διαφοροποίησης στα πλαίσια αναδιοργάνωσης. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο του πλήθους των εργαζομένων πριν την αναδιοργάνωση, δε συνδέεται σημαντικά με την επιλογή της στρατηγικής και την ταχύτητα εφαρμογής της. Ο Gopinath (1995) εξετάζει τη στάση εμπορικών τραπεζών απέναντι σε εταιρίες με δυσχέρεια εξυπηρέτησης των δανείων. Το δείγμα αποτελείται από 192 εταιρίες με έδρα στις ΗΠΑ και τον Καναδά και τα δεδομένα παρέχονται από 9 υπαλλήλους που εργάζονται στον τομέα των χορηγήσεων[98]. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος της εταιρίας, μετρούμενο με την αξία των πωλήσεων, είναι σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας της στάσης των εμπορικών τραπεζών σε εταιρίες που βρίσκονται σε δυσχέρεια εξυπηρέτησης των δανείων. Η Daily (1995) εξετάζει 70 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση για υπαγωγή σε διαδικασία αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1980-1986. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο της αξίας του ενεργητικού, συνδέεται θετικά με την πιθανότητα επιτυχημένης αναδιοργάνωσης καθώς οι μεγαλύτερες εταιρίες καταφέρνουν να συνεχίσουν τη λειτουργία τους, μετά την αναδιοργάνωση, ενώ οι μικρότερες εταιρίες είναι εκείνες που οδηγούνται σε ρευστοποίηση. Οι Kang and Shivdasani (1997) εξετάζουν την επιλογή στρατηγικών ανάκαμψης για 92 βιομηχανικές εταιρίες, εισηγμένες στο

[98] Για λόγους ανωνυμίας, δεν παρέχεται πληροφόρηση για το χρονικό ορίζοντα της έρευνας. Το δείγμα περιλαμβάνει εταιρίες από τους κλάδους: υπηρεσίες (20%), μεταλλουργία και βιομηχανική επεξεργασία (19%), λιανικό εμπόριο (18%), χονδρικό εμπόριο (12%), γεωργία, δασοκομία και αλιεία (7%), χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, ασφάλειες και διαχείριση ακινήτων (4%), μεταφορές και υπηρεσίες κοινής ωφελείας (2%) και λοιποί κλάδοι (17%).

χρηματιστήριο του Τόκυο κατά την περίοδο 1985-1989. Ως παρακμή ορίζεται η κατά τουλάχιστον 50% μείωση των προ φόρων λειτουργικών κερδών μετά το έτος κατά το οποίο ο δείκτης «προ φόρων λειτουργικά κέρδη / ενεργητικό» είναι μεγαλύτερος της διάμεσου του κλάδου στον οποίο λειτουργεί η εταιρία και ο δείκτης «λειτουργικά κέρδη / χρεωστικοί τόκοι» είναι μεγαλύτερος του 1. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο της αξίας του ενεργητικού, συνδέεται θετικά με την πιθανότητα επιλογής της επέκτασης ως απόκριση στην παρακμή. Οι Haynes et al. (2000) εξετάζουν 134 εταιρίες του δείκτη FT500 που προέβησαν σε αποεπένδυση την περίοδο 1985-1989 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με τον φυσικό λογάριθμο του πλήθους εργαζομένων, συνδέεται θετικά με την επιλογή στρατηγικών αποεπένδυσης που στοχεύουν στη μείωση του βαθμού διαφοροποίησης. Οι Sudarsanam and Lai (2001) εξετάζουν 166 εισηγμένες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που, την περίοδο 1983-1993, εισήλθαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν (97 εταιρίες) είτε όχι (69 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων πριν την παρακμή, δε συνιστά στατιστικά σημαντικό παράγοντα της επιτυχημένης ή αποτυχημένης αντιμετώπισης της παρακμής. Οι Dawley et al. (2002) εξετάζουν 207 εισηγμένες βιομηχανικές εταιρίες, με αξία ενεργητικού μεγαλύτερη των $10 εκ., που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1980-1992. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο της αξίας του ενεργητικού, συνδέεται θετικά με την εταιρική επίδοση στην περίοδο που ακολουθεί την αίτηση πτώχευσης και την αναδιοργάνωση. Οι Haynes et al. (2003) εξετάζουν 144 εταιρίες του δείκτη Times-1000 που προέβησαν σε εθελοντική αποεπένδυση κατά την περίοδο 1985-1991 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο του πλήθους των εργαζομένων, συνδέεται θετικά με την έκταση (ένταση) της αποεπένδυσης. Οι Morrow Jr et al. (2004) εξετάζουν 417 εταιρίες, έκαστη με δραστηριότητα σε έναν, μόνο, κλάδο, που ανέκαμψαν στις ΗΠΑ, την περίοδο 1980-1995. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο του πλήθους εργαζομένων, συνδέεται αρνητικά με την εταιρική επίδοση όταν προσεγγίζεται τόσο με λογιστικά όσο και με αγοραία μεγέθη. Οι Francis and Mariola (2005) εξετάζουν 97 εταιρίες από τον κλάδο βιομηχανικού και εμπορικού μηχανικού εξοπλισμού και τον κλάδο κατασκευής ηλεκτρονικού εξοπλισμού των ΗΠΑ που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1980-1995 και είτε ανέκαμψαν (49 εταιρίες) είτε

όχι (48 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο της αξίας των πωλήσεων, δε συνδέεται σημαντικά με την πιθανότητα ανάκαμψης. Οι Francis and Desai (2005) εξετάζουν το δείγμα της έρευνας των Francis and Mariola (2005) που αναφέρθηκε παραπάνω και συμπεραίνουν ότι το μέγεθος, μετρούμενο με την αξία των συνολικών εσόδων, δε συνδέεται σημαντικά με την πιθανότητα ανάκαμψης. Οι Smith and Graves (2005) εξετάζουν 40 εισηγμένες εταιρίες που ανέκαμψαν το 1992 και 60 εισηγμένες εταιρίες που δεν ανέκαμψαν το 1992 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το λογάριθμο της αξίας των πωλήσεων, συνδέεται θετικά με την πιθανότητα ανάκαμψης. Οι Ασημακόπουλος κ.ά. (2008) εξετάζουν συνολικά 196 εταιρίες που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1993-2002 και διαχωρίζονται περαιτέρω σε εκείνες με συνεχή διαπραγμάτευση των μετοχών τους μέχρι το 2006 (επιβιώσασες) και εκείνες με παύση διαπραγμάτευσης (για τουλάχιστον 6 μήνες) ή επιτήρηση πριν το 2006 (αποβιώσασες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέγεθος, μετρούμενο με το πλήθος των εργαζομένων, συνδέεται θετικά με την πιθανότητα επιβίωσης της εταιρίας.

4.6.3.2 Πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι και αξία εξασφαλίσεων

Ο όρος «πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι»[99] χρησιμοποιείται για την απόδοση του αγγλικού όρου «financial slack resources» για τον οποίο δεν υπάρχει απόλυτη συμφωνία ως προς το περιεχόμενο. Οι Fox and Marcus (1992) αναφέρουν ότι οι πλεονάζοντες πόροι είναι εκείνοι που απαιτούνται για την ανταπόκριση και προσαρμογή σε μεταβολές του περιβάλλοντος και την εκμετάλλευση των ευκαιριών που παρουσιάζονται. Σύμφωνα με τους Castrogiovanni and Bruton (2000), οι πλεονάζοντες πόροι διακρίνονται σε απορροφημένους και μη απορροφημένους. Οι απορροφημένοι αφορούν στα υπερβάλλοντα κόστη λειτουργίας, όπου υπερβάλλον κόστος είναι το επιπλέον κόστος που καταβάλει η εταιρία για συγκεκριμένες λειτουργίες, εργασίες κ.ο.κ., σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες. Ως μη απορροφημένοι πλεονάζοντες πόροι ορίζονται οι αδέσμευτοι πόροι του οργανισμού που απαιτούνται για την ανάκαμψη. Οι Barker III and Barr (2002) αναφέρουν ότι οι συσσωρεμένοι πλεονάζοντες πόροι μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη της

[99] Οι Lohrke et al. (2004) χρησιμοποιούν τον όρο χρηματοοικονομική ρευστότητα (financial liquidity) αντί του «πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι» χωρίς, όμως, αντίστοιχη ποσοτική έκφραση. Για συντομία θα χρησιμοποιούμε τον όρο «πλεονάζοντες πόροι» αντί του «πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι» παρέχοντας τις απαραίτητες εξηγήσεις όπου αυτό κρίνεται αναγκαίο.

υστέρησης της επίδοσης με στόχο την ικανοποίηση των συμμέτοχων. Είναι προφανές ότι η ποσοτική έκφραση των πλεοναζόντων πόρων διαφέρει ανάλογα με την εκάστοτε ερμηνεία του όρου.

Οι Chowdhury and Lang (1996) αναφέρουν ως πηγές πλεοναζόντων πόρων τα αποθέματα, το κυκλοφορούν ενεργητικό και τους πληρωτέους λογαριασμούς. Μείωση των στοιχείων του ενεργητικού ή αύξηση των στοιχείων του παθητικού συνεπάγεται αύξηση των πλεοναζόντων πόρων και αντίστροφα. Σε αυτήν την περίπτωση, οι πλεονάζοντες πόροι αποκτούν νόημα συναφές με αυτό της ταμειακής ροής η οποία, σύμφωνα με την έμμεση μέθοδο υπολογισμού της, αυξάνεται όταν μειώνεται το κυκλοφορούν ενεργητικό ή/ και όταν αυξάνεται το βραχυπρόθεσμο παθητικό. Η εν λόγω προσέγγιση προσδίδει, επίσης, στους πλεονάζοντες πόρους νόημα συναφές με το καθαρό κεφάλαιο κίνησης υπό τη διαφορά ότι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης μειώνεται όταν αυξάνονται οι πληρωτέοι λογαριασμοί. Εφόσον το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι μεταβλητή της στατικής ρευστότητας, η εν λόγω προσέγγιση συνδέει τους πλεονάζοντες πόρους με τη ρευστότητα. Σχετικές με τη ρευστότητα είναι, επίσης, οι ποσοτικές εκφράσεις που παραθέτουν οι Daily (1996), Dawley et al. (2002) και Francis and Mariola (2005). Η Daily (1996) ορίζει ως δείκτη πλεοναζόντων πόρων το λόγο «κεφάλαιο κίνησης/ πωλήσεις», οι Dawley et al. (2002) ορίζουν ως δείκτη των μη απορροφημένων πλεοναζόντων πόρων το λόγο «(διαθέσιμα + χρεόγραφα)/ βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις» ενώ, σύμφωνα με τους Francis and Mariola (2005), οι πλεονάζοντες πόροι ισούνται με «διαθέσιμα + χρεόγραφα + 0.5*αποθέματα + 0.7*πληρωτέοι λογαριασμοί – βραχυπρόθεσμα δάνεια».

Οι Daily (1996), Barker III and Duhaime (1997), Barker III and Barr (2002), Morrow Jr et al. (2004), Francis and Mariola (2005) και Francis and Desai (2005) προσεγγίζουν τους πλεονάζοντες πόρους από την πλευρά της δανειακής επιβάρυνσης και προτείνουν τύπους που στηρίζονται στη σχέση του χρέους, δηλαδή των τοκογόνων υποχρεώσεων, είτε με το ενεργητικό είτε με τα ίδια κεφάλαια. Αναλυτικότερα, οι τύποι που προτείνονται είναι οι εξής: «(χρέος/ ενεργητικό)*100» (Barker III and Duhaime: 1997), «ενεργητικό/ χρέος» (Barker III and Barr: 2002), «ίδια κεφάλαια/ χρέος» (Daily: 1996, Morrow Jr et al.: 2004) και «1 – [(χρέος/ ενεργητικό)*100]» (Francis and Mariola: 2005, Francis and Desai: 2005). Είναι προφανές ότι η παραπάνω προσέγγιση δεν εξετάζει τη συνολική δυνατότητα άντλησης πόρων, όπως αναφέρεται στον θεωρητικό ορισμό των πλεοναζόντων πόρων. Όπως αναφέρει ο D' Aveni (1989), ο δείκτης «ίδια κεφάλαια/ χρέος»

περιγράφει τη εναπομείνασα δυνατότητα δανεισμού διότι είναι ο αντίστροφος του δείκτη μόχλευσης[100]. Η άποψη αυτή ορίζει ότι η δυνατότητα επιπλέον δανεισμού είναι συνάρτηση μόνο της υφιστάμενης δανειακής επιβάρυνσης αλλά κάτι τέτοιο είναι, μάλλον, απίθανο να συμβαίνει στην πράξη καθώς η δυνατότητα δανεισμού είναι συνάρτηση διάφορων χρηματοοικονομικών πτυχών όπως το μέγεθος και η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών[101], η ρευστότητα, η παροχή εξασφαλίσεων κλπ.

Η αξία των διαθέσιμων εξασφαλίσεων συνδέεται αντίστροφα με το βαθμό υποθήκευσης των περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με τους Smith and Graves (2005), οι εταιρίες με επαρκή αδέσμευτα (μη υποθηκευμένα) περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αντλήσουν ευκολότερα τα κεφάλαια που απαιτούνται για ανάκαμψη διότι μπορούν να πείσουν τους πιστωτές (υφιστάμενους και νέους) για τη δυνατότητα ικανοποίησής τους μέσω της εκποίησης των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων αν αυτό καταστεί αναγκαίο. Θεωρητικά, όλα τα αδέσμευτα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εξασφαλίσεις. Αυτό υποστηρίζεται από τους Bergstrom et al. (2002) που υπολογίζουν το βαθμό υποθήκευσης με το λόγο «ενεργητικό/ ενέγγυο χρέος». Ωστόσο, αναφέρουν ότι μία ορθότερη προσέγγιση των αδέσμευτων περιουσιακών στοιχείων επιβάλλει τη θεώρηση μόνο των υλικών (tangible) περιουσιακών στοιχείων. Κατά συνέπεια, ο βαθμός των διαθέσιμων εξασφαλίσεων υπολογίζεται ως «(υλικά περιουσιακά στοιχεία – ενέγγυο χρέος)/ υλικά περιουσιακά στοιχεία». Οι παραπάνω προσεγγίσεις, όπως το σύνολο των υπολογισμών που στηρίζονται σε λογιστικά μεγέθη, φέρουν μία κοινή αδυναμία. Κατά τον D' Aveni (1989), η αρχή του ιστορικού κόστους και οι διάφορες μέθοδοι αποσβέσεων καθιστούν την τιμή του βαθμού υποθήκευσης (ή διαθέσιμων εξασφαλίσεων) μη ρεαλιστική και η μόνη ουσιαστική αιτιολόγηση της χρήσης τέτοιων μέτρων στηρίζεται στο γεγονός ότι συνιστούν τη μοναδική, ίσως, διαθέσιμη επιλογή.

Από την παραπάνω ανάλυση εξάγεται ότι το περιεχόμενο του όρου «πλεονάζοντες πόροι» διαμορφώνεται, κυρίως, από τη ρευστότητα, τη δανειακή

[100] Η «μόχλευση» είναι συνάρτηση των χρεωστικών τόκων (αμοιβή του χρέους) και των αποτελεσμάτων της εταιρίας. Για το λόγο αυτό αποφεύχθηκε η χρήση του όρου από το συντάκτη του παρόντος. Μία σχέση 1:1 ανάμεσα στα ίδια και τα ξένα κεφάλαια της εταιρίας δε συνεπάγεται απαραίτητα μόχλευση ίση με 1 διότι τα αποτελέσματα της εταιρίας δεν είναι συνάρτηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της, σε αντίθεση με τους χρεωστικούς τόκους που είναι συνάρτηση της αξίας του χρέους. Τα αποτελέσματα της εταιρίας μπορεί να είναι μικρότερα, ίσα ή μεγαλύτερα από τους χρεωστικούς τόκους της διαμορφώνοντας, έτσι, διαφορετικό βαθμό μόχλευσης.

[101] Ο Donoher (2004) προσεγγίζει την ικανότητα αποπληρωμής των χρεών με το λόγο (ΛΤΡ-ΧΤ)/ Ε, όπου ΛΤΡ η λειτουργική ταμειακή, ΧΤ οι χρεωστικοί τόκοι και Ε το ενεργητικό.

επιβάρυνση και την αξία εξασφαλίσεων. Αυτό είναι εμφανές από τον συνδυασμό δεικτών ρευστότητας και δανειακής επιβάρυνσης για τον ποσοτικό ορισμό, όπως συμβαίνει στις έρευνες των Daily (1996) και Francis and Mariola (2005). Προκύπτει, λοιπόν, το ερώτημα σχετικά με τα οφέλη από τον ορισμό μίας «νέας» χρηματοοικονομικής πτυχής με περιεχόμενο σχετικό με εκείνο υφιστάμενων πτυχών. Δεδομένου ότι η ρευστότητα θα εξεταστεί στη συνέχεια της ενότητας[102], κρίνεται άσκοπο να παραθέσουμε έναν ακόμη (μάλλον ασαφή) ορισμό των «πλεοναζόντων πόρων». Σημειώνεται, επίσης, ότι, κατά την ανάγνωση των εμπειρικών ευρημάτων που αναφέρονται στη συνέχεια, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι σημαντικές διαφορές μεταξύ των ερευνών αναφορικά με τον ποσοτικό ορισμό των «πλεοναζόντων πόρων» και να αποφεύγονται οι γενικεύσεις σχετικά με τη σημασία τους στην εταιρική παρακμή και ανάκαμψη.

Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, οι Chowdhury and Lang (1996) εξετάζουν 153 εισηγμένες εταιρίες εκ των οποίων οι 27 κατάφεραν να ανακάμψουν, ενώ οι υπόλοιπες όχι, κατά την περίοδο 1984-1987, στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι μικρές εταιρίες επιλέγουν την επέκταση των πληρωτέων λογαριασμών ως πηγή πλεοναζόντων πόρων. Η Daily (1996) εξετάζει 53 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση και ολοκλήρωσαν την αναδιοργάνωση στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1988-1993 και 53 εταιρίες που δεν υπέβαλαν αντίστοιχη αίτηση την ίδια περίοδο. Η αντιστοίχηση των εταιριών γίνεται βάσει κλάδου, πλήθους εργαζομένων και ηλικίας. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι δε συνδέονται σημαντικά με την πιθανότητα αίτησης πτώχευσης. Οι Barker III and Duhaime (1997) εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 38 εισηγμένες βιομηχανικές εταιρίες που ανέκαμψαν την περίοδο 1974-1988 στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η έλλειψη πλεοναζόντων χρηματοοικονομικών πόρων ενισχύει την αδυναμία μεταβολής της στρατηγικής σε περιόδους παρακμής. Οι Barker III and Barr (2002) εξετάζουν (μέσω ερωτηματολογίου) 29 εισηγμένες εταιρίες που κατάφεραν να ανακάμψουν κατά την περίοδο 1975-1989 στις ΗΠΑ και απασχολούσαν τουλάχιστον 100 εργαζομένους πριν την παρακμή. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι δε σχετίζονται σημαντικά με την απόδοση αιτιών (εσωτερικές ή εξωτερικές) για την παρακμή αλλά συνδέονται θετικά με το βαθμό στρατηγικού

[102] Η δανειακή επιβάρυνση έχει εξεταστεί, ήδη, στην ενότητα για τη στάση των πιστωτών και η αξία των εξασφαλίσεων στην τρέχουσα παράγραφο.

αναπροσανατολισμού (strategic reorientation). Οι Bergstrom et al. (2002) εξετάζουν 291 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση (δικαστικής) αναδιοργάνωσης στη Φιλανδία την περίοδο 1993-1994. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η πιθανότητα έγκρισης του σχεδίου αναδιοργάνωσης δεν επηρεάζεται από το βαθμό υποθήκευσης των περιουσιακών στοιχείων όταν η αξία εξασφαλίσεων υπερβαίνει την αξία του ενέγγυου χρέους. Η έρευνα των Dawley et al. (2002)[103] συμπεραίνει ότι οι πλεονάζοντες πόροι συνδέονται θετικά με την εταιρική επίδοση μετά την αίτηση αναδιοργάνωσης. Η έρευνα των Morrow Jr et al. (2004)[104] συμπεραίνει ότι οι πλεονάζοντες πόροι συνδέονται θετικά με την επίδοση όταν εξετάζονται εταιρίες που δε λειτουργούν σε αναπτυσσόμενους κλάδους και όταν η επίδοση προσεγγίζεται λογιστικώς. Η έρευνα των Francis and Mariola (2005)[105] συμπεραίνει ότι οι πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι συνδέονται θετικά με την πιθανότητα ανάκαμψης. Η έρευνα των Smith and Graves (2005)[106] συμπεραίνει ότι η αξία των αδέσμευτων περιουσιακών στοιχείων είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες που ανακάμπτουν.

4.6.3.3 Ρευστότητα

Σε προηγούμενες θέσεις αναφέρθηκε ότι η ρευστότητα διαμορφώνει, σε κάποιο βαθμό, τη σοβαρότητα της κατάστασης (βλ. παράγραφο 4.4.2.2) και αποτελεί στοιχείο των πλεοναζόντων χρηματοοικονομικών πόρων (βλ. παράγραφο 4.6.3.2). Γενικά, υποτίθεται ότι η υψηλή ρευστότητα συνδέεται με μικρότερο κίνδυνο αφανισμού και περισσότερες δυνατότητες ανταπόκρισης στην παρακμή. Η υπόθεση αυτή αφορά, κυρίως, στο ποσοτικό στοιχείο της ρευστότητας. Ωστόσο, εξίσου σημαντικό είναι το ποιοτικό στοιχείο που αφορά στο χρόνο και την πιθανότητα πραγματοποίησης των εισπράξεων και των πληρωμών. Πιο απλά, υψηλή ρευστότητα υπό την έννοια «κάλυψης» των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων με στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού δε σημαίνει απαραίτητα ότι η εταιρία διαθέτει ποιοτική ρευστότητα. Για παράδειγμα, οι Bruton and Wan (1994) αναφέρουν ότι ο χρόνος «στασιμότητας» των εισπρακτέων λογαριασμών είναι μία ισχυρή ένδειξη για τη μειωμένη πιθανότητα είσπραξής τους. Παρόμοια, η ύπαρξη αποθεμάτων μεγάλης αξίας, συγκριτικά με την αξία των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων, δε σηματοδοτεί απαραίτητα ικανότητα ανταπόκρισης σε αυτές τις υποχρεώσεις όταν, για παράδειγμα,

[103] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[104] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[105] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[106] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.

τα αποθέματα απαιτούν περαιτέρω επεξεργασία για να μετατραπούν σε τελικό προϊόν ή όταν τα αποθέματα τελικού προϊόντος δεν είναι πλέον εμπορεύσιμα (για διάφορους λόγους). Οι Bruton and Wan (1994) αναφέρουν, επιπλέον, ότι η δυνατότητα διαχείρισης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στα αρχικά στάδια της διαδικασίας ανάκαμψης. Παράγοντες όπως το πλήθος των πιστωτών (ή η «διασπορά» των υποχρεώσεων), η συμμετοχή του εκάστοτε πιστωτή στη συνολική αξία των υποχρεώσεων της εταιρίας, ο κίνδυνος που θα προκύψει για τον πιστωτή σε περίπτωση μη ικανοποίησής του και τα δικαστικά ή εξωδικαστικά μέσα που έχουν στη διάθεσή τους οι πιστωτές για να υπερασπιστούν τα συμφέροντά τους προσδίδουν στη ρευστότητα χαρακτηριστικά που είναι δύσκολο να απεικονιστούν σε αριθμούς.

Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, ο D' Aveni (1989) εξετάζει 57 ζεύγη πτωχών και μη πτωχών εταιριών για την περίοδο 1972-1982 στις ΗΠΑ και συμπεραίνει ότι η ρευστότητα, μετρούμενη με το δείκτη γενικής ρευστότητας (current ratio) και το δείκτη «κεφάλαιο κίνησης/ ενεργητικό», δε συνιστά σημαντικό στοιχείο της χρηματοοικονομικής ευρωστίας της εταιρίας καθώς η πληροφόρηση που παρέχει περιλαμβάνεται σε άλλους δείκτες[107]. Η Daily (1995) εξετάζει 70 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ την περίοδο 1980-1986 και συμπεραίνει ότι η ρευστότητα, μετρούμενη με το δείκτη γενικής ρευστότητας, συνδέεται θετικά με την πιθανότητα επιτυχούς αναδιοργάνωσης. Η έρευνα της Daily (1996)[108] συμπεραίνει ότι η ρευστότητα, μετρούμενη με το δείκτη γενικής ρευστότητας, δε συνδέεται σημαντικά με τη πιθανότητα πτώχευσης, με το αν η πτώχευση είναι προσυμφωνημένη και με τη χρονική διάρκεια της αναδιοργάνωσης. Η έρευνα των Morrow Jr et al. (2004)[109] συμπεραίνει ότι η ρευστότητα, μετρούμενη με το δείκτη γενικής ρευστότητας, συνδέεται σημαντικά και θετικά με την εταιρική επίδοση στη μετά-παρακμής περίοδο, ανεξαρτήτως της κατάστασης (ανάπτυξη, ωριμότητα ή ύφεση) του κλάδου και των μέτρων επίδοσης (απόδοση επί της επένδυσης και Tobin's Q). Τέλος, ο Donoher (2004) εξετάζει 220 εισηγμένες εταιρίες που βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία την περίοδο 1990-1996 και είτε αιτήθηκαν

[107] Στην εν λόγω έρευνα ο μοναδικός χρηματοοικονομικός δείκτης που λαμβάνεται, τελικά, υπόψη αφορά στη δανειοληπτική ικανότητα της εταιρίας που εκφράζεται ως «ίδια κεφάλαια/ συνολικό χρέος».
[108] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.
[109] Βλ. προηγούμενη παράγραφο για περιγραφή.

αναδιοργάνωση στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ (110 εταιρίες) είτε όχι (οι υπόλοιπες 110 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ρευστότητα, μετρούμενη με τους δείκτες «(μετρητά και ισοδύναμα μετρητών)/ ενεργητικό» και «κυκλοφορούν ενεργητικό/ πάγιο ενεργητικό», δε συνδέεται σημαντικά με την απόφαση για αίτηση πτώχευσης.

4.6.3.4 Αξιοποίηση της δυναμικότητας

Η επιλογή δυναμικότητας διαμορφώνει το ύψος της επένδυσης και, συνεπώς, επηρεάζει τα απαιτούμενα αποτελέσματα για την επίτευξη της ελάχιστης απαιτούμενης απόδοσης. Επιπρόσθετα, η δυναμικότητα συνδέεται, συχνά, με το ύψος των εξόδων στα οποία υπόκειται η εταιρία. Για παράδειγμα, δύο αποθήκες με διαφορετική δυναμικότητα (αποθηκευτικού χώρου) συνεπάγονται διαφορετικό ποσό αρχικής επένδυσης και διαφορετικά έξοδα αποσβέσεων, συντήρησης, ασφάλισης κλπ. Η επιλογή δυναμικότητας είναι αποτέλεσμα σωστής εκτίμησης της μελλοντικής ζήτησης ή, εναλλακτικά, των μελλοντικών απαιτήσεων παραγωγής ενώ η αξιοποίηση της υφιστάμενης δυναμικότητας εξαρτάται από την αποτελεσματικότητα των πωλήσεων (γενικά της λειτουργίας μάρκετινγκ), τη διαδικασία παραγωγής κλπ. Η μελέτη του βαθμού αξιοποίησης της δυναμικότητας μπορεί να οδηγήσει σε συμπεράσματα για τις αιτίες της παρακμής και να καθορίσει τα περιθώρια δράσης για την αντιμετώπιση της κατάστασης. Ο Muller (1985) αναφέρει ότι η συνεχής μείωση του βαθμού αξιοποίησης της δυναμικότητας σε συνδυασμό με τη συνεχή αύξηση της αξίας των αποθεμάτων και των σταθερών εξόδων είναι συνήθη συμπτώματα της παρακμής. Χαμηλός βαθμός αξιοποίησης της δυναμικότητας δείχνει ότι είτε η εκτίμηση για την απαιτούμενη δυναμικότητα ήταν αρχικά εσφαλμένη, είτε οι λειτουργίες που ευθύνονται για την αξιοποίησή της είναι αναποτελεσματικές. Για παράδειγμα, αν οι μονάδες πώλησης διαμορφώνονται σταθερά στο επίπεδο των Χ μονάδων, η επιλογή δυναμικότητας 10Χ μονάδων μπορεί, εκ των υστέρων, να θεωρηθεί εσφαλμένη και πρέπει να διερευνηθεί το «γιατί» επιλέχθηκε. Βέβαια δεν αποκλείεται το πρόβλημα να αφορά στην αξιοποίηση της υφιστάμενης δυναμικότητας. Αν υπάρχουν ενδείξεις ότι ομοειδείς εταιρίες εκμεταλλεύονται σε μεγαλύτερο βαθμό τη δυναμικότητά τους, τότε το πρόβλημα ίσως αφορά στο προϊόν, την προβολή ή προώθησή του, τα κανάλια διανομής, την αποδοτικότητα του ανθρώπινου δυναμικού κλπ. Ο Finkin (1985) αναφέρει ότι ο βαθμός αξιοποίησης επηρεάζει, επίσης, την εφαρμογή κάποιων στρατηγικών ανάκαμψης: αν, για

παράδειγμα, επιλεχθεί μία στρατηγική με στόχο την αύξηση του μεριδίου αγοράς, θα πρέπει να υπάρχει η απαιτούμενη δυναμικότητα για να υποστηρίξει την αύξηση των πωλήσεων καθώς, σε διαφορετική περίπτωση, θα απαιτηθεί επιπλέον επένδυση που θα πραγματοποιηθεί δύσκολα, λόγω της έλλειψης των απαιτούμενων κεφαλαίων και του υψηλού κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες σε παρακμή. Μία χαρακτηριστική περίπτωση της επιρροής που ασκεί η αξιοποίηση της δυναμικότητας στην επιλογή στρατηγικής ανάκαμψης αφορά στη ναυπηγό εταιρία Bazan Naval Shipyard (Ισπανία). Για 35 έτη, από το 1950 μέχρι το 1985, η εταιρία δεν εκμεταλλεύτηκε ποτέ πλήρως την παραγωγική δυναμικότητά της με αποτέλεσμα να επιλέξει τη μείωση του ανθρώπινου δυναμικού της κατά 33%, από το 1986 μέχρι το 1990, ως πρώτο μέτρο αντίδρασης στην παρακμή (Navarro: 1998).

Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, οι Hambrick and Schecter (1983) εξετάζουν 206 εταιρίες από τις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος) που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν (53 εταιρίες) είτε όχι (153). Η έρευνα συμπεραίνει ότι η αξιοποίηση της δυναμικότητας επηρεάζει σημαντικά την εταιρική επίδοση στην μετά-παρακμής περίοδο αλλά όχι πάντα προς την ίδια κατεύθυνση. Πιο συγκεκριμένα, όταν η στρατηγική ανάκαμψης περιλαμβάνει τον περιορισμό μη κερδοφόρων προϊόντων και αγορών, η πτώση του βαθμού αξιοποίησης της δυναμικότητας επηρεάζει θετικά την εταιρική επίδοση εφόσον, όμως, η αξιοποίηση της δυναμικότητας εξετάζεται στα πλαίσια του συνόλου των ενεργειών που αποτελούν τη στρατηγική. Οι Francis and Desai (2005) εξετάζουν 97 εταιρίες από τον κλάδο βιομηχανικού και εμπορικού μηχανικού εξοπλισμού και τον κλάδο κατασκευής ηλεκτρονικού εξοπλισμού των ΗΠΑ που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1980-1995 και είτε ανέκαμψαν (49 εταιρίες) είτε όχι (48 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι η παραγωγικότητα της εταιρίας, συγκρινόμενη με την παραγωγικότητα του κλάδου, συνδέεται θετικά με την πιθανότητα της ανάκαμψης.

4.6.4 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ

4.6.4.1 Μερίδιο αγοράς, ανταγωνιστική θέση και τιμολογιακή πολιτική

Σύμφωνα με τους Hambrick and Schecter (1983), το μερίδιο αγοράς είναι ένας από τους παράγοντες που επηρεάζουν την εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης. Οι προαναφερθέντες σημειώνουν ότι οι μεγάλες εταιρίες, δηλαδή εκείνες που

κατέχουν αξιοσημείωτο μερίδιο αγοράς, αποστρέφονται την εφαρμογή στρατηγικών που περιλαμβάνουν περιστολή κόστους και περιουσιακών στοιχείων. Αντίθετα, είναι πιο πιθανό να επιλέξουν πιο επιθετικές στρατηγικές με έμφαση στην εκ νέου επικέντρωση σε προϊόντα/ αγορές (product/ market refocusing). Τα ισχυρά κανάλια διανομής, η αναγνώριση του προϊόντος, τα ήδη χαμηλά κόστη και οι οικονομίες μάρκετινγκ που χαρακτηρίζουν, γενικά, τις μεγάλες εταιρίες, επιτρέπουν την επίλυση των προβλημάτων με μικρότερο κόστος ανθρώπινου δυναμικού και οργάνωσης, συγκριτικά με τους ανταγωνιστές που κατέχουν μικρότερο μερίδιο αγοράς. Όσον αφορά στις μικρές εταιρίες, ο Rhys (1972) τονίζει ότι έχουν ελπίδα επιβίωσης αν το μέγεθος της αγοράς στην οποία λειτουργούν είναι ικανό να στηρίξει την επιβίωσή τους αλλά όχι τέτοιο που να προσελκύει τις μεγαλύτερες εταιρίες. Επιπρόσθετα, οι μικρότερες εταιρίες που επιχειρούν να ανακάμψουν διαθέτουν, συνήθως, μικρότερο μερίδιο αγοράς με αποτέλεσμα να μην μπορούν να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας και τη δύναμη αγοράς (market power) έτσι ώστε να επηρεάσουν τις τιμές, τα κανάλια διανομής κλπ. Κατά συνέπεια, είναι μάλλον απίθανο να έχουν τη δυνατότητα εφαρμογής στρατηγικών που στοχεύουν στην αύξηση του μεριδίου αγοράς. Παρομοίως, δεδομένου του μονοδιάστατου αντικειμένου και των περιορισμένων πόρων των περισσότερων μικρών εταιριών, μία «επεκτατική» εκ νέου επικέντρωση σε προϊόντα/ αγορές δεν έχει ουσιαστική τεκμηρίωση (Chowdhury and Lang: 1996). Τέλος, όταν μία εταιρία αδυνατεί να αποκτήσει ή να ανακτήσει το επιθυμητό μερίδιο αγοράς, η παύση της δραστηριοποίησης στη συγκεκριμένη αγορά ενδέχεται να είναι η κατάλληλη λύση (Janzen: 1983). Ωστόσο, τέτοιες στρατηγικές φέρουν μεγάλο βαθμό δυσκολίας εφαρμογής εξαιτίας των θεσμικών εμποδίων εξόδου και των πιθανών πολιτικών πιέσεων για μη αποχώρηση (Muller: 1985). Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, οι Haynes et al. (2003) εξετάζουν 144 εταιρίες της λίστας Times-1000 (Ηνωμένο Βασίλειο) που προέβησαν σε 1.483, συνολικά, αποεπενδύσεις την περίοδο 1985-1991. Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μερίδιο αγοράς συνδέεται θετικά με την αποεπένδυση υποδεικνύοντας, έτσι, ότι η σχετική θέση μίας εταιρίας στον κλάδο προσδιορίζει την ελκυστικότητα της στρατηγικής περιστολής. Πιο απλά, οι εταιρίες με μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς δύνανται να αποχωρήσουν από συγκεκριμένες αγορές χωρίς να υποστούν σημαντικές απώλειες.

Η ανταγωνιστική θέση μίας εταιρίας συνδέεται, κατά τον O'Neill (1986), άμεσα με την αξιοποίηση δυναμικότητας και το μερίδιο αγοράς της. Η αναφορά σε αυτούς τους παράγοντες έχει, ήδη, πραγματοποιηθεί αλλά κρίνεται αναγκαίο να

παρατεθούν μερικά σχόλια για τη σχέση τους με την ανταγωνιστική θέση. Αρχικά, το υψηλό μερίδιο αγοράς σημαίνει ότι το προϊόν χαίρει αναγνώρισης και προτιμάται έναντι των ανταγωνιστικών εξαιτίας της αξίας του, δηλαδή της σχέση τιμής-ποιότητας[110]. Κατά συνέπεια, μία εταιρία με υψηλό μερίδιο αγοράς μπορεί, σε κάποιο βαθμό, να αντιμετωπίσει πιθανές υστερήσεις στην επίδοση μέσω αύξησης της τιμής ή/ και μείωσης της ποιότητας, αν η μείωση της ποιότητας συνεπάγεται μείωση του κόστους και δεν οδηγήσει σε δυσανάλογη μείωση της ζήτησης. Το υψηλό μερίδιο αγοράς παρέχει, επίσης, τη δυνατότητα να εφαρμοστούν στρατηγικές που αφορούν σε νέα προϊόντα δεδομένου ότι υπάρχει ήδη ανεπτυγμένο δίκτυο διανομής που θα διευκολύνει τη διανομή των νέων προϊόντων. Για παράδειγμα, μία γαλακτοβιομηχανία με υψηλό μερίδιο στην αγορά συσκευασμένου γάλακτος μπορεί να εκμεταλλευτεί το υπάρχον δίκτυο διανομής για να εισέλθει στην αγορά συσκευασμένου γιαουρτιού. Όσον αφορά στη δυναμικότητα, η αύξηση του βαθμού αξιοποίησής της συνεπάγεται χαμηλότερο συνολικό κόστος ανά μονάδα προϊόντος διότι το σταθερό κόστος κατανέμεται σε περισσότερες μονάδες προϊόντος με αποτέλεσμα να δημιουργείται νέο ή να ενισχύεται το υπάρχον ανταγωνιστικό πλεονέκτημα κόστους. Ο O'Neill (1986) αναφέρει ότι η ανταγωνιστική θέση μπορεί να χαρακτηρισθεί ισχυρή, μέτρια ή αδύναμη. Η ισχυρή θέση δείχνει ότι η στρατηγική που έχει εφαρμοστεί υπήρξε, σε ικανοποιητικό βαθμό, ορθή. Σε τέτοιες περιπτώσεις είναι ευκολότερο να επιτευχθεί η ανάκαμψη στην υπάρχουσα αγορά παρά να επιχειρηθεί επέκταση σε νέες και άγνωστες αγορές. Όταν η ανταγωνιστική θέση είναι μέτρια, η εταιρία πιθανώς θα στραφεί σε στρατηγικές που στοχεύουν στην ανάπτυξη και την επέκταση σε νέες αγορές ενώ όταν η ανταγωνιστική θέση είναι αδύναμη, η εταιρία πιθανώς θα στραφεί σε στρατηγικές που στοχεύουν στην περιστολή κόστους και περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με τους Grinyer et al. (1990), η ανταγωνιστική θέση εξαρτάται, επίσης, από την ποιότητα του ανθρώπινου δυναμικού, τη σχέση κόστους-τιμής, τη φήμη και άλλες μεταβλητές εκτός του κόστους και της τιμής (πχ κανάλια διανομής). Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι οι εν λόγω μεταβλητές συνδέονται με το μερίδιο αγοράς και την αξιοποίηση δυναμικότητας. Για παράδειγμα, η τιμή, η φήμη και τα κανάλια διανομής σχετίζονται με το μερίδιο αγοράς. Επιπρόσθετα, το κόστος σχετίζεται, σε κάποιο βαθμό, με τη δυναμικότητα που επιλέγεται. Το ανθρώπινο δυναμικό επηρεάζει συνολικά τις λειτουργίες της

[110] Εξαιρούνται οι περιπτώσεις των μονοπωλίων όπου δεν υπάρχουν ανταγωνιστικά προϊόντα.

εταιρίας. Κατά συνέπεια, η επιρροή του περιλαμβάνεται, εκτός των άλλων, στο μερίδιο αγοράς, την αξιοποίηση δυναμικότητας κλπ. Η επιρροή του μεριδίου αγοράς στην ανταγωνιστική θέση ήταν ιδιαίτερα εμφανής στην περίπτωση της εταιρίας τηλεπικοινωνιών Northern Telecom (ΗΠΑ). Ο βασικός ανταγωνιστής της εταιρίας, η AT&T, είχε τη δυνατότητα να χρεώνει 30% υψηλότερες τιμές εξαιτίας του πολύ υψηλού (42%) μεριδίου αγοράς που κατείχε το 1985 (Dolan: 1995). Η ενίσχυση της ανταγωνιστικής θέσης και, πιο συγκεκριμένα, η μείωση του κόστους παραγωγής και χρηματοδότησης και η αύξηση της ποιότητας των προϊόντων (μέσω συνεργιών στο επίπεδο της έρευνας και ανάπτυξης) συνιστούσαν τις βασικές επιδιώξεις των διευθυνόντων συμβούλων των αυτοκινητοβιομηχανιών Volvo και Renault για την, τελικά, άκαρπη προσπάθεια συγχώνευσης στις αρχές τις δεκαετίας του 1990 (Bruner: 1999).

Η τιμολογιακή πολιτική αναμένεται να επηρεάσει την επιλογή στρατηγικών ανάκαμψης διότι καθορίζει αν η εταιρία πρέπει να συνεχίσει ή να διακόψει την παραγωγή κάποιων προϊόντων. Γενικά, η τιμολογιακή πολιτική διαμορφώνεται βάσει του κόστους, του ανταγωνισμού, της μοναδικότητας προϊόντος και των εναλλακτικών επιλογών των καταναλωτών (Finkin: 1985). Ειδικότερα για τις μικρές εταιρίες, ο Rhys (1972) αναφέρει ότι βρίσκονται, συνήθως, σε μειονεκτική θέση κόστους-τιμής σε σχέση με τις μεγάλες εταιρίες. Αυτό οφείλεται στην αδύναμη ανταγωνιστική θέση που στερεί τη δυνατότητα επηρεασμού των τιμών και στο χαμηλό όγκο παραγωγής που δεν επιτρέπει την επίτευξη υψηλού βαθμού αξιοποίησης της δυναμικότητας, χαμηλών τιμών των πρώτων υλών κλπ. Η κατάσταση αυτή μπορεί να αντιμετωπιστεί, κυρίως, μέσω της παραγωγής προϊόντων υψηλότερης ποιότητας, σε σχέση με τα προϊόντα των (ισχυρότερων) ανταγωνιστών, έτσι ώστε να είναι δυνατή η χρέωση ενός πριμ (premium) τιμής. Μία από τις βασικές δυσκολίες στη διαμόρφωση τιμολογιακής πολιτικής απορρέει από το βαθμό ωριμότητας της αγοράς. Η κατανόηση του κόστους τόσο της εταιρίας όσο και των ανταγωνιστών της είναι ευκολότερη σε ώριμες αγορές, όπου το πλήθος των ανταγωνιστών και των πελατών είναι ή μπορεί να υποτεθεί, σε μεγάλο βαθμό, δεδομένο και η είσοδος νέων ανταγωνιστών ή η προσέλκυση νέων πελατών δε συνιστά ιδιαίτερα πιθανό ενδεχόμενο (Finkin: 1985). Η επιρροή της τιμολογιακής πολιτικής στην πιθανότητα ανάκαμψης είναι εμφανής στην περίπτωση

της MFI[111]. Ο υψηλός όγκος προϊόντων που παρήγαγε και εμπορευόταν η εταιρία έδινε τη δυνατότητα επίτευξης χαμηλών τιμών από τους προμηθευτές. Αυτό έδινε τη δυνατότητα στην MFI να χρεώνει χαμηλότερες τιμές από τους ανταγωνιστές διατηρώντας, ωστόσο, το περιθώριο συνεισφοράς σε ικανοποιητικά επίπεδα. Επιπλέον, κατέστησε δυνατή την εκποίηση των αποθεμάτων που περιλάμβανε η επιλεχθείσα στρατηγική ανάκαμψης (Seabright: 1985). Η περίπτωση της αυτοκινητοβιομηχανίας BMW αποκαλύπτει μία περαιτέρω πτυχή που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στη διαμόρφωση της τιμολογιακής πολιτικής. Σύμφωνα με τον Dolan (1995), ένα από τα σοβαρότερα προβλήματα που αντιμετώπιζε η εταιρία στις ΗΠΑ, το 1990, ήταν η πτώση της ανταγωνιστικότητας εξαιτίας, κυρίως, της υψηλής τιμής των προϊόντων της. Αν και η προφανής λύση ήταν η μείωση των τιμών για την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας, η εταιρία έπρεπε να λάβει υπόψη την ύπαρξη δευτερογενούς αγοράς για τα προϊόντα της. Ενδεχόμενη μείωση της τιμής των καινούργιων οχημάτων θα οδηγούσε αυτόματα σε μείωση της τιμής των μεταχειρισμένων αυτοκινήτων πλήττοντας, έτσι, τους υφιστάμενους πελάτες της εταιρίας. Κατά συνέπεια, η απόφαση της BMW για μείωση των τιμών συνδυάστηκε με ένα πρόγραμμα «αποζημίωσης» των πελατών που είχαν, ήδη, αγοράσει οχήματα σε υψηλότερες τιμές και αντιμετώπιζαν το ενδεχόμενο ζημίας από την πτώση των τιμών στην αγορά των μεταχειρισμένων οχημάτων.

4.6.4.2 Πελάτες, προμηθευτές και εργαζόμενοι

Για τις εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή, οι πελάτες είναι μία εκ των σημαντικότερων ομάδων άμεσων συμμέτοχων για τρεις, κυρίως, λόγους. Ο πρώτος αφορά στην ιδιότητά τους ως πηγή ερεθίσματος για τον εντοπισμό της παρακμής, ειδικότερα στην περίπτωση των βιομηχανικών εταιριών όπου υφίσταται αμεσότερη επικοινωνία (επαφή) με τον πελάτη. Ο δεύτερος λόγος αφορά στην πληροφόρηση που παρέχουν και, ακολούθως, στη συμβολή τους στην κατανόηση των αιτιών παρακμής και την επιλογή στρατηγικών ανάκαμψης. Πιο αναλυτικά, οι επιτόπου επισκέψεις σε πελάτες αποκαλύπτουν, σύμφωνα με τον Pearson (1977), στοιχεία για την ποιότητα του προϊόντος, την ταχύτητα παράδοσης, τα ανταγωνιστικά προϊόντα, την αποτελεσματικότητα του τμήματος πωλήσεων και τα κανάλια διανομής. Στην

[111] Εταιρία τηλεφωνικού γενικού εμπορίου και εμπορίου επίπλων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Βρέθηκε σε κατάσταση παρακμής την περίοδο 1972-1975 καθώς τα προ-φορών κέρδη της μειώθηκαν κατά 96,5%, από £2,2 εκ. το 1972 σε £78.000 μέχρι το 1975 (Seabright: 1985).

περίπτωση της τηλεφωνικής εταιρίας BT από το Ηνωμένο Βασίλειο, το επίπεδο δυσαρέσκειας των πελατών που είχε διαμορφωθεί στο 32%, ανάγκασε την εταιρία να επανεξετάσει την παροχή υπηρεσιών. Αυτό οδήγησε στην αποκάλυψη, μετά από έρευνα, της χαμηλής ποιότητας υπηρεσιών και της ακαταλληλότητας (λόγω φθορών) και έλλειψης τηλεφωνικών θαλάμων (Vaz: 1996). Επιπρόσθετα, οι πελάτες αποτελούν πηγή εσόδων για την εταιρία και η πρόθεσή τους για συμβολή στην ανάκαμψη είναι ζωτικής σημασίας σε σημείο που να έχουν τη δυνατότητα ακόμα και να αποτρέψουν ενδεχόμενο αφανισμό της εταιρίας (Muller: 1985). Η επιρροή των πελατών εξαρτάται από τη σχέση μεταξύ της διαπραγματευτικής δύναμής τους και της αντίστοιχης δύναμης της εταιρίας. Οι πελάτες που «ευθύνονται» για μεγάλο μέρος των πωλήσεων, διαθέτουν ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη όχι μόνο υπό την έννοια της διαμόρφωσης της ζήτησης του προϊόντος αλλά και επί ζητημάτων που αφορούν σε ιδιότητες του προϊόντος, τρόπους πληρωμής κλπ[112]. Αντίστοιχα, όταν η συνέχιση της λειτουργίας του πελάτη εξαρτάται από τη συνέχιση της λειτουργίας της εταιρίας, πχ λόγω περιορισμένων εναλλακτικών επιλογών ή μοναδικότητας του προϊόντος, η διαπραγματευτική δύναμη της εταιρίας είναι μεγάλη και η πιθανότητα συμβολής των πελατών στην ανάκαμψη υψηλή[113]. Η εταιρία MFI (βλ. παράγραφο 4.6.4.1) κατάφερε να αποσπάσει την υποστήριξη των πελατών της αλλάζοντας την πολιτική διαχείρισης των παραπόνων. Πιο συγκεκριμένα, κατέστησε γνωστό ότι οποιοδήποτε παράπονο αποτελούσε, πλέον, αντικείμενο επεξεργασίας και συνέδεσε την αμοιβή των διευθυντών υποκαταστημάτων με τη μείωση του πλήθους παραπόνων (Seabright: 1985). Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, οι Grinyer et al. (1990) εξετάζουν 28 μη εισηγμένες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο με υψηλή επίδοση σε σχέση με τον οικείο κλάδο την περίοδο 1970-1984. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι εταιρίες που πέτυχαν υψηλή επίδοση είχαν τακτικές διαβουλεύσεις με τους πελάτες τους και συστηματική ανάλυση των πωλήσεων με έμφαση στους πελάτες που ευθύνονταν για το μεγαλύτερο μέρος των πωλήσεων.

[112] Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αφορά στις γαλακτοβιομηχανίες που συνιστούν τους πελάτες μεμονωμένων «μικρών» παραγωγών γάλακτος. Οι γαλακτοβιομηχανίες απορροφούν τη συνολική παραγωγή των παραγωγών γάλακτος και, κατά συνέπεια, ο αφανισμός μίας γαλακτοβιομηχανίας θα θέσει πιθανώς υπό αμφισβήτηση το μέλλον του παραγωγού, ιδιαίτερα αν δεν καταστεί δυνατή η εύρεση νέας γαλακτοβιομηχανίας-πελάτη.

[113] Στην Ελλάδα, το χαρακτηριστικότερο, ίσως, παράδειγμα αφορά στη Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού (ΔΕΗ) που, ουσιαστικά, συνιστά τον αποκλειστικό προμηθευτή ηλεκτρικής ενέργειας για νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Το μονοπώλιο της ΔΕΗ καθιστά την εύρυθμη λειτουργία της ιδιαίτερα σημαντική για την εύρυθμη λειτουργία χιλιάδων επιχειρήσεων, τουλάχιστον μέχρι την απελευθέρωση της αγοράς ενέργειας.

Οι προμηθευτές συνιστούν τμήμα των πιστωτών της εταιρίας στους οποίους έχει, ήδη, γίνει εκτενής αναφορά. Κατά συνέπεια, συνιστούν μία εκ των σημαντικότερων πηγών ερεθίσματος για τον εντοπισμό της παρακμής (Pandit: 2000, Chowdhury: 2002). Ωστόσο, διαφοροποιούνται από τους λοιπούς πιστωτές εξαιτίας της μεγαλύτερης εξάρτησής τους, σε κάποιες περιπτώσεις, από την επιβίωση της εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, οι προμηθευτές πωλούν προϊόντα που απευθύνονται σε μικρότερο αριθμό αγοραστών ενώ οι πιστωτές πωλούν, ουσιαστικά, χρήμα που μπορεί να «αγοραστεί» από οποιαδήποτε εταιρία. Το σχόλιο που παρατέθηκε σχετικά με τη διαπραγματευτική δύναμη πελατών και εταιρίας ισχύει, επίσης, για τους προμηθευτές αλλά σε αντίστροφη μορφή: οι προμηθευτές που παρέχουν δυσεύρετα ή «μοναδικά» προϊόντα ή υπηρεσίες, έχουν ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη ενώ η δύναμη αυτή είναι μεγαλύτερη για την εταιρία όταν συνιστά σημαντικό πελάτη για κάποιον προμηθευτή της. Κατά τους Carrington and Aurelio (1976), η βασική έγνοια των προμηθευτών είναι η αποπληρωμή τους, γεγονός που μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως διαπραγματευτικό μέσο από τις εταιρίες στην προσπάθειά τους να ανακάμψουν. Επιπρόσθετα, οι προμηθευτές έχουν κίνητρο υπέρ της επιβίωσης της εταιρίας καθώς σε αυτήν την περίπτωση θα διατηρήσουν μέρος των εσόδων τους. Αντίθετα, ο αφανισμός ενός πελάτη θα θέσει τον προμηθευτή σε διαδικασία εύρεσης νέων πελατών και όταν ο πελάτης αντιπροσωπεύει σημαντικό μέρος των πωλήσεων, ο προμηθευτής ενδέχεται να αντιμετωπίσει ακόμα και πρόβλημα επιβίωσης. Η σύνδεση των προμηθευτών με την παραγωγική διαδικασία της εταιρίας, τους καθιστά ιδιαίτερα σημαντικούς στη λειτουργία, γενικά, της εταιρίας και στην εφαρμογή στρατηγικών ανάκαμψης, ειδικότερα[114]. Αυτό ήταν ιδιαίτερα εμφανές στην περίπτωση της MFI (βλ. παράγραφο 4.6.4.1), όπου κάποιοι προμηθευτές, εν αγνοία της εταιρίας, δεν τηρούσαν τις προδιαγραφές των προϊόντων ή χρησιμοποιούσαν ακατάλληλες συσκευασίες με αποτέλεσμα την καταστροφή εμπορευμάτων στα καταστήματα της MFI. Όταν αποφασίστηκε η ανάληψη δράσης για την αντιμετώπιση της παρακμής, η εταιρία επέλεξε προμηθευτές που μπορούσαν να προσεγγιστούν και να εποπτευθούν ευκολότερα με στόχο την αύξηση της ποιότητας του τελικού προϊόντος και τον περιορισμό της φύρας (Seabright: 1985).

[114] Η σημασία των προμηθευτών αποδεικνύεται από τα εργαλεία στρατηγικής διοίκησης που βασίζονται στη στενή συνεργασία εταιρίας-προμηθευτών, όπως τα συστήματα Just In Time. Παρά το προφανές ενδιαφέρον που παρουσιάζουν τέτοια εργαλεία, η ανάλυσή τους βρίσκεται εκτός ορίων του παρόντος.

Οι εργαζόμενοι συνιστούν την ομάδα που, σχεδόν, πάντα υπόκειται στις αρνητικές συνέπειες όχι μόνο της παρακμής αλλά και οποιουδήποτε σχεδίου ανάκαμψης, ειδικότερα όταν αυτό περιλαμβάνει περιστολή περιουσιακών στοιχείων ή κόστους, εξαγορά-συγχώνευση και, γενικά, όταν αφορά στον τερματισμό ή τη συρρίκνωση των λειτουργιών και του μεγέθους της εταιρίας. Πριν προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση, πρέπει να καταστεί σαφές ότι η αναφορά μας στους εργαζόμενους δεν περιλαμβάνει τα διοικητικά στελέχη και, ειδικότερα, τα στελέχη που ευθύνονται για την εταιρική στρατηγική. Οι εργαζόμενοι αμείβονται για την εργασία που προσφέρουν ανεξαρτήτως της επίτευξης ή μη των στόχων της εταιρίας και το σχετικό κόστος μπορεί να θεωρηθεί, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, σταθερό (Pearson: 1977). Σε κάποιες περιπτώσεις, η αμοιβή των εργαζομένων πραγματοποιείται βάσει κινήτρων με τη μορφή προμηθειών, bonuses και ανάλογων μορφών επιβράβευσης της απόδοσης, ωστόσο τέτοιου είδους συστήματα αμοιβών αντιμετωπίζονται, συνήθως, αρνητικά από τις εργατικές ενώσεις και τα συνδικάτα (Finkin: 1985). Επιπρόσθετα, οι εργαζόμενοι δεν έχουν άμεση ανάμιξη στη χάραξη της στρατηγικής και δε σχετίζονται άμεσα με τη χρηματοδότηση της εταιρίας[115]. Η επιρροή των εργαζομένων στην εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης μπορεί να λάβει διάφορες μορφές που κυμαίνονται από την ήπια αντίδραση, όπως η δημιουργία αρνητικού κλίματος, μέχρι πιο σοβαρές αντιδράσεις, όπως η χαμηλή παραγωγικότητα ή ακόμα και η απεργία. Για παράδειγμα, οι εργαζόμενοι της μεταλλοβιομηχανίας National Steel Corporation (ΗΠΑ) δεν είχαν αιτία να αντιδράσουν στο σχέδιο ανάκαμψης, που ξεκίνησε το 1994, καθώς βασίζονταν στην υφιστάμενη συμφωνία περί μη απολύσεων, ανάμεσα στην εταιρία και την Ένωση Εργαζομένων στη Βιομηχανία Μετάλλου των ΗΠΑ (Tsurumi and Tsurumi: 1997). Ωστόσο, όταν οι εργαζόμενοι υιοθετούν υποστηρικτική στάση προς την εταιρία, τα ποιοτικά χαρακτηριστικά τους μπορούν να αποδειχθούν σημαντικά στην επιτυχή έκβαση της προσπάθειας ανάκαμψης και οι Pearson (1977) και Seabright (1985) τάσσονται υπέρ της παραμονής των εργαζομένων όσο διαρκεί η διαδικασία ανάκαμψης. Από τις ελάχιστες περιπτώσεις όπου η εταιρία πέτυχε τη συγκατάβαση των εργαζομένων για την εφαρμογή στρατηγικών περιστολής κόστους αφορά στην εταιρία τηλεπικοινωνιών Italtel (Ιταλία). Το 1980, η εταιρία πραγματοποίησε ζημίες ύψους

[115] Σε βραχυχρόνια περίοδο και υπό εξαιρετικές συνθήκες, η καθυστέρηση πληρωμής των εργαζομένων συνιστά ένα άτυπο μέσο χρηματοδότησης της εταιρίας αλλά δε μπορεί να θεωρηθεί ως μόνιμη επιλογή της διοίκησης.

250 εκατομμυρίων ιταλικών λιρών, ήτοι 50% των πωλήσεων. Παράγοντας «κλειδί» για την αποδοχή της μείωσης των θέσεων εργασίας κατά 33% (κατάργηση 10.000 θέσεων) μέσα στην τετραετία που ακολούθησε, ήταν η επικοινωνία με το συνδικάτο και η συμμετοχή των εργαζομένων στη σύνταξη του σχεδίου ανάκαμψης (Bellisario: 1985). Παρόμοια ήταν η αντιμετώπιση του σχεδίου ανάκαμψης της αυτοκινητοβιομηχανίας Nissan (Ιαπωνία). Η συγκατάβαση των εργαζομένων επιτεύχθηκε από τον Yutaka Kume που ανέλαβε την προεδρία της εταιρίας (το 1985) και έθεσε ως προτεραιότητα την αποκατάσταση των σχέσεων με το συνδικάτο και την προκαταβολική ενημέρωση των εργαζομένων για τις αλλαγές που επρόκειτο να λάβουν χώρα. Ωστόσο, πριν την αλλαγή ηγεσίας, η εταιρία είχε υποστεί σημαντικό πλήγμα από την αρνητική δημοσιότητα εξαιτίας της πολυετούς, για περισσότερα από 30 έτη, διαμάχης με τους εργαζόμενους (Ishizuna: 1990). Στην περίπτωση της ναυπηγού εταιρίας Bazan Naval (Ισπανία) η στρατηγική ανάκαμψης περιλάμβανε τον επαναπροσδιορισμό των προϊόντων και, πιο συγκεκριμένα, τη μετάβαση από τη ναυπήγηση πολεμικών πλοίων στη ναυπήγηση ταχύπλοων σκαφών μεταφοράς επιβατών και οχημάτων (οχηματαγωγά fast ferries). Οι εργαζόμενοι, αν και αναγνώριζαν την ανάγκη λήψης μέτρων για την αντιμετώπιση της παρακμής, δήλωναν απρόθυμοι να στηρίξουν την εφαρμογή της νέας στρατηγικής εξαιτίας της απαίτησης εκπαίδευσης σε νέες τεχνολογίες. Η συγκατάβασή τους επιτεύχθηκε, τελικά, όταν ενημερώθηκαν για τα ευρήματα έρευνας που διεξήχθη από ανεξάρτητους συμβούλους και υπέδειξε την παραγωγή νέων προϊόντων (Navarro: 1998). Σε επίπεδο εμπειρικών ευρημάτων, οι έρευνες των Hambrick and Schecter (1983), Francis and Mariola (2005) και Francis and Desai (2005)[116] συντείνουν στο ότι η παραγωγικότητα των εργαζομένων συνδέεται θετικά τόσο με την εταιρική επίδοση όσο και με την πιθανότητα ανάκαμψης.

4.6.4.3 Βαθμός διαφοροποίησης

Μία από τις βασικότερες μεταβλητές της στρατηγικής που αναμένεται να επηρεάσει την επιλογή και εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης είναι ο βαθμός διαφοροποίησης. Η διαφοροποίηση είναι ένα μέσο πρόληψης του κινδύνου που συνεπάγεται η δραστηριοποίηση σε έναν ή λίγους κλάδους. Από αυτήν την άποψη, η επίδοση των διαφοροποιημένων εταιριών θεωρείται περισσότερο «εξασφαλισμένη»

[116] Βλ. παράγραφο 4.6.3 για την περιγραφή των ερευνών.

σε σχέση με τις εταιρίες που διαθέτουν χαρτοφυλάκιο προϊόντων με μικρότερο βαθμό διαφοροποίησης. Επιπλέον, οι διαφοροποιημένες εταιρίες έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια στην παύση παραγωγής ζημιογόνων προϊόντων σε σύγκριση με εταιρίες που παράγουν περιορισμένο πλήθος προϊόντων. Ωστόσο, η υπέρμετρη διαφοροποίηση συνοδεύεται από αρνητικές συνέπειες για την εταιρία όταν, για παράδειγμα, πραγματοποιείται είσοδος σε αγορές (κλάδους) για τους οποίους δεν υπάρχει επαρκής γνώση ή/ και εμπειρία. Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, οι Bethel and Liebeskind (1993) εξετάζουν 93 εταιρίες του δείκτη Fortune-500 (ΗΠΑ) για την περίοδο 1981-1987 και συμπεραίνουν ότι ο βαθμός διαφοροποίησης επηρεάζει την επιλογή των στρατηγικών ανάκαμψης που αφορούν στην αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου προϊόντων αλλά όχι εκείνων που αφορούν στη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση. Οι Lamont et al. (1994) εξετάζουν 76 εταιρίες από τις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος) με τρεις διαφορετικές στρατηγικές διαφοροποίησης (κάθετη, σχετική και μη σχετική) και συμπεραίνουν ότι ο τύπος διαφοροποίησης επηρεάζει την εταιρική επίδοση κατά την περίοδο εφαρμογής της αναδιοργάνωσης «τύπου Μ»[117]. Οι Hoskisson et al. (1994) εξετάζουν 203 εταιρίες από τις ΗΠΑ που προέβησαν σε αποεπένδυση την περίοδο 1985-1990 και συμπεραίνουν ότι ο βαθμός διαφοροποίησης επηρεάζει σημαντικά την ένταση της αποεπένδυσης. Οι Markides and Singh (1997) εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 132 βιομηχανικές εταιρίες από τις ΗΠΑ που προέβησαν σε αναδιάρθρωση (91 εταιρίες) ή όχι (41 εταιρίες) το 1988. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο βαθμός διαφοροποίησης συνδέεται θετικά με την πιθανότητα αναδιάρθρωσης. Οι Haynes et al. (2000) εξετάζουν 134 εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που προέβησαν σε αποεπένδυση την περίοδο 1985-1989. Σύμφωνα με τα ευρήματα, ο βαθμός διαφοροποίησης συνδέεται θετικά με την αποεπένδυση. Οι Dawley et al. (2002) εξετάζουν 207 εταιρίες (με ενεργητικό μεγαλύτερο των $10 εκ.) που αιτήθηκαν αναδιοργάνωση στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ, την περίοδο 1980-1992. Τα ευρήματα δείχνουν ότι ο βαθμός διαφοροποίησης συνδέεται θετικά με την επίδοση στη μετά-αναδιοργάνωσης περίοδο.

[117] Ο αντίστοιχος όρος στην αγγλική είναι «multidivisional» και αναφέρεται στον τύπο οργάνωσης με κεντρικό στρατηγικό σχεδιασμό και αποκεντρωμένες λειτουργίες (Lamont et al.: 1994).

4.6.4.4 Εταιρική ηλικία

Αν και συνήθως δεν εξετάζεται ως ξεχωριστός παράγοντας επιρροής των στρατηγικών ανάκαμψης, η εταιρική ηλικία, δηλαδή τα έτη που έχουν παρέλθει από την έναρξη της λειτουργίας της εταιρίας, αναμένεται να έχει σημαντική επίπτωση σε διάφορες πτυχές της υφιστάμενης κατάστασης. Οι «γηραιότερες» εταιρίες αναμένεται να απολαμβάνουν πλεονεκτήματα που σχετίζονται με την εμπειρία όπως μεγαλύτερη κατανόηση των καταναλωτών, προμηθευτών, ανταγωνιστών και κόστους τους, αποτελεσματικότερα συστήματα διοίκησης, πιο ανεπτυγμένα δίκτυα διανομής, μεγαλύτερη αναγνώριση των προϊόντων τους, ισχυρότερες δημόσιες σχέσεις κλπ. Ωστόσο, η ηλικία ενδέχεται να σχετίζεται με αρνητικά στοιχεία, ιδιαίτερα όταν η εταιρία παρουσίασε επιτυχημένα αποτελέσματα κατά το παρελθόν. Κάτι τέτοιο ενδέχεται να ισχυροποιήσει τους δεσμούς με το στυλ, τη φιλοσοφία, τις μεθόδους και τις πολιτικές που έχουν αποδειχθεί αποτελεσματικές στο παρελθόν αυξάνοντας, έτσι, την αντίσταση στην αλλαγή που, σε κάποιες περιπτώσεις, είναι αναγκαία ακόμα και όταν η εταιρία δε βρίσκεται ή δεν κινδυνεύει να εισέλθει σε παρακμή. Είναι προφανές ότι, σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η προγενέστερη επιτυχία μπορεί να αποτελέσει οδηγό για τη μελλοντική επιτυχία αλλά δε μπορεί να την εγγυηθεί. Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, οι Chowdhury and Lang (1996) εξετάζουν 153 εταιρίες από τις ΗΠΑ (με πλήθος εργαζομένων μικρότερο των 500) εκ των οποίων οι 27 ανέκαμψαν κατά την περίοδο 1984-1987 και συμπεραίνουν ότι η εταιρική ηλικία συνδέεται θετικά αλλά όχι σημαντικά με την πιθανότητα ανάκαμψης. Οι Nafziger and Terrell (1996) εξετάζουν 50 βιομηχανικές εταιρίες που ιδρύθηκαν στην Ινδία την περίοδο 1971-1993 και συμπεραίνουν ότι η ηλικία συνδέεται θετικά με την επιβίωση. Οι Bergstrom et al. (2002) εξετάζουν 291 εταιρίες από την Φιλανδία που υπέβαλαν αίτηση (δικαστικής) αναδιοργάνωσης την περίοδο 1993-1994 και συμπεραίνουν ότι η εταιρική ηλικία συνδέεται θετικά με την πιθανότητα έγκρισης του σχεδίου αναδιοργάνωσης.

4.6.5 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Η σημασία της ιστορίας και παρούσας κατάστασης της εταιρίας εντοπίζεται, κυρίως, στις δυνατότητες της εταιρίας να αντιμετωπίσει την παρακμή. Οι εν λόγω

δυνατότητες διαμορφώνονται από στοιχεία όπως η σύνθεση των κεφαλαίων και του διοικητικού συμβουλίου που εμπίπτουν στα ιδιοκτησιακά και διοικητικά χαρακτηριστικά, το μέγεθος και η ρευστότητα της εταιρίας που εμπίπτουν στη χρηματοοικονομική ισχύ και το μερίδιο αγοράς και ο βαθμός διαφοροποίησης που εμπίπτουν στη στρατηγική ισχύ της εταιρίας.

Σε θεωρητικό επίπεδο, η στάση των μετόχων εξαρτάται από διάφορους παράγοντες όπως το δικαίωμα και η ισχύς ψήφου που διαθέτουν, η προτεραιότητα ικανοποίησης σε περίπτωση ρευστοποίησης της εταιρίας, οι προτιμήσεις τους αναφορικά με τη ρευστότητα των επενδύσεών τους και η φορολογία των αποδόσεών τους (μερίσματα έναντι κεφαλαιακών κερδών). Η στάση των διοικητικών στελεχών εξαρτάται από παράγοντες όπως η ευθυγράμμιση των συμφερόντων τους με τα συμφέροντα των μετόχων, η επαγγελματική σχέση τους με την εταιρία, η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου κλπ. Το εταιρικό μέγεθος συνδέεται με διάφορα οφέλη καθώς οι μεγαλύτερες εταιρίες προτιμώνται από τους θεσμικούς επενδυτές, κατέχουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, διαθέτουν χαρτοφυλάκιο προϊόντων με μεγαλύτερο βαθμό διαφοροποίησης, προσφέρουν περισσότερες εξασφαλίσεις στους χρηματοδότες τους και η παρακμή τους συνεπάγεται σημαντικότερες αρνητικές συνέπειες για τους συμμέτοχούς τους. Ωστόσο, το μέγεθος δεν εξασφαλίζει την αποφυγή ή αντιμετώπισης της παρακμής καθώς, εκτός των οφελών που προσφέρει, δύναται να καταστήσει την εταιρία αναποτελεσματική σε όρους παρακολούθησης των περιβαλλοντικών αλλαγών, επικοινωνίας και λήψης αποφάσεων. Οι πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί πόροι συνδέονται, αναλόγως του ορισμού που υιοθετείται, με τη ρευστότητα, τη δανειακή επιβάρυνση και την αξία εξασφαλίσεων (αδέσμευτων περιουσιακών στοιχείων) που διαθέτει η εταιρία. Η ποσοτική προσέγγιση της ρευστότητας αφορά στη βραχυχρόνια ικανότητα της εταιρίας για την ικανοποίηση των πιστωτών της αλλά εξίσου σημαντική είναι η ποιοτική διάσταση της συγκεκριμένης χρηματοοικονομικής πτυχής. Ο βαθμός αξιοποίησης της δυναμικότητας ενδέχεται να αποκαλύψει κάποιες από τις αιτίες παρακμής και καθορίζει αν και κατά πόσο υπάρχει η δυνατότητα εφαρμογής στρατηγικών που στοχεύουν στην αύξηση της ζήτησης ή περιλαμβάνουν την περιστολή περιουσιακών στοιχείων. Το μερίδιο αγοράς διαμορφώνει τη δυνατότητα της εταιρίας να εφαρμόσει στρατηγικές που αφορούν στο μίγμα προϊόντων-αγορών όπως η απόσυρση από υφιστάμενα ή η είσοδος σε νέα προϊόντα-αγορές. Η ανταγωνιστική θέση εξαρτάται από το μερίδιο αγοράς και την αξιοποίηση δυναμικότητας και καθορίζει την

ικανότητα της εταιρίας να εφαρμόσει στρατηγικές που στοχεύουν στην ενίσχυση της θέσης στην αγορά ή του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος σε όρους κόστους. Η τιμολογιακή πολιτική καθορίζει τα περιθώρια μεταβολής των τιμών αναλόγως των χαρακτηριστικών της αγοράς στην οποία λειτουργεί η εταιρία. Οι πελάτες, αναλόγως του αντικειμένου δραστηριότητας της εταιρίας, αποτελούν πηγή πληροφόρησης για τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η εταιρία και, αναλόγως της διαπραγματευτικής ισχύος τους, η συμβολή τους στην ανάκαμψη αναμένεται να είναι καθοριστικής σημασίας. Οι προμηθευτές συνιστούν μέρος των πιστωτών υπό τη διαφορά ότι συμμετέχουν, επίσης, στην παραγωγική διαδικασία και, συνεπώς, η συνέχιση της εύρυθμης λειτουργίας της εταιρίας εξαρτάται από την πρόθεση των προμηθευτών να συμβάλλουν στην ανάκαμψη της εταιρίας. Οι εργαζόμενοι, πλην, κυρίως, των ανώτατων διοικητικών στελεχών, υπόκεινται, συνήθως, όχι μόνο στις αρνητικές συνέπειες της παρακμής αλλά και των στρατηγικών ανάκαμψης που συνεπάγονται περιστολή του κόστους εργασίας. Κατά συνέπεια, η συμμετοχή τους στην ανάκαμψη είναι πρωταρχικής σημασίας τόσο για τον περιορισμό της αντίστασης όσο και την αποτελεσματικότερη εφαρμογή των απαιτούμενων αλλαγών. Τέλος, η ηλικία της εταιρίας αναμένεται να επηρεάσει θετικά την πιθανότητα ανάκαμψης διότι σχετίζεται με την εμπειρία σε όρους κατανόησης της αγοράς αλλά, ταυτόχρονα, συνδέεται με την παγιοποίηση φιλοσοφίας, στυλ κ.ά. που αποτελεί εμπόδιο στην εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης.

Σε επίπεδο εμπειρικής παρατήρησης, η επιρροή των μεγάλων μετόχων στην επιλογή στρατηγικών δεν είναι ξεκάθαρη καθώς κάποιες έρευνες υποδεικνύουν θετική σχέση με τη μείωση του βαθμού διαφοροποίησης και την περιστολή κόστους και περιουσιακών στοιχείων ενώ άλλες υποδεικνύουν ότι η εν λόγω σχέση είναι αρνητική ή μη σημαντική. Παρόμοια, τα ευρήματα για τους θεσμικούς μετόχους υποδεικνύουν σημαντικό ή μη ρόλο στη διαμόρφωση στρατηγικών ανάκαμψης και την πιθανότητα ανάκαμψης. Η κατοχή μετοχών από τα διοικητικά στελέχη συνδέεται σημαντικά με την εφαρμογή στρατηγικών ανάκαμψης και, ειδικότερα, με την αποεπένδυση και τη διαφοροποίηση ενώ η σχέση της με την επιβίωση είναι θετική ή μη σημαντική. Η κυριαρχία των εξωτερικών συμβούλων στο διοικητικό συμβούλιο συνδέεται θετικά με την εφαρμογή στρατηγικών αναδιάρθρωσης του ενεργητικού και του χαρτοφυλακίου προϊόντων αλλά η σχέση της με την ανάκαμψη (επιβίωση) δεν είναι ξεκάθαρη. Το εταιρικό μέγεθος ευνοεί, σύμφωνα με τις περισσότερες έρευνες, την επίδοση της εταιρίας και την ανάκαμψη. Οι πλεονάζοντες χρηματοοικονομικοί

πόροι συνδέονται θετικά με τη στρατηγική ανακατεύθυνση και την πιθανότητα ανάκαμψης. Αντίθετα, δεν είναι ξεκάθαρο αν η ρευστότητα και η αξιοποίηση δυναμικότητας συμβάλλουν στην ανάκαμψη. Το μερίδιο αγοράς και ο βαθμός διαφοροποίησης συνδέονται θετικά με την εφαρμογή στρατηγικών αποεπένδυσης. Η τιμολογιακή πολιτική συνεπάγεται, σύμφωνα με τη μελέτη περιπτώσεων, την εφαρμογή πρόσθετων ενεργειών ανάκαμψης. Η αλληλεπίδραση με πελάτες, προμηθευτές και εργαζομένους υιοθετείται από εταιρίες που επιτυγχάνουν υψηλή επίδοση και η εταιρική ηλικία, αν και δεν επηρεάζει την πιθανότητα ανάκαμψης, συμβάλλει στην αποδοχή του σχεδίου ανάκαμψης.

Τα παραπάνω εμπειρικά ευρήματα υποδεικνύουν ότι η επιρροή των μεταβλητών που εξετάστηκαν στην παρούσα παράγραφο, με εξαίρεση την επιρροή του εταιρικού μεγέθους, δε μπορεί να υποτεθεί εκ των προτέρων δεδομένη. Πιο απλά, υπάρχουν σαφείς ενδείξεις αλληλεπίδρασης μεταξύ των εν λόγω μεταβλητών που καθιστούν δυσχερή την αξιολόγηση της επιμέρους επιρροής στην επίδοση ή την πιθανότητα ανάκαμψης που ασκεί κάθε μεταβλητή. Συνεπώς, κατά την περαιτέρω διερεύνηση της σχέσης των ιδιοκτησιακών και διοικητικών χαρακτηριστικών και της χρηματοοικονομικής και στρατηγικής ισχύος με την ανάκαμψη πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι η συμβολή κάποιας μεταβλητής στην ανάκαμψη ενδέχεται να διαφέρει ανάλογα με τα επίπεδα τιμών άλλων μεταβλητών. Για παράδειγμα, η σχέση του βαθμού διαφοροποίησης με την επιλογή στρατηγικών και την πιθανότητα ανάκαμψης ενδέχεται να διαφοροποιείται ανάλογα με το μερίδιο αγοράς καθώς η αρνητική επίπτωση της απώλειας μεριδίου αγοράς, κατόπιν μείωσης του βαθμού διαφοροποίησης, ενδέχεται να είναι μεγαλύτερη από τη θετική επίπτωση της επικέντρωσης στο κύριο αντικείμενο δραστηριότητας.

4.7 Εξωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση των χαρακτηριστικών του κλάδου

4.7.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Σε αντίθεση με τη διαμάχη σχετικά με την απόδοση των αιτιών της παρακμής στο εσωτερικό ή το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας, οι απόψεις σχετικά με την επιρροή που μπορεί να ασκήσει ο κλάδος στην δυνατότητα εφαρμογής και την πιθανότητα επιτυχίας των στρατηγικών ανάκαμψης δείχνουν σαφή τάση σύγκλισης. Ωστόσο, όπως αναφέρει ο Pandit (2000), η ανάλυση της επιρροής του κλάδου, όπως και της επιρροής των υπόλοιπων στοιχείων του εξωτερικού Πλαισίου, στα πλαίσια της εταιρικής ανάκαμψης έχει αγνοηθεί συστηματικά από την υφιστάμενη βιβλιογραφία παρά το ότι έχει αναλυθεί εκτενώς στα πλαίσια της βιβλιογραφίας της οργανωσιακής αλλαγής. Σύμφωνα με τους O'Neill (1986) και Zimmerman (1986), η αντιμετώπιση της παρακμής και τα χαρακτηριστικά της εταιρικής ανάκαμψης διαφέρουν ανάλογα με τον κλάδο. Αυτό οφείλεται σε διάφορους παράγοντες όπως ο βαθμός διάσπασης του κλάδου (O'Neill: 1986), οι απαιτήσεις σε επένδυση (Winn: 1993), η ταχύτητα μεταβολής της τεχνολογίας (Bruton and Wan: 1994), ο βαθμός ανάπτυξης (Morrow Jr et al.: 2004) και τα εμπόδια εξόδου (Morrow Jr et al.: 2004). Στην ανάλυση που ακολουθεί θα παρουσιάσουμε εν συντομία την αναμενόμενη επιρροή των χαρακτηριστικών του κλάδου και τα ευρήματα σχετικών μελετών περιπτώσεων και εμπειρικών ερευνών μεγάλου δείγματος. Πρέπει να σημειωθεί ότι η ανάλυση του κλάδου αναφέρεται, επίσης, στους ανταγωνιστές, τους προμηθευτές κλπ. Ωστόσο, τα ζητήματα αυτά έχουν εξεταστεί σε προηγούμενες θέσεις. Στην τρέχουσα ενότητα μας απασχολούν τα χαρακτηριστικά που αφορούν στο σύνολο των εταιριών που λειτουργούν σε έναν κλάδο και που, σε μεγάλο βαθμό, δεν μπορούν να επηρεαστούν από τη μεμονωμένη εταιρία.

4.7.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

4.7.2.1 Θεωρητικά ζητήματα

Σύμφωνα με τον O'Neill (1986), όταν ο βαθμός διάσπασης είναι υψηλός, δηλαδή απουσιάζουν οι εταιρίες-ηγέτες, οι στρατηγικές ανάκαμψης με τη μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας είναι εκείνες που περιλαμβάνουν περιστολή κόστους. Αυτό στηρίζεται στην υπόθεση ότι, σε τέτοιους κλάδους, απαιτείται ο έλεγχος και η συγκράτηση του κόστους έτσι ώστε η εταιρία να έχει τη δυνατότητα εκμετάλλευσης ενός συγκεκριμένου τμήματος της αγοράς (niche). Σε κλάδους με υψηλή συγκέντρωση, μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας έχουν οι στρατηγικές ανάκαμψης που περιλαμβάνουν αναδιάρθρωση της παραγωγικής διαδικασίας. Η υψηλή συγκέντρωση συνιστά αποτέλεσμα της εμπειρίας που επηρεάζει την παραγωγή. Κατά συνέπεια, οι εταιρίες που δε διαθέτουν εμπειρία μπορούν να ανακάμψουν αναδιαρθρώνοντας την παραγωγική διαδικασία τους, έτσι ώστε να καταστούν ανταγωνιστικές (O'Neill: 1986). Η Winn (1993) αναφέρει ότι οι απαιτήσεις σε επένδυση και ο βαθμός εκμετάλλευσης του ενεργητικού (επένδυσης) διαφέρουν ανάλογα με το αντικείμενο δραστηριότητας. Κατά συνέπεια, οι στρατηγικές που στοχεύουν στην αύξηση της εκμετάλλευσης του ενεργητικού μπορούν μεν να αποδειχθούν επιτυχημένες αλλά υπάρχει ένα όριο επιτυχίας που καθορίζεται από τα παραπάνω χαρακτηριστικά. Η ταχύτητα μεταβολής της τεχνολογίας είναι ένας, ακόμη, παράγοντας που επηρεάζει τη διαδικασία ανάκαμψης. Σύμφωνα με τους Bruton and Wan (1994), σε κλάδους όπου οι τεχνολογικές εξελίξεις είναι ραγδαίες, η ταχύτητα της διαδικασίας ανάκαμψης έχει μεγαλύτερη βαρύτητα απ' ό,τι σε ώριμους κλάδους, όπου ο ρυθμός εξέλιξης της τεχνολογίας είναι βραδύς. Ο Scherrer (2003) αναφέρει ότι οι τεχνολογικές αλλαγές δίνουν την ευκαιρία για ταχείες καινοτομίες και μεταβολές στα προϊόντα, την παραγωγή και τη διανομή. Ο βαθμός ή το στάδιο ανάπτυξης είναι, ίσως, το πιο «δημοφιλές» χαρακτηριστικό του κλάδου, τουλάχιστον σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών. Οι Morrow Jr et al. (2004) και Schober (2004) αναφέρουν ότι οι στρατηγικές ανάκαμψης που περιλαμβάνουν περιστολή κόστους (εξόδων) δεν ενδείκνυνται για εταιρίες που λειτουργούν σε αναπτυσσόμενους κλάδους. Σε τέτοιους κλάδους οι απαιτήσεις σε επένδυση για τεχνολογία και παρουσία στην αγορά είναι υψηλές και ενδεχόμενη περιστολή του κόστους (εξόδων) θα καταστήσει δυσχερή την ενίσχυση ή, ακόμα και, τη διατήρηση της ανταγωνιστικής

θέσης. Αντίθετα, σε κλάδους που χαρακτηρίζονται από ύφεση, όπου οι απαιτήσεις σε επένδυση για τεχνολογία και παρουσία στην αγορά είναι σαφώς περιορισμένες, οι στρατηγικές ανάκαμψης πρέπει να προσανατολίζονται προς την αύξηση της αξιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων και, κατά συνέπεια, η περιστολή του κόστους (εξόδων) συνιστά απαραίτητο στοιχείο των στρατηγικών ανάκαμψης. Επιπρόσθετα, οι Morrow Jr et al. (2004) υποστηρίζουν ότι, ενώ η έξοδος από την αγορά είναι μία διαδεδομένη στρατηγική ανάκαμψης για τις εταιρίες που λειτουργούν σε πτωτικούς κλάδους, η απόσυρση από μία αγορά δε μπορεί να γίνει χωρίς δυσχέρεια. Τα εμπόδια εξόδου, όπως η ιδιαιτερότητα των περιουσιακών στοιχείων[118], οι υποχρεώσεις για εξυπηρέτηση πελατών[119] και η απώλεια της αναγνώρισης[120] της εταιρίας μπορούν να οδηγήσουν σε όξυνση του ανταγωνισμού, καθώς οι ανταγωνιστές θα επιδιώξουν να εκμεταλλευτούν την επιπλέον δυναμικότητα που θα προκύψει από την έξοδο μίας εταιρίας. Οι στρατηγικές περιστολής του κόστους (εξόδων) αναμένονται, επίσης, αποτελεσματικότερες σε κλάδους που βρίσκονται σε ύφεση εξαιτίας της ανταγωνιστικής δυναμικής που υποδεικνύει ότι η έμφαση των περισσότερων εταιριών αφορά στην αύξηση της αποδοτικότητας μέσω της εφαρμογής αυστηρών ελέγχων του κόστους ως μέσο επιβίωσης έναντι της πτωτικής ζήτησης.

4.7.2.2 Μελέτες περιπτώσεων

Esso Petroleum[121]. Ένας από τους παράγοντες που έπρεπε να ληφθεί υπόψη για την ανάκαμψη της εταιρίας το 1966 ήταν η εποχικότητα της ζήτησης. Κατά τη διάρκεια του χειμώνα, η ζήτηση στα αστικά κέντρα ήταν μεγαλύτερη εξαιτίας των αναγκών για θέρμανση και παραφίνη. Αντίθετα, το καλοκαίρι η ζήτηση στα αστικά κέντρα μειωνόταν, ενώ η ζήτηση στην επαρχία αυξανόταν εξαιτίας των αναγκών

[118] Ο όρος «ιδιαιτερότητα» χρησιμοποιείται για να αποδώσει το εύρος εναλλακτικών χρήσεων των περιουσιακών στοιχείων. Για παράδειγμα, ένα κτίριο με γραφεία συνιστά περιουσιακό στοιχείο με μηδενική ιδιαιτερότητα καθώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί από οποιαδήποτε εταιρία, ανεξαρτήτως από το αντικείμενο δραστηριότητάς της. Αντίθετα, ένα γεωτρύπανο χαρακτηρίζεται από υψηλή ιδιαιτερότητα καθώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο από εταιρίες με αντικείμενο δραστηριότητας που περιλαμβάνει γεωτρήσεις, πχ κατασκευαστικές εταιρίες.

[119] Αφορά σε υποχρεώσεις που προκύπτουν από συμφωνίες, όπως τα συμβόλαια για τη συντήρηση κτιρίων και οχημάτων, τη διαφήμιση κ.ά.

[120] Για παράδειγμα, η πώληση φορητών υπολογιστών μπορεί να είναι ζημιογόνος αλλά να προσδίδει στην εταιρία υψηλή αναγνώριση και τη δυνατότητα να πραγματοποιεί πωλήσεις και κέρδη από άλλα προϊόντα όπως κεντρικές μονάδες υπολογιστών, πληκτρολόγια κ.ά. Σε αυτήν την περίπτωση, η παύση πώλησης φορητών υπολογιστών ενδέχεται να οδηγήσει σε πτώση των πωλήσεων και των κερδών από τα άλλα προϊόντα και συνιστά εμπόδιο αποχώρησης.

[121] Πηγή: Duguid and Moss (1971).

κίνησης των γεωργικών μηχανημάτων που χρησιμοποιούνταν στις γεωργικές καλλιέργειες.

Fiat[122]. Η εταιρία λειτουργούσε σε έναν κλάδο που χαρακτηριζόταν από υπέρ του αναγκαίου δυναμικότητα σε σχέση με το μέγεθος της αγοράς. Η κατάτμηση των ευρωπαϊκών αγορών απέτρεπε την πραγματοποίηση οικονομιών κλίμακας. Επιπρόσθετα, ο κλάδος αυτοκινήτων αντιμετώπιζε το διπλό πρόβλημα της χαμηλής ανάπτυξης και ζήτησης. Στις δεκαετίες του 1950 και 1960, ο ρυθμός αύξησης της ζήτησης οχημάτων είχε ξεπεράσει το γενικό ρυθμό ανάπτυξης. Στη δεκαετία του 1970 οι δύο ρυθμοί, περίπου, εξισώθηκαν. Στη δεκαετία του 1980, όμως, η ζήτηση των οχημάτων υπολειπόταν της γενικής ζήτησης. Πολλές αγορές είχαν καταστεί «ώριμες» καθώς είχαν φτάσει σε επίπεδο κορεσμού και κυριαρχούσε η πτώση της ζήτησης που αφορούσε στην αντικατάσταση των παλαιών οχημάτων. Επίσης, η αύξηση της πραγματικής τιμής των καυσίμων αποθάρρυνε την απόκτηση αγαθών που απαιτούσαν ενέργεια, όπως τα οχήματα. Με δεδομένο αριθμό παραγωγών και πτωτική ζήτηση, οι ανταγωνιστικές πιέσεις στον ευρωπαϊκό χώρο εντάθηκαν ενώ υπήρχε, ακόμη, η απειλή του ανταγωνισμού από την Ιαπωνία που είχε επιτρέψει στις ιαπωνικές εταιρίες να επεκταθούν στην αγορά των ΗΠΑ και των αναπτυσσόμενων χωρών και να αποκτήσουν παρουσία στην Ευρώπη.

Fairmont Hotels[123]. Ανάμεσα στο 1986 και το 1991, ο κλάδος ξενοδοχειακών υπηρεσιών στις ΗΠΑ απώλεσε $14 δις εσόδων καθιστώντας την παραπάνω χρονική περίοδο ως τη δυσκολότερη στον 20^{ο} αιώνα. Η κατάσταση αυτή αποδίδεται στην ύπαρξη υπέρ του αναγκαίου δυναμικότητας, τη διάδοση μεμονωμένων προϊόντων από τις ξενοδοχειακές αλυσίδες, το υπερβάλλον χρέος, την πτώση των τιμών ακινήτων, την οικονομική ύφεση και την κρίση εξαιτίας του πολέμου στον Κόλπο.

Volvo και Renault[124]. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 υπήρχαν 3 σημαντικές ενδείξεις για τη μεταβολή του παγκόσμιου ανταγωνισμού στον κλάδο των οχημάτων. Η πρώτη αφορούσε στην πτώση της ζήτησης οχημάτων που δεν οφειλόταν στην κυκλικότητα, στοιχείο που ανέκαθεν χαρακτήριζε τη ζήτηση του κλάδου. Η δεύτερη ένδειξη αφορούσε στην πτώση της αξιοποίησης δυναμικότητας του κλάδου. Τα αντίστοιχα ποσοστά του 66% στην Ευρώπη και 73% παγκοσμίως, το 1993, σήμαιναν σημαντική πτώση της κερδοφορίας δεδομένου ότι τα υψηλά ποσοστά

[122] Πηγή: Galimberti (1986).
[123] Πηγή: Umbreit (1996).
[124] Πηγή: Bruner (1999).

κερδοφορίας συνδέονταν με υψηλοτέρα ποσοστά αξιοποίησης δυναμικότητας (της τάξης του 80% και άνω). Η τρίτη ένδειξη αφορούσε στο ότι ο ανταγωνισμός μεταφερόταν στον τομέα της ποιότητας, των τεχνολογικών καινοτομιών και των νέων κύκλων ζωής των οχημάτων.

4.7.2.3 Εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος

Οι ***Hambrick and Schecter (1983)*** εξετάζουν 206 εταιρίες από τις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος του δείγματος) που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν (53 εταιρίες) είτε όχι (153 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι το μέλλον της εταιρίας βραχυχρόνια εξαρτάται, σε κάποιο βαθμό, από τα χαρακτηριστικά του κλάδου και, πιο συγκεκριμένα, την ανάπτυξη της αγοράς που προσεγγίζεται με τη μεταβολή ζήτησης.

Ο ***D' Aveni (1989)*** εξετάζει 57 ζεύγη πτωχών και μη πτωχών εταιριών από τις ΗΠΑ την περίοδο 1972-1982. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ανάπτυξη και η αβεβαιότητα της ζήτησης συνδέονται αρνητικά αλλά όχι σημαντικά με την πιθανότητα επιβίωσης της εταιρίας.

Ο ***Audretsch (1991)*** εξετάζει εταιρίες (δεν αναφέρεται πλήθος) που ιδρύθηκαν το 1976 σε 295 κλάδους των ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η επιβίωση νεοϊδρυομένων εταιριών εξαρτάται από το τεχνολογικό καθεστώς του κλάδου μετά τα πρώτα 4 έτη ίδρυσης της εταιρίας. Επίσης, η ύπαρξη υψηλής συγκέντρωσης, οικονομιών κλίμακας και έντασης κεφαλαίου διευκολύνει την επιβίωση της εταιρίας στην περίοδο που ακολουθεί την ίδρυση της εταιρίας αλλά δυσχεραίνει την επιβίωση μακροχρόνια.

Οι ***Kang and Shivdasani (1997)*** εξετάζουν την επιλογή στρατηγικών ανάκαμψης για 92 βιομηχανικές εταιρίες, εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Τόκυο κατά την περίοδο 1985-1989. Ως παρακμή ορίζεται η κατά τουλάχιστον 50% μείωση των προ φόρων λειτουργικών κερδών μετά το έτος κατά το οποίο ο δείκτης «προ φόρων λειτουργικά κέρδη / ενεργητικό» είναι μεγαλύτερος της διάμεσου του κλάδου στον οποίο λειτουργεί η εταιρία και ο δείκτης «λειτουργικά κέρδη / χρεωστικοί τόκοι» είναι μεγαλύτερος του 1. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι στρατηγικές ανάκαμψης προσανατολίζονται στην ανάκαμψη όταν οι συνθήκες του κλάδου είναι ευνοϊκές.

Η ***Thorburn (2000)*** εξετάζει 263 εταιρίες από τη Σουηδία (με πλήθος εργαζομένων μικρότερο του 20) που υπέβαλαν αίτηση πτώχευσης την περίοδο 1988-1991. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ύφεση του κλάδου: α) δεν επηρεάζει την απόφαση

για αίτηση προσυμφωνημένης πτώχευσης, β) δεν επηρεάζει την επιλογή ανάμεσα στη ρευστοποίηση της εταιρίας ως σύνολο ή τμηματικά, γ) συνδέεται θετικά με τα κόστη της πτώχευσης γενικά και, ειδικότερα, με τα άμεσα κόστη και δ) δεν επηρεάζει τα ποσοστά ανάκαμψης.

Οι ***Surdasanam and Lai (2001)*** εξετάζουν 166 εισηγμένες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1983-1993 και είτε ανέκαμψαν (97 εταιρίες) είτε όχι (69 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση του κλάδου δεν επηρεάζει την πιθανότητα ανάκαμψης και την επίδοση στη μετά-παρακμής περίοδο.

Οι ***Dawley et al. (2002)*** εξετάζουν 207 εταιρίες (με ενεργητικό μεγαλύτερο των $10 εκ.) που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ την περίοδο 1980-1992. Η έρευνα συμπεραίνει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης του οικείου κλάδου δε διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της εταιρικής επίδοσης στη μετά-πτώχευσης περίοδο.

Οι ***Francis and Mariola (2005)*** και ***Francis and Desai (2005)*** εξετάζουν 97 εταιρίες από τον κλάδο βιομηχανικού και εμπορικού μηχανικού εξοπλισμού και τον κλάδο κατασκευής ηλεκτρονικού εξοπλισμού των ΗΠΑ που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1980-1995 και είτε ανέκαμψαν (49 εταιρίες) είτε όχι (48 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου δε συνδέεται σημαντικά με την πιθανότητα ανάκαμψης.

4.7.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Παρά τη διαφωνία σχετικά με την απόδοση των αιτιών της παρακμής στο εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας, υπάρχει συμφωνία ως προς την επιρροή που ασκούν τα χαρακτηριστικά του κλάδου στις στρατηγικές ανάκαμψης και, κατ' επέκταση σε αυτήν καθαυτή την ανάκαμψη των εταιριών. Αναλόγως του βαθμού διάσπασης του κλάδου, οι στρατηγικές πρέπει να προσανατολίζονται προς τον έλεγχο κόστους με στόχο την εκμετάλλευση συγκεκριμένων τμημάτων («φιλέτων») αγοράς ή την αναδιοργάνωση της παραγωγικής διαδικασίας με στόχο την επίτευξη νέου ή την ενίσχυση του υπάρχοντος ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Σε κλάδους με υψηλή ταχύτητα μεταβολής της τεχνολογίας, οι εταιρίες πρέπει να εξετάζουν την εφαρμογή

καινοτομιών για την εκμετάλλευση των σχετικών ευκαιριών που προκύπτουν. Οι απαιτήσεις σε επένδυση προσδιορίζουν, σε κάποιο βαθμό, την εφικτότητα των στρατηγικών ανάκαμψης καθώς διαμορφώνουν τους απαιτούμενους υλικούς πόρους που απαιτεί η ανάκαμψη. Επιπρόσθετα, ο βαθμός ή ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου υποδεικνύει την εφαρμογή στρατηγικών με στόχο τη βελτίωση της αποδοτικότητας σε κλάδους που βρίσκονται σε ωριμότητα ή ύφεση. Από τα σχετικά εμπειρικά ευρήματα δεν εξάγεται ασφαλές συμπέρασμα για την επιρροή του κλάδου στην ανάκαμψη καθώς κάποιες έρευνες υποδεικνύουν σημαντική επιρροή στην ανάκαμψη ή την επίδοση ενώ, σύμφωνα με άλλες, η επιρροή του κλάδου είναι μη σημαντική και, επίσης, υπάρχουν ενδείξεις ότι η επιρροή του κλάδου εξαρτάται από το χρονικό ορίζοντα ανάλυσης ή το επίπεδο ανάπτυξης του κλάδου. Είναι προφανές ότι η ενσωμάτωση του κλάδου στη σχετική έρευνα είναι τεκμηριωμένη όταν εξετάζονται εταιρίες που λειτουργούν σε κλάδους με διαφορετικές ιδιότητες. Αυτό συμβαίνει όταν εξετάζονται εταιρίες από διαφορετικούς κλάδους εφόσον, βέβαια, οι υπό εξέταση κλάδοι παρουσιάζουν διαφορές μεταξύ τους. Παρόμοια είναι η περίπτωση της εξέτασης εταιριών από τον ίδιο κλάδο αλλά σε εκτενές χρονικό διάστημα ή, ορθότερα, σε διάστημα που εγγυάται ότι οι ιδιότητες του κλάδου μεταβάλλονται στην πάροδο του χρόνου. Σε διαφορετική περίπτωση, η συμβολή οποιουδήποτε χαρακτηριστικού του κλάδου, πχ του επιπέδου ανάπτυξης, στην ερμηνεία της επιλογής στρατηγικών ανάκαμψης ή της πιθανότητας ανάκαμψης αναμένεται ελάχιστη ως μηδαμινή. Αντίθετα, η επιρροή του κλάδου αναμένεται, γενικά, σημαντική όταν εξετάζονται μεμονωμένες περιπτώσεις αλλά πρέπει να σημειωθεί ότι η γενίκευση των συμπερασμάτων τέτοιων ερευνών πρέπει να αποφεύγεται ή, τουλάχιστον, να πραγματοποιείται με επιφύλαξη.

4.8 Εξωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος

4.8.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ

Παρά την προφανή σημασία του ως στοιχείο του εξωτερικού Πλαισίου, το μακροοικονομικό περιβάλλον περιλαμβάνεται σε ελάχιστες έρευνες που αφορούν στην εταιρική ανάκαμψη (Schober: 2004). Σύμφωνα με τους Chakraborty and Dixit (1992), οποιαδήποτε πρόταση (στρατηγική) με στόχο την εταιρική ανάκαμψη πρέπει να στηρίζεται στην κατανόηση του εξωτερικού περιβάλλοντος της εταιρίας. Ο Schober (2004) αναφέρει ότι, εκτός από την κατάσταση του κλάδου, το συνολικό μακροοικονομικό περιβάλλον αναμένεται να επηρεάσει σημαντικά όχι μόνο την πιθανότητα ανάκαμψης της εταιρίας αλλά και τη δυνατότητα εφαρμογής των στρατηγικών ανάκαμψης. Για παράδειγμα, η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση (αναδιάρθρωση του χρέους) μέσω της άντλησης κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά έχει μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας σε περιβάλλον με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης όπου η αποτίμηση των εταιριών από την κεφαλαιαγορά είναι, συνήθως, υψηλότερη. Μία υψηλή αποτίμηση των νέων μετοχών θα δώσει στην εταιρία τη δυνατότητα να συγκεντρώσει μεγαλύτερη ποσότητα χρήματος για την ίδια ποσότητα κεφαλαίου σε σχέση με την ποσότητα χρήματος που θα συγκέντρωνε αν το περιβάλλον χαρακτηριζόταν από ύφεση.

4.8.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ

4.8.2.1 Θεωρητικά ζητήματα

Σύμφωνα με τον Scherrer (2003), η οικονομική ανάπτυξη (ή ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης), η διαθεσιμότητα πίστωσης και η δραστηριότητα της αγοράς χρήματος, η δραστηριότητα της αγοράς κεφαλαίου, οι αλλαγές στο επίπεδο τιμών και οι κοινωνικές, πολιτιστικές, θεσμικές και πολιτικές αλλαγές συνιστούν μερικά από τα σημαντικότερα στοιχεία του εξωτερικού περιβάλλοντος των εταιριών. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρει ότι η οικονομική ανάπτυξη αντικατοπτρίζει το οικονομικό

κλίμα και μπορεί να επηρεάσει τα σχέδια για εξάπλωση των εταιριών. Η διαθεσιμότητα πίστωσης και η δραστηριότητα της αγοράς χρήματος καθορίζουν το κόστος κεφαλαίου και δείχνουν την τάση της εμπορικής και επενδυτικής Τραπεζικής που θα επηρεάσει τη χρηματοοικονομική πτυχή των στρατηγικών ανάκαμψης. Η δραστηριότητα της αγοράς κεφαλαίου σηματοδοτεί τη στάση των επενδυτών και αποκαλύπτει τις προθέσεις τους έναντι της εταιρίας. Οι αλλαγές στο επίπεδο τιμών δείχνουν την εξέλιξη του πληθωρισμού που επηρεάζει τόσο την κατανάλωση όσο και την παραγωγή. Οι κοινωνικές και πολιτιστικές αλλαγές επηρεάζουν τις προτιμήσεις καταναλωτών, τα πρότυπα αγοράς και τις συνθήκες πώλησης των προϊόντων. Οι θεσμικές και πολιτικές αλλαγές επηρεάζουν την αγορά, παραγωγή, πώληση και διανομή των προϊόντων.

4.8.2.2 Μελέτες περιπτώσεων

Fiat[125]. Στις αρχές της δεκαετίας του 1970 οι τιμές πετρελαίου επέβαλαν την επανεκτίμηση των προοπτικών ανάπτυξης της αυτοκινητοβιομηχανίας εξαιτίας δύο επιπτώσεων: α) επίπτωση στο εισόδημα εξαιτίας της γενικής υστέρησης της οικονομικής ανάπτυξης και β) επίπτωση στις τιμές εξαιτίας της πολλαπλάσιας αύξησης στην πραγματική τιμή της βενζίνης.

Nissan[126]. Στη δεκαετία του 1980 η υπερτίμηση του γιέν καθιστούσε την εταιρία μη ανταγωνιστική στο εξωτερικό και δυσχέραινε τις προσπάθειες για ανάκαμψη.

Fairmont Hotels[127]. Την περίοδο 1986-1991 η εταιρία λειτουργούσε σε ένα περιβάλλον που χαρακτηριζόταν από οικονομική υποχώρηση εξαιτίας (και) του Πόλεμου στον Κόλπο.

British Steel Corporation[128]. Στη δεκαετία του 1970, η εταιρία έπρεπε να ανακάμψει σε ένα περιβάλλον που χαρακτηριζόταν από την πτώση της ζήτησης (γενικά) και την πετρελαϊκή κρίση της διετίας 1973-4 (ειδικότερα).

Volvo και Renault[129]. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η ανάπτυξη της ζήτησης επιβραδυνόταν αντικατοπτρίζοντας, εν μέρει, την οικονομική ύφεση που ξεκίνησε στη Β. Αμερική το 1990 και την Ευρώπη το 1992. Επιπρόσθετα, η

[125] Πηγή: Galimberti (1986).
[126] Πηγή: Ishizuna (1990).
[127] Πηγή: Umbreit (1996).
[128] Πηγή: Pandit (1998).
[129] Πηγή: Bruner (1999).

Ευρωπαϊκή Οικονομική Ολοκλήρωση και η απελευθέρωση των αγορών συνέπτυξαν τα περιθώρια κέρδους των εμπόρων αυτοκινητιστικού εξοπλισμού (ανταλλακτικών). Αυτό οδήγησε σε μείωση της ζήτησης για φορτηγά και λεωφορεία και ενέτεινε τον τιμολογιακό ανταγωνισμό.

4.8.2.3 Εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος

Οι ***Duhaime and Grant (1984)*** εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 40 εταιρίες του δείκτη Fortune-500 (ΗΠΑ) κατά την περίοδο 1975-1980. Η έρευνα συμπεραίνει ότι ο ρυθμός γενικής οικονομικής ανάπτυξης δε συνδέεται σημαντικά με την εφαρμογή στρατηγικών ανάκαμψης.

Ο ***D' Aveni (1989)*** εξετάζει 57 πτωχές και, αντίστοιχα, 57 μη πτωχές εταιρίες από τους κλάδους εμπορίου, μεταφορών και επεξεργασίας των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1972-1982. Η έρευνα συμπεραίνει ότι ο πληθωρισμός δε συμβάλλει σημαντικά στη διάκριση των πτωχών εταιριών από τις μη πτωχές.

Οι ***Lamont et al. (1994)*** εξετάζουν 76 εταιρίες από τις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονικός ορίζοντας) που υιοθέτησαν τρεις διαφορετικές στρατηγικές διαφοροποίησης στα πλαίσια αναδιοργάνωσης. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι αλλαγές στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν συνδέονται σημαντικά και αρνητικά με την εταιρική επίδοση κατά τη διάρκεια της αναδιοργάνωσης αλλά όχι σημαντικά με την ταχύτητα ανάκαμψης.

Οι ***Surdasanam and Lai (2001)*** εξετάζουν 166 εισηγμένες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που, την περίοδο 1983-1993, εισήλθαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν (97 εταιρίες) είτε όχι (69 εταιρίες). Η έρευνα συμπεραίνει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος στη μετά-παρακμή περίοδο δεν επηρεάζει την εταιρική επίδοση και την πιθανότητα ανάκαμψης.

Οι ***Dawley et al. (2002)*** εξετάζουν 207 εταιρίες (με ενεργητικό μεγαλύτερο των $10 εκ.) που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ την περίοδο 1980-1992. Η έρευνα συμπεραίνει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (σε σταθερές τιμές του 1980), κατά την πενταετία μετά την αίτηση πτώχευσης, δεν επηρεάζει την εταιρική επίδοση στη μετά-πτώχευσης χρονική περίοδο.

4.8.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Τα περισσότερα σχόλια που παρατέθηκαν στη σύνοψη αναφορικά με τον κλάδο (βλ. παράγραφο 4.7.3) ισχύουν, σε μεγάλο βαθμό, στην περίπτωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Ο ρυθμός ανάπτυξης, η διαθεσιμότητα και το κόστος χρηματοδότησης και οι αλλαγές σε κοινωνικό, οικονομικό, πολιτιστικό και θεσμικό επίπεδο συνιστούν παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή στρατηγικών και την πιθανότητα ανάκαμψης αλλά αφορούν ταυτόχρονα στο σύνολο των εταιριών. Τα σχετικά ευρήματα των ερευνών μεγάλου δείγματος συγκλίνουν στη μη σημαντική επιρροή του μακροοικονομικού περιβάλλοντος επί της επιλογής στρατηγικών και της πιθανότητας ανάκαμψης. Ωστόσο, τα συμπεράσματα που εξάγονται από τις μελέτες περιπτώσεων υποδεικνύουν ότι οι παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν, τουλάχιστον, την επιλογή στρατηγικών ανάκαμψης. Προκύπτει, λοιπόν, ότι τα ευρήματα των δύο τύπων ερευνών βρίσκονται σε αντίφαση. Κάτι τέτοιο είναι αναμενόμενο διότι η επιρροή του μακροοικονομικού περιβάλλοντος είναι ίδια για όλες τις εταιρίες, ιδιαίτερα όταν η έρευνα αφορά σε εταιρίες που είτε προέρχονται από το ίδιο μακροοικονομικό περιβάλλον, πχ την ίδια χώρα και δεδομένη χρονική περίοδο, είτε από περισσότερα μακροοικονομικά περιβάλλοντα, πχ διαφορετικές χώρες ή/και διαφορετικές χρονικές περιόδους, που, ωστόσο, δεν παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές μεταξύ τους. Για παράδειγμα, σε ένα δείγμα εταιριών που ανέκαμψαν ή όχι σε δεδομένη χρονική περίοδο, οι τιμές των μεταβλητών του μακροοικονομικού περιβάλλοντος θα είναι ίδιες για όλες τις εταιρίες. Κατά συνέπεια, οποιαδήποτε μέθοδος θα αδυνατεί, εξορισμού, να εντοπίσει διαφορές ανάμεσα στην επιρροή των εν λόγω μεταβλητών στις εταιρίες που ανέκαμψαν και εκείνες που δεν ανέκαμψαν χωρίς αυτό να σημαίνει απαραίτητα ότι δεν υπήρξε επιρροή σε κάποια από ή και τις δύο ομάδες εταιριών. Συνεπώς, στην περαιτέρω έρευνα του ζητήματος πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η αλληλεπίδραση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος με τα χαρακτηριστικά της εταιρίας. Πιο απλά, ενώ η σημαντική μείωση του πραγματικού εισοδήματος των καταναλωτών πλήττει το σύνολο των εταιριών σε μία οικονομία, το μέγεθος του πλήγματος αναμένεται μεγαλύτερο για τα προϊόντα που θεωρούνται λιγότερο απαραίτητα από τους καταναλωτές και μειώνονται ευκολότερα όταν τίθεται θέμα ικανοποίησης των αναγκών με χαμηλότερο πραγματικό εισόδημα.

4.9 Εξωτερικό Πλαίσιο: κριτική διερεύνηση της οικονομικής πολιτικής και του ρόλου της Πολιτείας

4.9.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΡΟΛΟΥ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΕΙΑΣ

Ένα στοιχείο του εξωτερικού περιβάλλοντος που εμφανώς έχει αγνοηθεί αναφέρεται στην επικρατούσα οικονομική πολιτική που δύναται να επηρεάσει την πιθανότητα επιβίωσης ή ανάκαμψης των εταιριών. Η μη ενασχόληση με το εν λόγω ζήτημα οφείλεται στη δυσχέρεια ποσοτικοποίησης της οικονομικής πολιτικής και των επιπτώσεών της στις εταιρίες και εντοπίζεται, κυρίως, σε έρευνες που αφορούν σε μεμονωμένες χώρες και κλάδους ή περιορισμένες χρονικές περιόδους. Όταν δεν ισχύει κάτι τέτοιο, η οικονομική πολιτική (πρέπει να) λαμβάνεται υπόψη κατά την εξέταση της εταιρικής ανάκαμψης (Schober: 2004). Η οικονομική πολιτική συνιστά τμήμα του ευρύτερου ρόλου της Πολιτείας που εκτείνεται, επίσης, σε άλλους τομείς όπως η ψήφιση και ο έλεγχος της εφαρμογής ρυθμίσεων, κανόνων, νόμων κλπ. Λαμβάνοντας υπόψη ότι, στη σύγχρονη εποχή, οι οικονομίες είναι, με ελάχιστες εξαιρέσεις, «μικτές», ο ρόλος της Πολιτείας αποτελεί σημαντικό παράγοντα του εξωτερικού Πλαισίου της εταιρικής ανάκαμψης.

4.9.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΡΟΛΟΥ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΕΙΑΣ

4.9.2.1 Θεωρητικά ζητήματα

Η οικονομική πολιτική περιλαμβάνει, κυρίως, την τάση επιβολής κανόνων εισόδου-εξόδου από τις αγορές, το θεσμικό πλαίσιο για τον ανταγωνισμό, την επιχορήγηση επιχειρήσεων, την εγγυοδοσία εκ μέρους του Κράτους και την προθυμία κάμψης των πολιτικών πιέσεων με σκοπό τη διάσωση εταιριών (Schober: 2004). Διαχρονικά και παγκοσμίως, υπάρχουν πλείστες περιπτώσεις στήριξης της Πολιτείας σε εταιρίες που κινδυνεύουν να αφανιστούν, τόσο σε επίπεδο μεμονωμένων εταιριών ή κλάδου όσο και σε επίπεδο του συνόλου των εταιριών. Προφανώς, στα πλαίσια της παρούσας ανάλυσης, η αναφορά στο σύνολο ή ακόμα και στην πλειοψηφία τέτοιων

περιπτώσεων είναι πρακτικά αδύνατη. Επιπλέον, η απουσία σχετικών εμπειρικών ερευνών (για τους λόγους που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο), καθιστά τη χρήση μεμονωμένων παραδειγμάτων τη μοναδική επιλογή για την αναφορά σε ζητήματα του ρόλου της Πολιτείας.

4.9.2.2 Μελέτες περιπτώσεων

Στις ΗΠΑ, ένα από τα χαρακτηριστικότερα παραδείγματα κρατικής βοήθειας προς μεμονωμένη εταιρία αφορά στον όμιλο της αυτοκινητοβιομηχανίας Chrysler που εισήλθε σε παρακμή στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Το 1979 και το 1980 η εταιρία υπέστη ζημίες ύψους $1 δις και $0,5 δις, αντίστοιχα. Το 1979 η ομοσπονδιακή κυβέρνηση αποφάσισε τη χορήγηση δανείου ύψους $1,5 δις με τη μετέπειτα διάσημη «Πράξη Εγγυοδοσίας του Ομίλου Chrysler 1979» (Chowdhury: 2002). Πρόσφατα, η εταιρία έλαβε και πάλι κρατική βοήθεια στα πλαίσια της δανειοδότησης ύψους $15 δις των τριών μεγαλύτερων αυτοκινητοβιομηχανιών των ΗΠΑ (εκτός της Chrysler, οι General Motors και Ford)[130].

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η συμβολή του Κράτους εκφράστηκε με την ίδρυση του Οργανισμού Βιομηχανικής Αναδιοργάνωσης (Industrial Reorganization Corporation), με πράξη του Βρετανικού Κοινοβουλίου στις 21/12/1966. Ο σκοπός του Οργανισμού ήταν: α) να προωθήσει ή να συμβάλλει στην αναδιοργάνωση ή την ανάπτυξη οποιουδήποτε κλάδου και β) να ιδρύσει ή να προωθήσει ή να συμβάλλει στην ίδρυση ή ανάπτυξη οποιασδήποτε βιομηχανικής επιχείρησης. Ο Οργανισμός είχε το δικαίωμα χορήγησης δανείων και εξασφαλίσεων, εξαγοράς εταιρικού κεφαλαίου, αγορά πάγιων περιουσιακών στοιχείων κ.ά. Κάποιες από τις ενέργειες του Οργανισμού αφορούσαν: α) στην δομική αναδιοργάνωση του κλάδου ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών, β) στη στήριξη της συγχώνευσης των εταιριών Electro Co και Elliot Automation που οδήγησε στη δημιουργία ενός εκ των ισχυρότερων σύγχρονων ομίλων συστημάτων αυτοματισμού και βιομηχανικού ελέγχου στην Ευρώπη, γ) στην παροχή βοήθειας προς τη ναυπηγό εταιρία Cammell Laird Group ύψους £6 εκ., δ) στη χορήγηση μεσοπρόθεσμων δανείων (διάρκειας 5-10 ετών) στις εταιρίες British Leyland (ύψους £25 εκ.) και British Oxygen (ύψους £2,5 εκ.) κ.ά., ε) στην εξαγορά του 25% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας George Kent κ.ά. (Pass: 1971).

[130] Εφημερίδα Καθημερινή, Έντυπη Μορφή, 11/12/2008: «Το «Ο.Κ.» του Κογκρέσου για τα 15 δισ. δολ. αναμένουν οι «Τρεις αδελφές»». Διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyagor_1_11/12/2008_295469.

Στην Ελλάδα, η συμβολή του Κράτους στη διάσωση επιχειρήσεων, στις αρχές της δεκαετίας του 1980, επιχειρήθηκε μέσω της ίδρυσης του Οργανισμού Οικονομικής Ανασυγκρότησης Επιχειρήσεων (ΟΑΕ) με το νόμου 1386/1983. Σύμφωνα το άρθρο 2, επρόκειτο για ανώνυμη εταιρία υπό την εποπτεία του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας με σκοπό τη συμβολή στην κοινωνική και οικονομική ανάπτυξη της χώρας με: α) την οικονομική εξυγίανση επιχειρήσεων, β) την εισαγωγή και εφαρμογή ξένης τεχνολογίας καθώς και την ανάπτυξη της εγχώριας και γ) την ίδρυση και εκμετάλλευση κοινωνικοποιημένων ή μικτής οικονομίας επιχειρήσεων. Στα πλαίσια της λειτουργίας του, ο ΟΑΕ είχε τη δυνατότητα να αναλαμβάνει τη διοίκηση των υπό εξυγίανση επιχειρήσεων, να συμμετέχει στο κεφάλαιο επιχειρήσεων, να χορηγεί δάνεια και εγγυήσεις, να μεταβιβάζει μετοχές σε εργαζόμενους ή φορείς εκπροσώπησής τους κ.ά. Κατά τον Παπαδόπουλο (1986), τα πρώτα αποτελέσματα της εφαρμογής του νόμου 1386/1983 ήταν εμφανή και θετικά. Από δείγμα 17 εταιριών που παρουσιάζει προκύπτει ότι ένα έτος πριν την υπαγωγή στο νόμο 1386/1983 οι ζημίες ανέρχονταν, κατά μέσο όρο, σε 32 εκ. δραχμές ενώ, ένα έτος μετά την υπαγωγή τα κέρδη ανέρχονταν, κατά μέσο όρο, σε 16 εκ. δραχμές. Μία ακόμη ανώνυμη εταιρία με σκοπό τη στήριξη μικρών και πολύ μικρών εταιριών ιδρύθηκε με το νόμο 3066/2002 και επωνυμία «Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων» (ΤΕΜΠΜΕ). Σύμφωνα με το άρθρο 3 (παρ. 1), σκοπός του ΤΕΜΠΜΕ είναι η διευκόλυνση της πρόσβασης των μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων στην αγορά κεφαλαίων, για την προώθηση του τεχνολογικού και οργανωτικού εκσυγχρονισμού, καθώς και την εισαγωγή καινοτομιών στην οργάνωση και λειτουργία των επιχειρήσεων. Στην περίοδο 30/12/2008-19/07/2010, το ΤΕΜΠΜΕ χορήγησε δάνεια ύψους €5,3 δις και εγγυήσεις €4,2 δις σε 57.116 επιχειρήσεις[131]. Σε νομοθετικό επίπεδο, η διάσωση των εταιριών που δεν μπορούσαν να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους επιχειρήθηκε το 1990 με την ψήφιση του νόμου 1892. Στα άρθρα 44 και 45 προβλεπόταν η διαδικασία μείωσης των υποχρεώσεων κατόπιν συμφωνίας με τους πιστωτές. Τα εν λόγω άρθρα (κυρίως το 44) έγιναν ιδιαίτερα γνωστά στο ευρύ ελληνικό κοινό, το 2004, από τις περιπτώσεις των ποδοσφαιρικών ανωνύμων εταιριών ΑΡΗΣ[132] και ΑΕΚ[133] που πέτυχαν μείωση

[131] Από την ιστοσελίδα της «ΤΕΜΠΜΕ Α.Ε»: http://www.tempme.gr/.
[132] Ιστοσελίδα «in.gr», 10/11/2004: «Ο Άρης έγινε η πρώτη ΠΑΕ που υπάγεται στο άρθρο 44». Διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση:
http://sports.in.gr/article/?aid=579301.

χρεών μετά από δικαστική συμφωνία με τους πιστωτές τους. Τα άρθρα 44 και 45 καταργήθηκαν από το άρθρο 181 του πιο πρόσφατου Πτωχευτικού Κώδικα (νόμος 3588/2007) που, ωστόσο, προβλέπει, επίσης, τη συμφωνία με πιστωτές, στα πλαίσια του Κεφαλαίου 6 (άρθρα 99-106). Πρέπει να σημειωθεί, όμως, η ειδοποιός διαφορά της νέας «συνδιαλλαγής», όπως αναφέρεται, με τους πιστωτές σχετικά με το ότι οποιαδήποτε συμφωνία δε δεσμεύει τους πιστωτές που είναι αντίθετοι στη μείωση των απαιτήσεών τους (τα άρθρα 44 και 45 προέβλεπαν την, υπό προϋποθέσεις, υποχρεωτική συμφωνία του συνόλου των πιστωτών).

4.9.3 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΕΙΑΣ

Δεδομένου ότι στη σημερινή εποχή οι οικονομίες παγκοσμίως, με ελάχιστες εξαιρέσεις, είναι μικτές, ο ρόλος της Πολιτείας στην οικονομική δραστηριότητα είναι, εξορισμού, σημαντικός. Τα εμπόδια εισόδου-εξόδου, το πλαίσιο ανταγωνισμού, η εγγυοδοσία, η επιχορήγηση και η κάμψη των πολιτικών πιέσεων συνιστούν παράγοντες που επηρεάζουν τη δραστηριότητα όχι μόνο των υφιστάμενων εταιριών αλλά και των εταιριών που σχεδιάζουν την έναρξη δραστηριότητας σε μία συγκεκριμένη Οικονομία (χώρα). Εκτός των παραπάνω γενικών παραγόντων, η Πολιτεία διαθέτει τη δυνατότητα να επηρεάσει την επιλογή στρατηγικών και την πιθανότητα ανάκαμψης των εταιριών με συγκεκριμένες αποφάσεις (πρωτοβουλίες) οικονομικού και θεσμικού χαρακτήρα. Οι περιπτώσεις που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο συνιστούν ενδεικτικά παραδείγματα τέτοιων αποφάσεων. Είναι προφανές ότι ο ρόλος της Πολιτείας είναι το στοιχείο του εξωτερικού Πλαισίου που φέρει τη μεγαλύτερη δυσχέρεια εκτίμησης διότι η διαμόρφωσή του εξαρτάται από τη βούληση ανθρώπων ή, πιο συγκεκριμένα, πολιτικών δυνάμεων και όχι από την καθημερινή λειτουργία της Οικονομίας. Αυτό συνεπάγεται υψηλή μεταβλητότητα του εν λόγω παράγοντα στην πάροδο του χρόνου. Επιπρόσθετα, οποιαδήποτε προσπάθεια ποσοτικοποίησης του ρόλου της Πολιτείας θα ήταν, τουλάχιστον, υποκειμενική. Κατά συνέπεια, η διεξαγωγή εμπειρικής έρευνας με στόχο την παροχή γενικευμένων συμπερασμάτων για την επιρροή της Πολιτείας στην ανάκαμψη κρίνεται

[133] Ιστοσελίδα «in.gr», 29/11/2004: «Το άρθρο 44 και άλλες περιπέτειες». Διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://archive.in.gr/news/reviews/article.asp?lngReviewID=574864&lngChapterID=574891&lngItemID=583940.

περιορισμένης χρησιμότητας με εξαίρεση, ίσως, τη σημασία μελέτης των σχετικών ζητημάτων για ιστορικούς λόγους. Αντίθετα, σε πρακτικό επίπεδο, οι ευκαιρίες και οι απειλές που οφείλονται σε συγκεκριμένες αποφάσεις της Πολιτείας πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στην προσπάθεια ανάκαμψης των εταιριών διότι επηρεάζουν την καταλληλότητα και την εφικτότητα των στρατηγικών και, κατ' επέκταση, την πιθανότητα ανάκαμψης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

5.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου

Το Περιεχόμενο των στρατηγικών ανάκαμψης περιλαμβάνει τις ενέργειες που εφαρμόζονται για την αντιμετώπιση της παρακμής. Το φάσμα των πιθανών ενεργειών ανάκαμψης είναι ιδιαίτερα ευρύ και εντοπίζεται αδυναμία συμφωνίας ως προς τη διατύπωση μίας ευρέως αποδεκτής ομαδοποίησή τους σε συγκεκριμένες στρατηγικές. Οι στόχοι του τρέχοντος κεφαλαίου είναι δύο. Ο πρωταρχικός σκοπός συνίσταται στην παρουσίαση και κριτική ανάλυση των ομάδων ενεργειών που μπορούν να εφαρμοστούν για την ανάκαμψη της εταιρίας. Το τρέχον κεφάλαιο στοχεύει, δευτερευόντως, στη διατύπωση μίας νέας ομαδοποίησης των ενεργειών ανάκαμψης που αποτελεί προϊόν συνδυασμού στοιχείων των υφιστάμενων ομαδοποιήσεων και προτεινόμενων κριτηρίων. Ο εν λόγω σκοπός χαρακτηρίζεται δευτερεύοντας διότι σε κάποιες περιπτώσεις η επιλογή διακριτών στρατηγικών ανάκαμψης δεν επιβεβαιώνεται (Pearce II and Robbins: 1994). Η ανάλυση αναφέρεται, αρχικά, στη σημασία διερεύνησης του Περιεχομένου και, ακολούθως στις προτεινόμενες ενέργειες, τις υφιστάμενες ομαδοποιήσεις και τη μεθοδολογία ανάλυσης του ζητήματος. Στη συνέχεια αναλύονται η περιστολή κόστους και περιουσιακών στοιχείων, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, η στρατηγική ανακατεύθυνση, η αναδιάρθρωση λειτουργιών και η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση. Ακολουθεί η, κατά παρέκκλιση, εξέταση της εταιρικής πτώχευσης που συνιστά διαδικαστικό ζήτημα αλλά συνδέεται με συγκεκριμένες ενέργειες ανάκαμψης και επηρεάζει τη δυνατότητα εφαρμογής ή μη κάποιων ενεργειών. Η ανάλυση της εταιρικής πτώχευσης εμπλουτίζεται, όπου κρίνεται σκόπιμο, με αναφορές στον ισχύοντα

Πτωχευτικό Κώδικα της Ελλάδας. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση της προτεινόμενης ομαδοποίησης των ενεργειών ανάκαμψης.

5.2 Η σημασία διερεύνησης του περιεχομένου των στρατηγικών ανάκαμψης

Το Περιεχόμενο των στρατηγικών ανάκαμψης αφορά στις ενέργειες που εφαρμόζονται με στόχο την αντιμετώπιση της παρακμής και, όπως αναφέρει ο Schober (2004), περιλαμβάνει τα ζητήματα που απαντούν στο ερώτημα «τι κάνουμε» για την επίτευξη της ανάκαμψης. Κατά συνέπεια, η εξέταση του Περιεχομένου συνεισφέρει, αρχικά, στον εντοπισμό και κατανόηση των διαθέσιμων επιλογών για την αντιμετώπιση της εταιρικής παρακμής. Επιπρόσθετα, σε συνδυασμό με τη μελέτη του Πλαισίου, αναμένεται να συνεισφέρει στον εντοπισμό της κατάλληλης ή βέλτιστης επιλογής.

Η μελέτη του Περιεχομένου έχει αποτελέσει, παραδοσιακά, το επίκεντρο μελέτης ακαδημαϊκών και επαγγελματιών (Schober: 2004). Σύμφωνα με τον Pandit (2000), η εκτενής ενασχόληση με το Περιεχόμενο είναι αναμενόμενη εξαιτίας του ότι υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα για τη μελέτη του ζητήματος. Εκτός της διαθεσιμότητας, τα δεδομένα είναι, επίσης, κατάλληλα για τη διεξαγωγή εμπειρικών ερευνών μεγάλου δείγματος που εστιάζουν στη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ του Περιεχομένου και της εταιρικής επίδοσης. Πιο απλά, οι εν λόγω έρευνες εξετάζουν την επίπτωση του «τι κάνουμε» στην εταιρική επίδοση και, κατ' επέκταση, την προοπτική (ή πιθανότητα) ανάκαμψης. Δεδομένου ότι το Περιεχόμενο και η εταιρική επίδοση είναι, εξορισμού, μετρήσιμα μεγέθη, οι εμπειρικές έρευνες είναι ιδιαίτερα διαδεδομένες. Από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση του Pandit (2000), σχετικά με την εταιρική ανάκαμψη, προκύπτει ότι το ποσοστό των μελετών που ασχολούνται με το Περιεχόμενο είναι κατά 43% μεγαλύτερο από το ποσοστό των μελετών που ασχολούνται με το Πλαίσιο και διπλάσιο του ποσοστού των μελετών που ασχολούνται με τη Διαδικασία.

5.3 Συνοπτική αναφορά στο Περιεχόμενο των στρατηγικών ανάκαμψης, η δυσχέρεια και η ασυμφωνία επί της διατύπωσης ενός κοινά αποδεκτού «κανόνα» ομαδοποίησης και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης

Όπως προαναφέρθηκε, το Περιεχόμενο αναφέρεται στις ενέργειες που εφαρμόζονται για την αντιμετώπιση της εταιρικής παρακμής. Ο Taylor (1982) αναφέρει τις εξής 9: 1) συγχωνεύσεις και συμφωνίες συνεργασίας επί των προμηθειών (supply agreements), 2) πώληση περιουσιακών στοιχείων και μείωση των γενικών βιομηχανικών εξόδων, 3) περιστολές στην κεντρική διοίκηση, 4) διαμόρφωση στρατηγικής και αυστηροί έλεγχοι του προϋπολογισμού, 5) περιορισμός-σύμπτυξη της γραμμής προϊόντων και εισαγωγή αποτελεσματικών κόστους προϊόντων (cost effective), 6) σημαντικές βελτιώσεις στην παραγωγικότητα, 7) ανάπτυξη υψηλά παραγωγικού και καλώς αμειβόμενου ανθρώπινου δυναμικού, 8) διαμόρφωση νέων δομών για τη συμμετοχή και την επικοινωνία των εργαζομένων και 9) ισχυροποίηση της λειτουργίας δημόσιων σχέσεων. Ο Gopal (1991), μετά από έρευνα σε μεσαίες και μικρές εταιρίες στην Ινδία, εντοπίζει τις εξής ενέργειες ανάκαμψης: 1) αυστηροί έλεγχοι των κεφαλαιακών δαπανών[1] (capital expenditures), 2) πώληση πάγιων περιουσιακών στοιχείων, 3) είσπραξη απαιτήσεων, 4) προγραμματισμός εκ νέου (rescheduling) των πληρωμών, 5) επιλεκτική τοποθέτηση παραγγελιών, 6) εισαγωγή νέων χαρακτηριστικών στη λειτουργία της εταιρίας και εισαγωγή σε νέες αγορές, 7) εμπάργκο προσλήψεων, 8) αντικατάσταση του διευθύνοντος συμβούλου, 9) σύνταξη εταιρικού σχεδίου, 10) εισαγωγή πληροφοριακών συστημάτων, 11) μείωση των μη αναγκαίων συστημάτων αναφοράς (reporting systems), 12) εκλογίκευση της οργανωσιακής δομής, 13) εκπαίδευση ανθρώπινου δυναμικού, 14) εισροή κεφαλαίων, 15) διοικητικός συγκεντρωτισμός της διαχείρισης μετρητών και 16) αλλαγές στις διαδικασίες των προμηθειών, στρατολόγησης προσωπικού (recruitment) κ.ά.. Ο Schober (2004) προτείνει, βάσει βιβλιογραφικής ανασκόπησης, 7 στρατηγικές[2]: 1) λειτουργική αναδιάρθρωση με στόχο, κυρίως, τη μείωση κόστους και την αύξηση πωλήσεων, 2) αναδιάρθρωση

[1] Ή δαπανών σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

[2] Η εναλλακτική χρήση των όρων «στρατηγικές», «ενέργειες» και «κινήσεις» συνιστά συχνό φαινόμενο στη βιβλιογραφία που αφορά στο Περιεχόμενο. Στο εν λόγω ζήτημα θα αναφερθούμε εκτενέστερα στη συνέχεια της τρέχουσας ενότητας.

βασικών περιουσιακών στοιχείων μέσω επενδύσεων και αποεπενδύσεων, 3) αλλαγή των ανώτατων διοικητικών στελεχών, 4) οργανωσιακή αναδιάρθρωση με στόχο τη μείωση των επιπέδων διοίκησης, τμημάτων κ.ά., 5) χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση μέσω παύσης διανομής μερισμάτων, αντικατάσταση παλαιού με νέο χρέος[3], ανταλλαγή χρέους με μετοχές κ.ά., 6) αλλαγές στο εταιρικό χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και το καθεστώς ιδιοκτησίας και 7) αποεπένδυση γραμμών παραγωγής, τμημάτων και θυγατρικών εταιριών.

Είναι εμφανές ότι το πλήθος των πιθανών στρατηγικών είναι εκτεταμένο ή, σύμφωνα με το χαρακτηρισμό του Schober (2004), οι στρατηγικές είναι «ευρέου φάσματος». Επίσης, είναι αναμενόμενο κάθε στρατηγική να φέρει διαφορετικό βαθμό καταλληλότητας, δεκτικότητας και δυνατότητας εφαρμογής[4], ανάλογα με το Πλαίσιο που αντιμετωπίζει η εκάστοτε εταιρία και, σύμφωνα με τον Gopal (1991), δεν υπάρχουν στρατηγικές-πρότυπα για την ανάκαμψη εταιριών[5]. Σε πρακτικό επίπεδο, το εύρος και οι διαφορές μεταξύ των στρατηγικών καθιστούν τη χρησιμότητα ομαδοποίησής τους μάλλον περιορισμένη. Σε θεωρητικό επίπεδο, όμως, η ομαδοποίηση αναμένεται να διευκολύνει την κατανόηση του Περιεχομένου παρέχοντας ένα διαρθρωμένο «οδηγό» μελέτης. Τονίζεται, ωστόσο, ότι ο πρωταρχικός στόχος του τρέχοντος κεφαλαίου είναι η εξέταση αυτών καθαυτών των στοιχείων του Περιεχομένου με ιδιαίτερη έμφαση στη σχέση τους με την εταιρική επίδοση και την προοπτική ανάκαμψης της εταιρίας, ανεξαρτήτως ομαδοποίησής τους.

Οι υφιστάμενες προτάσεις ομαδοποίησης των στρατηγικών ανάκαμψης παρουσιάζουν ασυμφωνία περιορισμένου, ωστόσο, βαθμού. Αυτό οφείλεται, κυρίως, στα κοινά σημεία-στοιχεία των στρατηγικών (Ang: 1991, Pearce II and Robbins: 1994), την επίπτωσή τους σε πολυάριθμους τομείς της εταιρίας (Hofer: 1980, Hambrick and Schecter: 1983) και τη δυσχέρεια σύνδεσης των αποτελεσμάτων κάθε στρατηγικής με τη μεταβολή της εταιρικής επίδοσης, εξαιτίας της αδυναμίας των ποσοτικών δεδομένων (κυρίως των χρηματοοικονομικών δεικτών) να απεικονίσουν την εκάστοτε στρατηγική και την πηγή (αιτία) μεταβολής της εταιρικής επίδοσης (Barker III and Duhaime: 1997). Στη συνέχεια της ανάλυσης, θα παρουσιάσουμε, σε

[3] Αναχρηματοδότηση χρέους.
[4] Η αναφορά στα συγκεκριμένα τρία στοιχεία της στρατηγικής έχει, ήδη, πραγματοποιηθεί στο τέταρτο κεφάλαιο.
[5] Ο τρόπος (προσέγγιση) με τον οποίο οι εταιρίες (πρέπει να) επιλέγουν την εκάστοτε στρατηγική ανάκαμψης θα αποτελέσει αντικείμενο εκτενέστερης ανάλυσης του επόμενου κεφαλαίου.

αύξουσα χρονολογική σειρά δημοσίευσης, τις ομαδοποιήσεις που έχουν προταθεί κατά καιρούς στην υφιστάμενη βιβλιογραφία. Όπως θα γίνει εμφανές, η ομαδοποίηση των στρατηγικών βασίζεται σε διάφορα κριτήρια. Κατά συνέπεια, αναλόγως του κριτηρίου που λαμβάνεται υπόψη, προκύπτει διαφορετική ομαδοποίηση.

Μία από τις πρώιμες προσπάθειες ομαδοποίησης παρέχεται από το Hofer (1980) που προτείνει τη διάκριση της ανάκαμψης σε στρατηγική και λειτουργική (strategic και operating turnaround, αντίστοιχα) και την κατάταξη της εκάστοτε στρατηγικής ανάλογα με τον εάν απαιτεί ή όχι αλλαγή στη στρατηγική της εταιρίας. Στην πρώτη ομάδα, κατατάσσονται στρατηγικές που επιτρέπουν στην εταιρία είτε να συνεχίσει να λειτουργεί και να ανταγωνίζεται στον ίδιο κλάδο, είτε να εισέλθει σε νέο ή νέα αντικείμενα δραστηριότητας. Τέτοιες στρατηγικές είναι οι εκείνες που αφορούν στο μερίδιο αγοράς και τον ανταγωνισμό, το μάρκετινγκ, την παραγωγή και την οργάνωση. Αντίθετα, οι στρατηγικές της δεύτερης ομάδας είναι τεσσάρων τύπων: α) αύξηση εσόδων, β) μείωση κόστους, γ) μείωση περιουσιακών στοιχείων και δ) συνδυασμός των παραπάνω. Μία βασική διάκριση ανάμεσα στις δύο ομάδες εντοπίζεται στην αναμενόμενη επιρροή τους στην επίδοση. Πιο συγκεκριμένα, στη στρατηγική ανάκαμψη δίνεται έμφαση στη στρατηγική και η βελτίωση της επίδοσης θεωρείται επακόλουθο, ενώ στη λειτουργική ανάκαμψη δίνεται έμφαση στη βελτίωση της επίδοσης, ανεξαρτήτως αποτελέσματος στη μακροπρόθεσμη στρατηγική. Ο Gopinath (1991) προσθέτει ότι μία ιδιότητα που συμβάλλει περαιτέρω στη διάκριση των στρατηγικών αφορά στον παράγοντα «χρόνο»: η στρατηγική ανάκαμψη προϋποθέτει την κατανόηση της αγοράς και της φύσης των προϊόντων και, συνεπώς, μπορεί να εφαρμοστεί σε μακροχρόνιο ορίζοντα ενώ η λειτουργική ανάκαμψη είναι αποτέλεσμα της βελτίωσης στον τομέα της αποδοτικότητας που αφορά, κυρίως, στο βραχυχρόνιο ορίζοντα. Οι Pearce II and Robbins (1994) εντοπίζουν τη βασική διαφορά ανάμεσα στις δύο ομάδες στο βαθμό ή την έκταση μεταβολής της στρατηγικής: στη στρατηγική ανάκαμψη η βελτίωση της επίδοσης είναι αποτέλεσμα της αλλαγής της στρατηγικής ενώ, στην περίπτωση της λειτουργικής ανάκαμψης, η βελτίωση της επίδοσης είναι αποτέλεσμα της εκτέλεσης της υφιστάμενης στρατηγικής αλλά με πιο αποδοτικό τρόπο. Η απόλυτη διάκριση δεν είναι εφικτή εξαιτίας της επικάλυψης του περιεχομένου των δύο ομάδων. Για παράδειγμα, η πώληση μίας παραγωγικής μονάδας ανήκει στη δεύτερη ομάδα αλλά μπορεί, επίσης, να επηρεάσει τη στρατηγική της εταιρίας, εφόσον οδηγήσει σε παύση της παραγωγής κάποιου προϊόντος. Σε αυτήν την περίπτωση, εκτός του χαρτοφυλακίου επενδύσεων,

μεταβάλλεται η στρατηγική καθώς η εταιρία μεταβάλει, επίσης, το χαρτοφυλάκιο προϊόντων της. Ένα, ακόμη, σχετικό παράδειγμα παρατίθεται από τους Hambrick and Schecter (1983): η βελτίωση του ελέγχου του κόστους θεωρείται λειτουργική στρατηγική αλλά μπορεί να εντάσσεται στα πλαίσια μίας στρατηγικής «ηγεσίας κόστους». Κατά τους Robbins and Pearce II (1993), η περιστολή κόστους που οφείλεται στην περιστολή περιουσιακών στοιχείων που πραγματοποιείται στα πλαίσια αλλαγής της στρατηγικής, καλείται επιχειρηματική περιστολή (entrepreneurial retrenchment) ενώ, στις υπόλοιπες περιπτώσεις, πχ μείωση των διοικητικών εξόδων και των εξόδων πωλήσεων, δε φέρει χαρακτηρισμό.

Οι Hambrick and Schecter (1983) αναφέρουν ότι, εκτός της επικάλυψης, υπάρχει ένα ακόμη στοιχείο που καθιστά την ομαδοποίηση του Hofer (1980), σε στρατηγικές και λειτουργικές ανακάμψεις, ακατάλληλη. Όπως υποστηρίζουν, κάποιες στρατηγικές είναι δύσκολο να εφαρμοστούν από εταιρίες με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Για παράδειγμα, μία στρατηγική αύξησης του μεριδίου αγοράς δε μπορεί να εφαρμοστεί εξίσου εύκολα ή με την ίδια πιθανότητα επιτυχίας από ώριμες και μη εταιρίες. Οι ώριμες εταιρίες λειτουργούν σε κλάδους με μέγεθος και χαρακτηριστικά ανταγωνιστών-πελατών που είναι ή μπορούν να θεωρηθούν, σε μεγάλο βαθμό, δεδομένα. Αντίθετα, οι «νέες» και εξελισσόμενες αγορές παρέχουν στην εταιρία τη δυνατότητα να αποσπάσει μερίδιο, όχι μόνο από την υφιστάμενη αγορά αλλά και την αγορά που αναμένεται να προκύψει στο μέλλον. Βάσει του παραπάνω επιχειρήματος, οι Hambrick and Schecter (1983) προτείνουν τη χρήση του όρου «κινήσεις» (moves) αντί του όρου «στρατηγικές» για την περιγραφή όλων εκείνων που εφαρμόζονται από τις εταιρίες με σκοπό την ανάκαμψη. Επιπρόσθετα, υποστηρίζουν ότι οι κινήσεις μπορούν να διακριθούν, ανάλογα με το περιεχόμενό τους, σε «επιχειρηματικές» (entrepreneurial) και «αποδοτικότητας» (efficiency). Στην πρώτη ομάδα κατατάσσονται η δημιουργία εσόδων και η εκ νέου επικέντρωση σε προϊόντα/ αγορές (product/ market refocusing) ενώ, στη δεύτερη ομάδα, κατατάσσονται η περιστολή κόστους και η περιστολή περιουσιακών στοιχείων. Κατά τους Pearce II and Robbins (1994), οι επιχειρηματικές κινήσεις αφορούν στο «ενεργώντας με διαφορετικό τρόπο» (do things differently) ενώ, οι κινήσεις αποδοτικότητας στο «ενεργώντας με τον ίδιο αλλά πιο αποδοτικό τρόπο» (do the same things in a more efficient way).

Ο O'Neill (1986) προτείνει, βάσει εξέτασης 9 επιτυχημένων και 4 αποτυχημένων προσπαθειών εταιρικής ανάκαμψης στις ΗΠΑ, την κατάταξη των

στρατηγικών σε 4 ομάδες: α) διοικητικές, β) περιστολών, γ) ανάπτυξης και δ) αναδιάρθρωσης. Στις διοικητικές στρατηγικές κατατάσσονται η αλλαγή ή ο ανασχηματισμός της διοικητικής ομάδας και η ενίσχυση του ηθικού (morale) των εργαζομένων. Οι στρατηγικές περιστολών στοχεύουν στη συγκράτηση ή παύση της παρακμής και περιλαμβάνουν την απαλλαγή από ζημιογόνες θυγατρικές, την εγκατάσταση συστημάτων ελέγχου των χρηματοοικονομικών στοιχείων και των εξόδων, την περιστολή κόστους και τη διαγραφή αποθεμάτων[6]. Οι στρατηγικές ανάπτυξης περιλαμβάνουν την είσοδο σε νέες αγορές, την εγκατάσταση νέων μεθόδων προώθησης και τις εξαγορές. Τέλος, οι στρατηγικές αναδιάρθρωσης αφορούν στον ανασχεδιασμό του κύριου αντικειμένου (central core) της εταιρίας και περιλαμβάνουν την υιοθέτηση νέων μεθόδων παραγωγής και διανομής και το σχεδιασμό νέας οργανωσιακή δομής.

Ο Thietart (1988) προτείνει, για τις ανάγκες της εμπειρικής έρευνάς του, 5 ομάδες ενεργειών ανάκαμψης: α) οργανωσιακή αποκέντρωση, β) αναπροσανατολισμός μάρκετινγκ, γ) διαφοροποίηση προϊόντος σε όρους ποιότητας, τιμής και τμηματοποίησης πελατών, δ) αποεπένδυση περιουσιακών στοιχείων και ε) βελτίωση αποδοτικότητας. Διευκρινίζεται ότι η 1^{η} ομάδα περιλαμβάνει ενέργειες που μεταβάλλουν τους δεσμούς μεταξύ της μητρικής εταιρίας και των θυγατρικών της και η 5^{η} ομάδα αναφέρεται στην αύξηση της παραγωγικότητας των εργαζομένων και της αξιοποίησης της δυναμικότητας.

Οι Thain and Goldthorpe (1989a) καταλήγουν στην προτεινόμενη ομαδοποίηση μετά από μελέτη 27 εταιριών που ανέκαμψαν την περίοδο 1975-1989 στον Καναδά. Οι 4 βασικές ομάδες ενεργειών είναι: α) οργανωσιακή αναδιάρθρωση, β) χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση, γ) αναδιάρθρωση σε στρατηγικό επίπεδο και δ) αναδιάρθρωση σε επίπεδο επιχειρησιακών τμημάτων. Στην 1^{η} ομάδα κατατάσσονται η αντικατάσταση των διοικητικών στελεχών και η βελτίωση των ελέγχων, στη 3^{η} ομάδα η εξαγορά που συνδέεται με διαφοροποίηση, η αποεπένδυση και ο αναπροσανατολισμός προϊόντος/ αγοράς (product/ market reorientation) και στην 4^{η} ομάδα η μείωση κόστους (βελτίωση παραγωγικότητας, πώληση

[6] Η διαγραφή αποθεμάτων είναι μία λογιστική πρακτική που στοχεύει στην αναφορά «ρεαλιστικής» αξίας αποθεμάτων στον Ισολογισμό. Όταν η αναφερόμενη στον Ισολογισμό αξία των αποθεμάτων δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα, η εταιρία μπορεί να μειώσει εν μέρει ή πλήρως την αξία τους (write-down και write-off, αντίστοιχα) και να παρουσιάσει την αντίστοιχη ζημία στα Αποτελέσματα Χρήσης. Για λεπτομερέστερη ανάλυση του ζητήματος, βλ. Wild et al. (2007).

πλεοναζόντων περιουσιακών στοιχείων και μείωση γενικών βιομηχανικών εξόδων) και η βελτίωση του μάρκετινγκ.

Οι Gowen III and Pecenka (1992), μετά από βιβλιογραφική ανασκόπηση, κατατάσσουν τις στρατηγικές ανάκαμψης σε 4 ομάδες: α) αύξηση των εσόδων, β) εκ νέου επικέντρωση σε αγορές/ προϊόντα, γ) μείωση των περιουσιακών στοιχείων και δ) βελτίωση της παραγωγικότητας. Η εν λόγω ομαδοποίηση συνιστά συνδυασμό των ομαδοποιήσεων των Hofer (1980) και Hambrick and Schecter (1983). Το «νέο» στοιχείο είναι η απομόνωση της μείωσης των περιουσιακών στοιχείων από την αποδοτικότητα ή, αντίστροφα, η θεώρηση της μείωσης του κόστους ως (μοναδικής) στρατηγικής αποδοτικότητας.

Οι Kang and Shivdasani (1997) προτείνουν την κατάταξη των ενεργειών σε 7 ομάδες: α) συρρίκνωση περιουσιακών στοιχείων (πωλήσεις, αποσχίσεις τμημάτων, παύση λειτουργίας παραγωγικών μονάδων, απόσυρση προϊόντων ή γραμμών παραγωγής), β) αλλαγή των πολιτικών απασχόλησης (απολύσεις, μειώσεις αποζημιώσεων ή πρόσθετων αποδοχών), γ) πολιτικές επέκτασης (κοινοπραξίες, εξαγορές, κατασκευή παραγωγικών μονάδων, αύξηση της παραγωγής ή των κεφαλαιουχικών δαπανών), δ) εσωτερική αναδιοργάνωση (αλλαγή μεθόδων παραγωγής, ενσωμάτωση τεχνολογικών καινοτομιών, περιστολή κόστους), ε) αλλαγές στον έλεγχο (αλλαγή του Προέδρου, απομάκρυνση εξωτερικών διευθυντών), στ) εξωτερική δραστηριότητα εξαγοράς (δημόσιες προτάσεις, συγχώνευση, μοχλευμένη εξαγορά, απόσπαση εταιρικού ελέγχου) και ζ) λοιπές ενέργειες (πώληση εμπορεύσιμων χρεογράφων, αλλαγή εταιρικής επωνυμίας).

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι η ομαδοποίηση του Περιεχομένου της ανάκαμψης συνιστά υποκειμενικό ζήτημα και εξαρτάται από τα κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη. Επιπρόσθετα, η επιχειρηματολογία που παρατίθεται για τη στήριξη της εκάστοτε πρότασης βασίζεται είτε σε θεωρητική προσέγγιση είτε σε σύνθεση σχετικών εμπειρικών αποδείξεων. Κρίνεται, λοιπόν, ορθό να προχωρήσουμε σε ανασκόπηση της υφιστάμενης θεωρίας και εμπειρίας πριν παρουσιάσουμε μία νέα πρόταση ομαδοποίησης. Η πρόταση για την ομαδοποίηση των στοιχείων του Περιεχομένου θα πραγματοποιηθεί στην τελευταία ενότητα του τρέχοντος κεφαλαίου. Κατά τη θεωρητική και εμπειρική ανασκόπηση θα αναφερθούμε σε «ενέργειες» και όχι «στρατηγικές» με στόχο την όσο το δυνατόν περιεκτικότερη παρουσίαση των μεμονωμένων στοιχείων του Περιεχομένου. Η εξέταση κάθε ενέργειας ανάκαμψης πραγματοποιείται σε τρεις παραγράφους. Στην πρώτη, παρουσιάζεται η θεωρητική

ανασκόπηση όπου περιγράφονται το περιεχόμενο των ενεργειών, η αιτιολόγηση θεώρησής τους ως ενέργειες ανάκαμψης και η επιχειρηματολογία υπέρ και κατά της εκάστοτε ενέργειας. Όπου κρίνεται σκόπιμο, παρέχονται παραδείγματα από μελέτες περιπτώσεων. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται τα ευρήματα εμπειρικών ερευνών μεγάλου δείγματος. Σημειώνεται ότι στο τρέχον κεφάλαιο μας απασχολούν έρευνες που συνδέουν τις ενέργειες ανάκαμψης με την εταιρική επίδοση ή/ και την πιθανότητα ανάκαμψης. Αναφορές σε έρευνες που εξετάζουν τους προσδιοριστικούς παράγοντες των ενεργειών, όπως την επιρροή των συμμέτοχων ή του κλάδου, έχουν πραγματοποιηθεί κατά την ανάλυση του Πλαισίου. Τέλος, κάθε ενότητα ολοκληρώνεται με την παρουσίαση σύνοψης όπου πραγματοποιείται η σύνθεση των θεωρητικών και εμπειρικών ζητημάτων που έχουν εξεταστεί και παρατίθενται σχετικά σχόλια και παρατηρήσεις.

5.4 Ο ρόλος της περιστολής κόστους και περιουσιακών στοιχείων στην ανάκαμψη

5.4.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Ο όρος «περιστολή κόστους» (ΠΚ) χρησιμοποιείται για την απόδοση του όρου «cost retrenchment» και, ανάλογα, ο όρος «περιστολή περιουσιακών στοιχείων» (ΠΠΣ) για την απόδοση του όρου «asset retrenchment». Παρεμφερείς είναι οι όροι «downsizing» και «downscoping» (Robbins and Pearce II: 1992) που αναφέρονται, αντίστοιχα, στην ΠΚ και την ΠΠΣ. Σημειώνεται ότι ο όρος «downsizing» χρησιμοποιείται, επίσης, για την ΠΠΣ όταν, όμως, η ΠΠΣ δε συνεπάγεται μείωση του βαθμού διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου προϊόντων. Η ΠΚ θεωρείται, συνήθως, λειτουργική ενέργεια ή ενέργεια αποδοτικότητας ενώ η ΠΠΣ θεωρείται είτε λειτουργική ενέργεια ή ενέργεια αποδοτικότητας είτε στρατηγική ή επιχειρηματική ενέργεια (Wright: 1985, Gowen III and Tallon: 2002) και είναι σαφώς ευρύτερου περιεχομένου. Παραδοσιακά, η ΠΚ και η ΠΠΣ εξετάζονται ταυτόχρονα καθώς υπάρχουν περιπτώσεις όπου η ΠΠΣ οδηγεί σε ΠΚ. Για παράδειγμα, η πώληση ενός κτιρίου συνεπάγεται μείωση των εξόδων συντήρησης, ασφάλισης κ.ά. που προκύπτουν από την κατοχή και λειτουργία του από την εταιρία. Αντίθετα, η πώληση

μίας θυγατρικής εταιρίας δε συνεπάγεται ΠΚ για τη μητρική εταιρία. Η ταυτόχρονη εξέταση της ΠΠΣ και της ΠΚ στηρίζεται, επίσης, στα ευρήματα των σχετικών εμπειρικών ερευνών που παρατίθενται στην παρούσα ενότητα και υποδεικνύουν ότι, συχνά, οι εν λόγω ενέργειες εφαρμόζονται ταυτόχρονα. Η εξέταση, ξεχωριστά, της ΠΚ και της ΠΠΣ υιοθετείται μόνο στο θεωρητικό τμήμα της τρέχουσας ενότητας στοχεύοντας στη διάκριση των δύο ενεργειών σε θεωρητικό, τουλάχιστον, επίπεδο.

5.4.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΠΕΡΙΣΤΟΛΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

5.4.2.1 Θεωρητικά ζητήματα σχετικά με το ρόλο της περιστολής κόστους στην ανάκαμψη

Η ΠΚ αναφέρεται στη μείωση του κόστους και των εξόδων και διακρίνεται σε έμμεση και άμεση. Η άμεση αφορά στην αυτή καθαυτή μείωση του κόστους ενώ η έμμεση αφορά σε μειώσεις που προκύπτουν από τη διαχείριση κάποιων περιουσιακών στοιχείων (Hambrick and Schecter: 1983). Η άμεση ΠΚ επικεντρώνεται, ενδεικτικά, στις παρακάτω κατηγορίες κόστους: α) αποδοχές προσωπικού και στελεχών[7] (Carrington and Aurelio: 1976, Morrow Jr et al.: 2004), β) συντήρηση πάγιων περιουσιακών στοιχείων (Pearson: 1977), γ) ψυχαγωγία (Pearson: 1977), δ) έρευνα και ανάπτυξη (Pearson: 1977, Morrow Jr et al.: 2004), ε) προώθηση πωλήσεων (Pearson: 1977, Robbins and Pearce II: 1992, Morrow Jr et al.: 2004), στ) διαφήμιση (Pearson: 1977, Morrow Jr et al.: 2004), ζ) προβολή (Pearson: 1977), η) προμήθειες (Finkin: 1985), θ) χρεωστικοί τόκοι (Robbins and Pearce II: 1992, Morrow Jr et al.: 2004), ι) μεταφορές προϊόντων (Morrow Jr et al.: 2004), ια) διοίκηση (Morrow Jr et al.: 2004), ιβ) σχεδιασμός προϊόντος (Morrow Jr et al.: 2004) κ.ά. Η έμμεση ΠΚ επικεντρώνεται στην εξοικονόμηση πόρων από τη διαχείριση των απαιτήσεων και των αποθεμάτων (Hambrick and Schecter: 1983). Κρίνεται σκόπιμο να επισημανθεί ότι η περιστολή χρεωστικών τόκων δεν πραγματοποιείται κατά αποκλειστική απόφαση της εταιρίας, όπως η περιστολή των υπόλοιπων κατηγοριών κόστους-εξόδων, αλλά προϋποθέτει συμφωνία με τους φορείς των αντίστοιχων

[7] Μισθοί, αμοιβές διευθυντών και κόστος προγραμμάτων συνταξιοδότησης, συμμετοχής στα κέρδη (profit sharing), παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης (stock option plan) και εθελούσιας εξόδου (Morrow Jr et al.: 2004).

χρηματοδοτικών πηγών, δηλαδή τους πιστωτές και, κατά μία έννοια, τους προνομιούχους μέτοχους. Συνεπώς, το εν λόγω ζήτημα θα μπορούσε να εξεταστεί, επίσης, στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης που εξετάζεται σε επόμενη ενότητα. Η εξέταση της περιστολής των χρεωστικών τόκων στα πλαίσια της ΠΚ επιλέχθηκε χάριν συμφωνίας με την υφιστάμενη πρακτική που προτείνει τη θεώρησή τους ως τμήμα της εν λόγω ενέργειας και ακολουθείται, ενδεικτικά, από τους Robbins and Pearce II (1992), Barker III and Mone (1994), Morrow Jr et al. (2004) και Falkenberg et al. (2004).

Η αιτιολόγηση της ΠΚ ως ενέργεια ανάκαμψης στηρίζεται στη συμβολή που πρέπει να έχουν τα έξοδα στη δημιουργία εισοδήματος[8] (Carrington and Aurelio: 1976), όπου «εισόδημα» η διαφορά εσόδων-εξόδων. Τα έσοδα της εταιρίας προκύπτουν από τις λειτουργίες που εκτελούνται από τους παραγωγικούς συντελεστές. Κατά συνέπεια, κάθε παραγωγικός συντελεστής συμβάλλει στη δημιουργία εσόδων ή, εναλλακτικά, η αμοιβή των παραγωγικών συντελεστών σχετίζεται με τη δημιουργία εσόδων. Όταν η αμοιβή είναι μεγαλύτερη από τη συνεισφορά, δεν υπάρχει οικονομική αιτιολόγηση της απασχόλησης του παραγωγικού συντελεστή και το σχετικό κόστος πρέπει να μηδενιστεί (Carrington and Aurelio: 1976). Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα απουσίας οικονομικής αιτιολόγησης των εξόδων αφορά στην αυτοκινητοβιομηχανία Daimler-Benz (Γερμανία): τη χρονική περίοδο που η εταιρία εμφάνιζε υπέρογκες ζημίες, δραματική μείωση της αξίας προς τους μετόχους και ανύπαρκτα μερίσματα, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου λάμβαναν σημαντικές αποδοχές ως ανταμοιβή «για την εξαιρετική εργασία και το άγχος που έπρεπε να αντιμετωπίσουν» (Bloch and Groth: 1998). Η περιστολή του αναιτιολόγητου κόστους συνιστά «κοινή λογική» αλλά, στην πράξη, η αλληλεξάρτηση των λειτουργιών της εταιρίας και η ύπαρξη κοινού κόστους καθιστούν τον απόλυτο συσχετισμό εσόδων-εξόδων δυσχερή. Προφανώς, σπάνια υπάρχουν πλήρως αναιτιολόγητα έξοδα εξαρχής και, έτσι, το σημαντικότερο ζήτημα είναι ο εντοπισμός των λιγότερο αιτιολογημένων εξόδων. Κατά τον Finkin (1993b), η προτεραιότητα εντοπίζεται στο άμεσο κόστος και τα γενικά βιομηχανικά έξοδα (overheads ή overhead cost) αλλά, κατά τους Carrington and Aurelio (1976), η περιστολή τους πρέπει να γίνει με ιδιαίτερη προσοχή εξαιτίας της δυσχέρειας υπολογισμού της αποδοτικότητάς τους. Γενικά, η προτεραιότητα καθορίζεται από την

[8] Κατά την ορολογία της αμερικάνικης βιβλιογραφίας ή κέρδος κατά την ορολογία της ευρωπαϊκής βιβλιογραφίας.

αποδοτικότητα και τις νομικές απαιτήσεις που σχετίζονται με κάθε κατηγορία κόστους (Pearson: 1977, Barker III and Mone: 1994). Για παράδειγμα, η περιστολή των εξόδων πωλήσεων αναμένεται να επηρεάσει σε μικρότερο βαθμό τις πωλήσεις όταν η αγορά του προϊόντος είναι επαναλαμβανόμενη καθώς, σε αυτήν την περίπτωση, τα εν λόγω έξοδα δε συνεισφέρουν ιδιαίτερα στη δημιουργία πωλήσεων (Finkin: 1985). Το ίδιο ισχύει για τα έξοδα διαφήμισης στην περίπτωση των προϊόντων που βρίσκονται στο στάδιο της ωριμότητας (Finkin: 1985). Για την περιστολή των αποθεμάτων πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η διατήρησή τους εξασφαλίζει την κάλυψη της ζήτησης αλλά συνεπάγεται κόστος αποθήκευσης, συντήρησης και ασφάλισης (Pearson: 1977). Επίσης, η μείωση των χρονικών διαστημάτων παραγγελιών μειώνει τον όγκο αποθεμάτων άρα και το κόστος αποθήκευσης (Finkin: 1985). Στην περίπτωση των «λιμναζόντων» αποθεμάτων, δηλαδή εκείνων που δεν αναμένονται να συνεισφέρουν στην κάλυψη της ζήτησης, η περιστολή πρέπει να είναι άμεση και σε οποιαδήποτε τιμή καθώς η διατήρησή τους δημιουργεί κόστος χωρίς ενδεχόμενη ωφέλεια (Pearson: 1977, Finkin: 1985).

Η ΠΚ είναι μία εκ των «δημοφιλέστερων» ενεργειών ανάκαμψης σε σημείο που να θεωρείται κύριο (βασικό) στοιχείο της ανάκαμψης (Robbins and Pearce II: 1993). Εταιρίες όπως η αυτοκινητοβιομηχανία Fiat[9] (Ιταλία), η παραγωγός ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών ειδών Philips[10] (Γερμανία), η μεταλλοβιομηχανία British Steel Corporation[11] (Ηνωμένο Βασίλειο) και η αυτοκινητοβιομηχανία Chrysler[12] (ΗΠΑ), έχουν εφαρμόσει στο παρελθόν ΠΚ για την αντιμετώπιση της παρακμής. Μελέτη 8 επιτυχημένων και 7 αποτυχημένων προσπαθειών ανάκαμψης στις ΗΠΑ, από το 1902 μέχρι το 1987, δείχνει ότι η μείωση του κόστους αποθεμάτων είναι κοινό στοιχείο των επιτυχημένων προσπαθειών ενώ το κοινό στοιχείο των αποτυχημένων προσπαθειών εντοπίζεται στην αδυναμία μείωσης του λειτουργικού κόστους ως ποσοστό των εσόδων (Zimmerman: 1989). Οι Schendel et al. (1976) αναφέρουν ότι η ανάκαμψη 17 εκ των 54 εισηγμένων βιομηχανικών εταιριών που εξετάζουν (1952-1971, ΗΠΑ) στηρίχθηκε στην ΠΚ. Οι Grinyer et al. (1990)

[9] Απέλυσε 23.000 εργαζομένους το 1980, προχώρησε σε αυτοματοποίηση της παραγωγής και μείωσε τα αποθέματα πρώτων υλών και έτοιμου προϊόντος (Galimberti: 1986).
[10] Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 απέλυσε 45.000 εργαζομένους (Freedman: 1996).
[11] Απέλυσε 120.900 (1980-1981) και 64.500 (1984-1985) εργαζομένους (από τους 257.000) και μείωσε τα επίπεδα διοίκησης (Pandit:1998).
[12] Απέλυσε 15.500 (1979-1980) εργαζομένους, μείωσε τις αποδοχές 1.700 διοικητικών στελεχών, διέκοψε τα προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης (stock-option) των εργαζομένων και μείωσε τα μερίσματα προς τις κοινούς μετόχους. Στα επόμενα 3 έτη απολύθηκαν 33 από τους 35 αντιπροέδρους (Chowdhury: 2002).

εξετάζουν 28 εταιρίες (1970-1984, Ηνωμένο Βασίλειο) με υψηλή επίδοση σε σχέση με τον οικείο κλάδο και συμπεραίνουν ότι η επίτευξη της επίδοσης βασίστηκε στη μείωση του προσωπικού κεντρικής διοίκησης (49% των εταιριών) και τη βελτίωση του ελέγχου των αποθεμάτων (30% των εταιριών). Παρόμοια ευρήματα παρατίθενται από τους John et al. (1992) για 46 εισηγμένες εταιρίες (ενεργητικό > $1 δις) που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1980-1986 στις ΗΠΑ: η αντιμετώπιση της παρακμής στηρίχθηκε στις απολύσεις (43% των εταιριών) και τις μειώσεις μισθών (20% των εταιριών). Η «δημοφιλία» της ΠΚ οφείλεται σε δύο, κυρίως, πλεονεκτήματα. Το πρώτο από αυτά αφορά στην εφικτότητά της (Robbins and Pearce II: 1993, Van Nimwegen and Kleiner: 2000) και, πιο συγκεκριμένα, στο ότι η εφαρμογή της εξαρτάται, κυρίως, από την εταιρία, με εξαίρεση τις περιπτώσεις ύπαρξης νομικών ή άλλων εμποδίων[13]. Το δεύτερο πλεονέκτημα αφορά στην άμεση επίπτωσή της στην εταιρική επίδοση ή, εναλλακτικά, στην ορατότητα των αποτελεσμάτων της. Η ΠΚ αναμένεται να οδηγήσει σε άμεση βελτίωση της κερδοφορίας και της ταμειακής ροής (Pearson: 1977), σε δημιουργία μετρητών που είναι ιδιαιτέρως απαραίτητα για τις εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή (Carrington and Aurelio: 1976) και, γενικά, σε αύξηση της πιθανότητας ανάκαμψης (Robbins and Pearce II: 1992). Η εξοικονόμηση πόρων με τη μορφή μειωμένου λειτουργικού κόστους επιτρέπει, όταν απαιτείται, την εφαρμογή περαιτέρω στρατηγικών ενεργειών, όπως η είσοδος σε νέες αγορές με «επιθετική» τιμολογιακή πολιτική (Zimmerman: 1989). Εκτός αυτών, η ΠΚ δημιουργεί κλίμα αλλαγής που είναι απαραίτητο για τη διαδικασία ανάκαμψης και, όταν αφορά σε διοικητικά στελέχη και έξοδα που «προκαλούν», όπως στην περίπτωση της Daimler-Benz που αναφέρθηκε παραπάνω, είναι απαραίτητη για ψυχολογικούς λόγους, όπως ο περιορισμός της απογοήτευσης των εργαζομένων (Pearson: 1977, Ketelhohn et al.: 1991).

Παρά τη «δημοτικότητά» της, η ΠΚ υπόκειται σε κριτική που, ενώ δεν αμφισβητεί την πιθανή θετική επίδραση της ΠΚ στην εταιρική επίδοση, επικεντρώνεται στα μειονεκτήματα που δύνανται να αντισταθμίσουν την ενδεχόμενη ευεργετικότητά της, ιδιαίτερα όταν η έκτασή της είναι πέραν του δέοντος ευρεία. Οι Bloch and Groth (1998) υποστηρίζουν ότι η περιστολή συνιστά ξεκάθαρα μία μη

[13] Για παράδειγμα, στην Ανατολική Ασία (κυρίως στην Κίνα), οι εισπρακτέοι λογαριασμοί συνιστούν, παραδοσιακά, σημαντικό τμήμα του ενεργητικού των εταιριών και, λογικά, θα έπρεπε να χαρακτηρίζονται από υψηλή προτεραιότητα περιστολής. Ωστόσο, η ύπαρξη guanxi (διαπροσωπικών σχέσεων) αποτρέπει την άσκηση πίεσης προς τους χρεώστες έτσι ώστε να μη διαταραχθεί η σχέση εταιρίας-χρεώστη (Bruton et al.: 2001).

μακροχρόνια στρατηγική και οι Van Nimwegen and Kleiner (2000) αναφέρουν ότι η εν λόγω ενέργεια δε μπορεί να αποτελεί οδηγό ανάκαμψης. Πιο αναλυτικά, η ακαταλληλότητα της περιστολής οφείλεται στο ότι δε δημιουργεί νέο και δεν ενισχύει το υπάρχον ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που είναι απαραίτητο για την επίτευξη μακροχρονίως διατηρήσιμης ανάκαμψης (Thain and Goldthorpe: 1989a). Επιπρόσθετα, όταν είναι ιδιαίτερα εκτενής, στερεί πόρους και μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια της, συνήθως, περιορισμένης ορμής (momentum) των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή (Robbins and Pearce II: 1992). Στην περίπτωση της φαρμακοβιομηχανίας Upjohn (ΗΠΑ), η ΠΚ χρησιμοποιήθηκε για την ανακατανομή των εταιρικών πόρων με τρόπο που δημιούργησε ερωτηματικά σχετικά με τη χρησιμότητά της. Πιο συγκεκριμένα, μετά τη συγχώνευση της, το 1995, με την φαρμακοβιομηχανία Pharmacia (Σουηδία), η εταιρία ανακοίνωσε τη σταδιακή απόλυση 4.000 εργαζομένων, την περικοπή 20% των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης και τη διακοπή συνεργασίας ύψους $96 εκ. που αφορούσε σε έρευνα για υποκατάστατο του αίματος. Οι πόροι που εξοικονομήθηκαν, μέσω της ΠΚ, χρησιμοποιήθηκαν για την ίδρυση κεντρικών γραφείων (headquarters) στο Λονδίνο. Η ενέργεια αυτή θεωρήθηκε «αλόγιστη» εξαιτίας της αμφισβητούμενης συμβολής της στην εταιρική αξία και επέφερε την απομάκρυνση του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρίας το 1997 (Belcher and Nail: 2000). Δεδομένου ότι η περιστολή εφαρμόζεται με σχετική ευχέρεια και έχει εμφανή αποτελέσματα, συνιστά την «εύκολη λύση» και είναι πιθανό να αποτρέψει τη διοίκηση από επικέντρωση σε ενέργειες στρατηγικού χαρακτήρα που, ενδεχομένως, απαιτούνται για την ανάκαμψη (Barker III and Mone: 1994). Επιπρόσθετα, η εκτενής περιστολή μπορεί να ερμηνευτεί ως άγνοια της διοίκησης για τις ενέργειες απαιτούνται για την ανάκαμψη (Ketelhohn et al.: 1991). Αυτό συνέβη στην περίπτωση της παραγωγού φωτογραφικών ειδών Kodak (ΗΠΑ) που, για μεγάλο χρονικό διάστημα, «εγκλωβίστηκε» στην ΠΚ επιδιώκοντας να αντιμετωπίσει την παρακμή (Smith: 1998). Ωστόσο, τα προβλήματα της εταιρίας ήταν στρατηγικά και ενόσω επέμενε να τα αντιμετωπίζει με ΠΚ, ο κύριος ανταγωνιστής της, η εταιρία Fuji (Ιαπωνία), εισήγαγε καινοτόμα προϊόντα στην αγορά αποσπώντας επιπλέον μερίδιο. Στον τομέα της ψυχολογίας-συμπεριφοράς, οι Van Nimwegen and Kleiner (2000) υποστηρίζουν ότι η μείωση κόστους-εξόδων συνιστά στόχο που προκαλεί φόβο στους εργαζομένους. Σε συνδυασμό με την εκτεταμένη απώλεια θέσεων εργασίας, εξαιτίας της διοικητικής εμμονής στην ΠΚ, δημιουργεί αβεβαιότητα στους εργαζόμενους για το μέλλον της απασχόλησής τους,

είναι αποσταθεροποιητική και καθιστά ασαφή την απόδοση ευθυνών[14] (Bowman and Singh: 1993, Bloch and Groth: 1998). Κατά συνέπεια, αναμένεται ισχυρή αντίσταση στην εφαρμογή της (Robbins and Pearce II: 1992).

5.4.2.2 Θεωρητικά ζητήματα σχετικά με το ρόλο της περιστολής περιουσιακών στοιχείων στην ανάκαμψη

Η ΠΠΣ αφορά, κυρίως, σε πάγια περιουσιακά στοιχεία[15] (Hambrick and Schecter:1983) όπως παραγωγικές μονάδες, γη, εξοπλισμός, επιχειρησιακά τμήματα και θυγατρικές εταιρίες (Duhaime and Grant: 1984, Krogh and Roos: 1994, Morrow Jr et al.: 2004) και εντάσσεται στο ευρύτερο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του ενεργητικού[16]. Στις δύο τελευταίες περιπτώσεις, αντί του όρου «ΠΠΣ» χρησιμοποιείται, συνήθως, ο όρος «αποεπένδυση»[17] (Duhaime and Grant: 1984, Krogh and Roos: 1994). Όταν η αποεπένδυση αφορά σε περιορισμένο πλήθος δραστηριοτήτων ή σε περιφερειακές, προς το κύριο αντικείμενο της εταιρίας, δραστηριότητες, χαρακτηρίζεται «υβριδική»[18] (Baroncelli and Manaresi: 1997). Η ΠΠΣ δεν πρέπει να ταυτίζεται με την πώληση περιουσιακών στοιχείων διότι ο όρος «περιστολή» περιλαμβάνει, επίσης, την παύση λειτουργίας περιουσιακών στοιχείων, όπως τα μηχανήματα ή τα επιχειρησιακά τμήματα. Σε αυτήν την περίπτωση, η ΠΠΣ λαμβάνει χώρα «εντός» της εταιρείας. Όταν πραγματοποιείται εκχώρηση των περιουσιακών στοιχείων σε τρίτα μέρη με πώληση ή άλλου είδους συναλλαγή, η ΠΠΣ λαμβάνει χώρα «εκτός» της εταιρίας (Davis: 1974). Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή της ενότητας, η ΠΠΣ εφαρμόζεται για να επιλύσει λειτουργικά ή στρατηγικά προβλήματα, όπως η βελτίωση της επίδοσης ή η αντιμετώπιση της έλλειψης στρατηγικού ταιριάσματος (strategic fit) και των επιπτώσεων των αλλαγών του περιβάλλοντος (Clarke and Gall: 1987, Kaiser and Stouraitis: 1995). Κατά συνέπεια, δε συνιστά αποκλειστικά ενέργεια για την αντιμετώπιση της παρακμής αλλά δύναται να είναι προληπτικού χαρακτήρα (Burt et al.: 2004), παρότι αυτό συμβαίνει σπάνια (Boddewyn: 1983). Προληπτική θεωρείται, επίσης, η ΠΠΣ για την

[14] Η ασάφεια στην απόδοση ευθυνών σχετίζεται με την αδυναμία απόλυτου συσχετισμού εσόδων-εξόδων που προαναφέρθηκε στην τρέχουσα παράγραφο.
[15] Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη παράγραφο, η περιστολή των στοιχείων κυκλοφορούντος ενεργητικού εξετάζονται, συνήθως, στα πλαίσια της ΠΚ.
[16] Η αναδιάρθρωση ενεργητικού περιλαμβάνει, επίσης, τις εξαγορές και συγχωνεύσεις που θα εξεταστούν σε επόμενη θέση. Σημειώνεται ότι δεν αποτελεί αποκλειστικά στρατηγική ανάκαμψης και ενδέχεται να πραγματοποιείται για οποιοδήποτε άλλο σκοπό (Gatti: 2002).
[17] Ή «απόσυρση επένδυσης». Ο αντίστοιχος όρος στην Αγγλική: divestment ή divestiture.
[18] Στην Αγγλική «hybrid».

επίλυση ζητημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (Haynes et al.: 2003), ιδιαίτερα όταν αφορά σε επιχειρησιακά τμήματα ή θυγατρικές εταιρίες. Συχνά, η ΠΠΣ σχετίζεται με τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση και πραγματοποιείται σε συνδυασμό με αυτή (Davis: 1974, Clarke and Gall: 1987, Ang: 1991). Σύμφωνα με τον Wright (1985), υπάρχουν 6 μορφές-τύποι αποεπένδυσης που περιγράφονται, συνοπτικά, ως εξής:

Α) Δικαιόχρηση (franchise). Η εταιρία εγκαταλείπει και παραχωρεί, έναντι αμοιβής, την παραγωγή ή εμπορία προϊόντων σε άλλη εταιρία (Wright: 1985).

Β) Συμβόλαιο ανάθεσης έργου (contracting out). Παρόμοιο της δικαιόχρησης με τη διαφορά ότι η εταιρία εγκαταλείπει την παραγωγή προϊόντων ή προσφορά υπηρεσιών και συνάπτει συμφωνία αγοράς τους από κάποιον πιο εξειδικευμένο, συνήθως, παραγωγό (Wright: 1985).

Γ) Πλήρης απόσχιση (sell-off). Ένα μέρος του ενεργητικού της εταιρίας (συνήθως υπό τη μορφή επιχειρησιακού τμήματος ή θυγατρικής) παραχωρείται σε άλλη εταιρία έναντι μετρητών ή μετοχών της αγοράστριας (Wright: 1985, Robbins and Pearce II: 1993, Kaiser and Stouraitis: 1995). Ο όρος «απόσχιση» χρησιμοποιείται για την απόδοση των όρων «sell-off» και «spin-off» (βλ. παρακάτω) και, κατά συνέπεια, απαιτείται σχετικός διαχωρισμός. Η χρήση του όρου «πλήρης απόσχιση» στηρίζεται στην πλήρη απαλλαγή της εταιρίας από το περιουσιακό στοιχείο κατά την εφαρμογή ενός «sell-off».

Δ) Διοικητική εξαγορά[19]/ Μοχλευμένη εξαγορά (Management buy-out, MBO/ Leveraged buy-out, LBO). Τα διοικητικά στελέχη (περίπτωση MBO) ή μία κοινοπραξία θεσμικών επενδυτών (περίπτωση LBO) εξαγοράζουν τμήμα ή το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και οι μετοχές της «νέας» εταιρίας αποσύρονται από τη δημόσια διαπραγμάτευση. Η βασική διαφορά μεταξύ LBO και MBO εντοπίζεται στη χρηματοδότηση της εξαγοράς. Στην πρώτη περίπτωση πραγματοποιείται με δανειακά κεφάλαια και για το λόγο αυτό καλείται «μοχλευμένη». Τα εν λόγω δανειακά κεφάλαια εξασφαλίζονται με υποθήκες επί των υλικών περιουσιακών στοιχείων της «νέας» εταιρίας ή συνιστούν ομόλογα υψηλού κινδύνου (Wright: 1985, Fox and Marcus: 1992, Barker III and Mone: 1994). Εξαιτίας της ανάγκης εξυπηρέτησης του χρέους, οι υποψήφιες προς LBO εταιρίες διαθέτουν, συνήθως, σταθερή και υψηλή κερδοφορία (Fox and Marcus: 1992). Κατά συνέπεια, η πιθανότητα LBO εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή είναι μικρή αλλά

[19] Εναλλακτικά: «εξαγορά από την υφιστάμενη διοίκηση».

όχι μηδενική. Σημειώνεται ότι κάποιοι συγγραφείς, όπως οι Soubeniotis et al. (2006), θεωρούν τις MBO και LBO μορφές εξαγοράς επειδή περιλαμβάνουν την πώληση μετοχικού κεφαλαίου.

Ε) Μερική απόσχιση (spin-off). Ιδρύεται νέα εταιρία με ενεργητικό που προέρχεται, συνήθως υπό τη μορφή επιχειρησιακού τμήματος, από το ενεργητικό της μητρικής εταιρίας και μετοχικό κεφάλαιο που κατέχεται από τη μητρική και νέους μετόχους. Ουσιαστικά, πρόκειται για τον επιμερισμό της περιουσιακής βάσης της μητρικής σε περισσότερα από ένα μέρη (Seward and Walsh: 1996). Οι μετοχές της νεοϊδρυθείσας εταιρίας εξακολουθούν να διαπραγματεύονται δημόσια, ανάλογα με τις αποφάσεις της διοίκησής της (Wright: 1985, Afshar et al.: 1992, Ito: 1995). Σε κάποιες περιπτώσεις, το μερίδιο της μητρικής διανέμεται στους μετόχους της (Afshar et al.: 1992), βάσει του ποσοστού ιδιοκτησίας τους σε αυτήν[20] (Seward and Walsh: 1996). Η χρήση του όρου «μερική απόσχιση» στηρίζεται στην ύπαρξη περιπτώσεων όπου η εταιρία δεν απαλλάσσεται πλήρως από το περιουσιακό στοιχείο διότι, όπως αναφέρθηκε, διατηρεί τη δυνατότητα συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της νεοϊδρυθείσας εταιρίας. Η εκχώρηση μετοχικού κεφαλαίου (equity carve-out) συνιστά μία ειδική περίπτωση μερικής απόσχισης όπου η εταιρία προσφέρει προς δημόσια πώληση, δηλαδή στην αγορά, ένα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου μίας εξολοκλήρου ιδιόκτητης θυγατρικής εταιρίας (Schipper and Smith: 1986, Afshar et al.: 1992).

ΣΤ) Ανταλλαγή περιουσιακών στοιχείων (asset swap). Η εταιρία ανταλλάσει τμήμα του ενεργητικού της με περιουσιακά στοιχεία άλλης εταιρίας χωρίς να υπάρχει σημαντική καταβολή μετρητών ή μετοχών (ή άλλου είδους τιμήματος) από οποιοδήποτε συναλλασσόμενο μέρος. Εναλλακτικά, η συναλλαγή περιγράφεται με τον όρο «στρατηγική ανταλλαγή» (strategic trade) επειδή, συνήθως, πραγματοποιείται για την προσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων κάθε συναλλασσόμενου στη στρατηγική του (Wright: 1985).

Η επιχειρηματολογία της θεώρησης της ΠΠΣ ως ενέργεια ανάκαμψης είναι παρόμοια με την αντίστοιχη επιχειρηματολογία για την ΠΚ. Τα περιουσιακά στοιχεία οποιασδήποτε μορφής (μεμονωμένα, επιχειρησιακά τμήματα ή θυγατρικές εταιρίες) συνιστούν το χαρτοφυλάκιο επενδύσεων της εταιρίας. Κάθε επένδυση πρέπει να δημιουργεί μία ελάχιστη απόδοση ή συνεισφορά στην εταιρική αξία ώστε να είναι

[20] Για παράδειγμα, ένας μέτοχος που κατέχει 10% του μετοχικού κεφαλαίου της μητρικής, θα λάβει το 10% του μεριδίου της μητρικής στο κεφάλαιο της νεοϊδρυθείσας εταιρίας.

αιτιολογημένη. Επίσης, κάθε περιουσιακό στοιχείο μπορεί, τουλάχιστον θεωρητικά, να εκποιηθεί ανά πάσα στιγμή σε τιμή ίση με την αγοραία αξία του. Κατά συνέπεια, όταν η συνεισφορά του στην εταιρική αξία είναι μικρότερη από την αγοραία αξία του, δηλαδή την τιμή πώλησης που μπορεί να επιτευχθεί, πρέπει να εκποιηθεί (Smith: 1963, Clarke and Gall: 1987). Εκτός αυτών, η σχετική απόφαση στηρίζεται, επίσης, στην εξέταση του συνόλου των εναλλακτικών χρήσεων των περιουσιακών στοιχείων (D' Aveni: 1989). Για παράδειγμα, ένα κτίριο που χρησιμοποιείται ως αποθήκη ενδέχεται να συνεισφέρει περισσότερο στην εταιρική αξία αν μετατραπεί σε παραγωγική μονάδα ή αν μισθωθεί σε άλλη εταιρία. Άρα, θα εκποιηθεί αν η συνεισφορά του στην εταιρική αξία, ως αποθήκη ή παραγωγική μονάδα ή μισθωμένο κτίριο, είναι μικρότερη από την αγοραία αξία του. Πρέπει να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός της συνεισφοράς στη εταιρική αξία βασίζεται, εξορισμού, σε εκτιμήσεις για το μέλλον. Η θέση των προϊόντων (που παράγονται από τα περιουσιακά στοιχεία) στον κύκλο ζωής τους και η παρούσα κερδοφορία και θέση τους στην αγορά συγκαταλέγονται μεταξύ των κριτήριων που στηρίζονται σε διαθέσιμη πληροφόρηση και συμβάλλουν στη διαμόρφωση τέτοιων εκτιμήσεων (Davis: 1974). Η παραπάνω προσέγγιση αφορά σε όλα τα στοιχεία ενεργητικού, ξεχωριστά και ως σύνολο. Η συλλογιστική για το στρατηγικό χαρακτήρα της ΠΠΣ στηρίζεται σε ανάλογη επιχειρηματολογία. Οι επενδύσεις της εταιρίας πραγματοποιούνται για την παραγωγή προϊόντων, είτε άμεσα είτε μέσω συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο άλλων εταιριών με δυνατότητα μερικού ή πλήρους ελέγχου τους. Όταν απαιτείται αναπροσαρμογή της στρατηγικής, το χαρτοφυλάκιο επενδύσεων πρέπει να αναθεωρηθεί και, ακολούθως, να αναδιαρθρωθεί έτσι ώστε να εξυπηρετεί τους στόχους της νέας στρατηγικής.

Η ΠΠΣ, όπως η ΠΚ, συνιστά μία διαδεδομένη ενέργεια ανάκαμψης αν και η διερεύνηση του ζητήματος δεν έχει τύχει ανάλογης «δημοτικότητας», ιδιαίτερα εκτός ΗΠΑ (Haynes et al.: 2000). Εταιρίες όπως η Philips[21], η British Steel Corporation[22] και η Chrysler[23] που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο, έχουν εφαρμόσει

[21] Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, μία από τις πρώτες ενέργειες για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των πιστωτικών ιδρυμάτων και την επιστροφή στην κερδοφορία ήταν η αποεπένδυση των ζημιογόνων τμημάτων (Freedman: 1996).

[22] Πέτυχε την εξοικονόμηση πόρων με ΠΠΣ δύο φάσεων. Κατά την πρώτη, πραγματοποιήθηκε αποεπένδυση των μεριδίων στο εξωτερικό και σε περιφερειακές δραστηριότητες εξοικονομώντας £106,5 εκ. και, κατά τη δεύτερη, πραγματοποιήθηκε πώληση μεριδίων και αποχώρηση από κοινοπραξίες (joint ventures) με εξοικονόμηση £57 εκ. (Pandit: 1998).

[23] Εκποίησε το τμήμα παραγωγής τανκ έναντι $348 εκ. και διέκοψε τη λειτουργία 2 εργοστασίων στο Michigan (Chowdhury: 2002).

στο παρελθόν ΠΠΣ για την αντιμετώπιση των ζημιών ή της παρακμής. Ο Pearson (1977) υποστηρίζει ότι η εξέταση των πιθανών προς πώληση παγίων είναι από τις πρώτες ενέργειες της διοίκησης όταν επιχειρείται ανάκαμψη, ο Taylor (1982) χαρακτηρίζει την ΠΠΣ βασικό στοιχείο της ανάκαμψης, οι Duhaime and Schwenk (1985) αναφέρουν ότι, όταν τίθεται υπό εξέταση το ενδεχόμενο εφαρμογής ΠΠΣ, είναι πολύ πιθανό να μην απορριφθεί και, σύμφωνα με τους Clarke and Gall (1987), η ΠΠΣ συνιστά την πιο λογική στρατηγική για τις δραστηριότητες που θεωρούνται ακατάλληλες σε λειτουργικό ή στρατηγικό επίπεδο. Κατά τους Morrow Jr et al. (2004), η εμπειρική έρευνα συνηγορεί υπέρ της άποψης ότι η καταλληλότερη απόκριση στην πτωτική επίδοση είναι η ΠΠΣ (και η ΠΚ), ιδιαίτερα για εταιρίες που λειτουργούν σε ώριμους κλάδους. Κάποια πλεονεκτήματα της ΠΠΣ είναι, όπως αναμενόταν, παρόμοια με εκείνα της ΠΚ. Πιο συγκεκριμένα, η ΠΠΣ, σε συνδυασμό με την ΠΚ, είναι η πιο εφικτή ανταπόκριση στην παρακμή, ιδιαίτερα για τις μικρές εταιρίες (Robbins and Pearce II: 1993). Σε αντίθεση με την επένδυση, η ΠΠΣ συνιστά ζήτημα περισσότερο χρηματοοικονομικής φύσης και απαιτεί σαφώς μικρότερη ανάλυση αγορών, απαιτήσεων πόρων κλπ (Boddewyn: 1983). Βασικό πλεονέκτημα αποτελεί, επίσης, η άντληση μετρητών (Davis: 1974, Kaiser and Stouraitis: 1995) που είναι, συνήθως, αναγκαία για τις εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή. Παρόμοια, η ΠΠΣ συνεπάγεται εξοικονόμηση κεφαλαίων όταν αφορά σε προϊόντα ή δραστηριότητες των οποίων η συνέχιση θα απαιτήσει επιπλέον κεφάλαια στο μέλλον, όπως η παραγωγή ενός προϊόντος που βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης (Davis: 1974). Τα προαναφερθέντα οφέλη σχετίζονται άμεσα με την αποδοτικότητα της εταιρίας. Ωστόσο, η ΠΠΣ ενισχύει, επίσης, την αποδοτικότητα με έμμεσο τρόπο, ιδιαίτερα όταν η εταιρία διατηρεί ενδιαφέρον (μερίδιο) στα περιουσιακά στοιχεία που αποεπενδύονται, όπως στην περίπτωση της μερικής απόσχισης και σε κάποιες περιπτώσεις μοχλευμένης και διοικητικής εξαγοράς. Η δημιουργία ξεχωριστών εταιρικών οντοτήτων συνεπάγεται αποτελεσματικότερη παρακολούθηση της εταιρικής επίδοσης, εμφανέστερη ευθύνη των στελεχών για την εταιρική επίδοση και, συνεπώς, άσκηση μεγαλύτερης πίεσης προς τα διοικητικά στελέχη για την επίτευξη υψηλότερης επίδοσης[24] (Schipper and Smith: 1986, Markides and Berg: 1992, Kaiser and Stouraitis: 1995). Αντίστοιχα, κάποιοι τύποι ΠΠΣ, όπως η μοχλευμένη και η

[24] Γενικά, η παρακολούθηση ενός οργανισμού που λειτουργεί αυτόνομα είναι ευκολότερη από την παρακολούθηση της επίδοσης ενός οργανισμού που λειτουργεί σε συνδυασμό με άλλους. Για παράδειγμα, στα ομαδικά αθλήματα η επίδοση (χαμηλή ή υψηλή) ενός αθλητή συχνά «επικαλύπτεται» από την επίδοση των συμπαικτών του αλλά αυτό δε μπορεί να συμβεί στα ατομικά αθλήματα.

διοικητική εξαγορά, οδηγούν σε ευθυγράμμιση (alignment) των συμφερόντων μετόχων και διοίκησης (Bruton et al.: 2002) που περιορίζει τα κόστη αντιπροσώπευσης. Η ΠΠΣ συνεπάγεται, επίσης, στρατηγικά οφέλη, όπως η δυνατότητα ταχύτερης ανταπόκρισης στις μεταβολές του περιβάλλοντος που επιτυγχάνεται με τη μείωση του βαθμού διαφοροποίησης (Duffy: 1990). Αυτό οφείλεται στο ότι η παρακολούθηση των μεταβολών απαιτεί σαφώς μικρότερη προσπάθεια και έχει μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας όταν η έκταση και η μεταβλητότητα του περιβάλλοντος είναι περιορισμένες. Επιπρόσθετα, η στρατηγική ανακατεύθυνση, μέσω της περιστολής περιουσιακών στοιχείων που είναι άσχετα με το κύριο αντικείμενο και ευθύνονται για αρνητικές συνεργίες, δίνει τη δυνατότητα επικέντρωσης σε λειτουργίες για τις οποίες υπάρχει μεγαλύτερη γνώση και εμπειρία (Markides and Berg: 1992, Afshar et al.: 1992, Kaiser and Stouraitis: 1995). Αυτό συνέβη στην περίπτωση της φαρμακοβιομηχανίας Fisons (Ηνωμένο Βασίλειο). Η εταιρία αποφάσισε την αναμόρφωση στρατηγικής και, πιο συγκεκριμένα, τη μείωση του βαθμού διαφοροποίησης και την επικέντρωση σε συναφείς με το κύριο αντικείμενο δραστηριότητες. Η μείωση του βαθμού διαφοροποίησης επιτεύχθηκε το 1982 μέσω της αποεπένδυσης του τμήματος λιπασμάτων που ήταν ζημιογόνο, απασχολούσε το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού και δε σχετιζόταν με το κύριο αντικείμενο της εταιρίας. Η επικέντρωση στο κύριο αντικείμενο επιτεύχθηκε μέσω εξαγοράς εταιριών με συναφές αντικείμενο και χρηματοδοτήθηκε από την ταμειακή ροή ύψους £45 εκ. που προέκυψε από την αποεπένδυση (Clarke and Gall: 1987). Η ΠΠΣ βελτιώνει, επίσης, την αποδοτικότητα της εταιρίας σε διοικητικό-οργανωσιακό επίπεδο καθώς κάποιοι τύποι ΠΠΣ, όπως οι αποσχίσεις, μειώνουν τη γραφειοκρατία, οδηγούν σε αποκέντρωση των αποφάσεων και, συνεπώς, ενισχύουν την ευελιξία της διοίκησης (Markides and Berg: 1992, Kaiser and Stouraitis: 1995). Τέλος, η ΠΠΣ μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέσο σηματοδότησης της πρόθεσης της εταιρίας να αναλάβει αποφασιστική δράση για την αντιμετώπιση της παρακμής (Afshar et al.: 1992). Με αυτόν τον τρόπο συμβάλλει στην επίτευξη της αναγκαίας, σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν στο τέταρτο κεφάλαιο, στήριξης των συμμέτοχων.

Ο αντίλογος επί της ΠΠΣ συνίσταται στην αμφισβήτηση της αποτελεσματικότητάς της και στα εμπόδια που προκύπτουν κατά την εφαρμογή της και επιτείνουν την ήδη δυσχερή κατάσταση των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή. Η αμφισβήτηση της αποτελεσματικότητας στηρίζεται, κατά τον Davis (1974), σε δύο επιχειρήματα. Το πρώτο αφορά στις «παράπλευρες απώλειες» που

προκύπτουν στο επίπεδο των πωλήσεων ή, γενικότερα, των εσόδων. Αναλυτικότερα, είναι πιθανό οι πωλήσεις δύο προϊόντων να συνδέονται στενά παρότι τα προϊόντα παράγονται από διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία. Αυτό ισχύει με τις πωλήσεις των τμημάτων ένδυσης και υπόδησης μίας εταιρίας παραγωγής αθλητικών ειδών. Τα ενδύματα και υποδήματα παράγονται από διαφορετικά τμήματα αλλά χρησιμοποιούν τα ίδια κανάλια διανομής και σημεία πώλησης και απευθύνονται στους ίδιους τελικούς καταναλωτές. Επιπρόσθετα, οι πωλήσεις του ενός προϊόντος συνεπάγονται συνολικά οφέλη για την εταιρία, όπως η αναγνώριση της μάρκας (brand), που επηρεάζουν θετικά τις πωλήσεις του άλλου. Κατά συνέπεια, η διακοπή της λειτουργίας του τμήματος ενδυμάτων είναι πιθανό να οδηγήσει σε απώλεια πωλήσεων του τμήματος υποδημάτων και αντίστροφα. Το δεύτερο επιχείρημα αφορά στη μη εξάλειψη του συνολικού κόστους των περιστελλόμενων περιουσιακών στοιχείων εξαιτίας της μη εξάλειψης του συνολικού σταθερού κόστους, όπως το κόστος κεντρικής διοίκησης. Οι Markides and Berg (1992) αντιτίθενται στην ΠΠΣ για τους εξής λόγους: α) η ΠΠΣ που στοχεύει στην εξεύρεση μετρητών για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων είναι αδικαιολόγητη καθώς οι αποδεκτές επενδύσεις μπορούν να χρηματοδοτηθούν με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή δανεισμό και β) όταν δεν εντάσσεται στα πλαίσια αναμόρφωσης της στρατηγικής, αλλά αφορά σε ζημιογόνα περιουσιακά στοιχεία, η ΠΠΣ δεν είναι συμφέρουσα για την εταιρία διότι η αρνητική επίδοση των περιουσιακών στοιχείων είναι, ήδη, ενσωματωμένη στην τιμή που προσφέρεται από την αγορά με αποτέλεσμα την πώληση «με έκπτωση» (at a discount). Η περιστολή αποδοτικών περιουσιακών στοιχείων αναμένεται να είναι πιο συμφέρουσα αλλά, όταν τα εν λόγω στοιχεία συνεισφέρουν σημαντικά στη διαμόρφωση της εταιρικής επίδοσης, εντείνει περαιτέρω την παρακμή (Barker III and Mone: 1994). Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι, για διάφορους λόγους, η πώληση αποδοτικών περιουσιακών στοιχείων δεν είναι πάντα συμφέρουσα. Αυτό συνέβη στην περίπτωση της καπνοβιομηχανίας Liggett (ΗΠΑ) που, στις αρχές της δεκαετίας του 1980, αντιμετώπιζε τον κίνδυνο εξαγοράς από την Grand Met. Προγενέστερα, η Grand Met είχε αποτύχει στην επιθετική εξαγορά της πιο αποδοτικής θυγατρικής της Liggett, της Austin Nichols, και υπήρχε ο φόβος ότι θα επιχειρούσε να εξαγοράσει όλο τον όμιλο με απώτερο στόχο την απόκτηση της θυγατρικής. Πιστεύοντας ότι, υπό την απουσία της πιο αποδοτικής θυγατρικής της δε θα αποτελούσε πλέον στόχο εξαγοράς, η Liggett προχώρησε στην πώληση της Austin Nichols, το 1980, σε τρίτη εταιρία. Η ενέργεια αυτή είχε ως

αποτέλεσμα την πτώση της τιμής μετοχής κατά 8,89% και την πρόκληση ζημίας ύψους εκατομμυρίων δολαρίων για τους μετόχους (Markides and Berg: 1992). Οι Brickley and Van Drunen (1990) υποστηρίζουν ότι η αγορά αντιδρά αρνητικά σε οποιαδήποτε πώληση περιουσιακού στοιχείου, είτε αποδοτικού είτε όχι, επειδή την αντιλαμβάνεται ως δήλωση της εταιρίας για μη συνεισφορά του στην αξία. Όπως και στην ΠΚ, η υπερβολική προσήλωση στην ΠΠΣ αποσπά την προσοχή της διοίκησης από ενέργειες στρατηγικού χαρακτήρα που ενδεχομένως απαιτούνται για την ανάκαμψη της εταιρίας (Barker III and Mone: 1994). Η ΠΠΣ συνεπάγεται τη δημιουργία προβλημάτων (διακοπών) στην εκτέλεση της υφιστάμενης στρατηγικής (Bowman and Singh: 1993) και, κατά τους Krogh and Roos (1994), μπορεί να βλάψει την επίδοση διότι οι εταιρίες καθυστερούν, συνήθως, να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα. Πιο συγκεκριμένα, οι Krogh and Roos (1994) αναφέρουν ότι η ΠΠΣ προσομοιάζει στον ακρωτηριασμό ενός ανθρώπινου μέλους. Παρά την απομάκρυνση του μέλους που προκαλούσε πόνο, τα ακρωτηριασμένα άτομα αναφέρουν, συχνά, ότι ο πόνος δεν έχει εξαλειφθεί. Αυτό οφείλεται στο φαινόμενο του «μέλους-φαντάσματος» (phantom limb) κατά το οποίο το νευρικό σύστημα αντιδρά όπως και πριν τον ακρωτηριασμό και εξακολουθεί να στέλνει ερεθίσματα πόνου στον εγκέφαλο. Παρόμοια, η απομάκρυνση (ακρωτηριασμός) των μη αποδοτικών περιουσιακών στοιχείων (των μελών που προκαλούν πόνο) εξακολουθεί να επηρεάζει την εταιρία (να προκαλεί πόνο) μέχρι οι άνθρωποι και οι λειτουργίες (το νευρικό σύστημα) να προσαρμοστούν στη νέα κατάσταση. Όσον αφορά στη δυσχέρεια εφαρμογής της ΠΠΣ, τα αναμενόμενα εμπόδια εντοπίζονται στο εξωτερικό και, κυριότερα, στο εσωτερικό της εταιρίας. Η στενότητα αγοραστών για κάποια περιουσιακά στοιχεία συνεπάγεται αυξημένο χρόνο αναζήτησης αγοραστή, μειωμένη διαπραγματευτική δύναμη του πωλητή και, συνεπώς, αυξημένη πιθανότητα πραγματοποίησης μίας ασύμφορης πώλησης για την εταιρία. Το ενδεχόμενο αυτό αφορά στα περιουσιακά στοιχεία με υψηλό βαθμό ιδιαιτερότητας[25], όπως τα μηχανήματα, ο εξοπλισμός, τα άϋλα στοιχεία και τα αποθέματα έτοιμων και ημιέτοιμων προϊόντων (Thorburn: 2000). Η πώληση τέτοιων στοιχείων λαμβάνει χώρα σε μικρότερη αγορά συγκριτικά με την αγορά όπου πραγματοποιούνται πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων με χαμηλότερο βαθμό ιδιαιτερότητας, όπως η γη. Για παράδειγμα, η πώληση ενός τμήματος παραγωγής κινητήρων αεροσκαφών έχει

[25] Στο ζήτημα αυτό έχουμε αναφερθεί, ήδη, στην ενότητα 4.7.

σαφώς μικρότερη πιθανότητα να είναι συμφέρουσα για την εταιρία συγκριτικά με την πώληση ενός οικοπέδου στο κέντρο μίας πόλης. Τα σημαντικότερα, όμως, εμπόδια εντοπίζονται στο εσωτερικό της εταιρίας και συνίστανται στην αντίσταση που συναντά η εφαρμογή της ΠΠΣ. Πιο συγκεκριμένα, η ΠΠΣ αποκαλύπτει την αποτυχημένη επιλογή επενδύσεων κατά το παρελθόν και, έτσι, συνεπάγεται απόδοση ευθυνών (Davis: 1974, Boddewyn: 1983, Duhaime and Grant: 1984). Ο Boddewyn (1983) χρησιμοποιεί μία χαρακτηριστική παρομοίωση για να ερμηνεύσει τη στάση των διοικητικών στελεχών έναντι της ΠΠΣ: «αν η επένδυση είναι ένα ευχάριστο ζήτημα, όπως ο γάμος, η αποεπένδυση μοιάζει περισσότερο με διαζύγιο: είναι επίπονη, παρότι αναγκαία, επειδή σχετίζεται με λανθασμένη κρίση κατά το παρελθόν». Οι Clarke and Gall (1987) υποστηρίζουν ότι η ανθρώπινη φύση έχει έμφυτη την τάση να καταπιέζει την παραδοχή ευθύνης. Κατά συνέπεια, όταν ένα υφιστάμενο διοικητικό στέλεχος ευθύνεται για τη λανθασμένη επιλογή επενδύσεων κατά το παρελθόν, είναι πολύ πιθανό να εξακολουθήσει την παροχή στήριξης σε μη αποδοτικές επενδύσεις με στόχο την μη αποκάλυψη των ευθυνών του και την αποφυγή χαρακτηρισμού του ως αποτυχημένο (Duhaime and Schwenk: 1985). Ακόμα και αν τα υφιστάμενα διοικητικά στελέχη δεν ευθύνονται για την αποτυχία του παρελθόντος, η στάση τους έναντι της ΠΠΣ αναμένεται να είναι αρνητική με στόχο τη διασφάλιση της ατομικής ευημερίας τους δεδομένου ότι: α) η ΠΠΣ υπονοεί αδυναμία διαχείρισης της παρούσας κατάστασης και πεποίθηση για δυσοίωνες μελλοντικές προοπτικές (Boddewyn: 1983) και β) οι αμοιβές των διοικητικών στελεχών σχετίζονται με την επίδοση των περιουσιακών στοιχείων που διοικούν (Nees: 1981). Παρόμοια αναμένεται να είναι η στάση των εργαζομένων (Boddewyn: 1983). Η έλλειψη ενθουσιασμού εκ μέρους του ανθρώπινου δυναμικού και η πίεση χρόνου εξαιτίας της ανάγκης άμεσης αντιμετώπισης της παρακμής συνιστούν τις κυριότερες αιτίες για την ελλιπή πληροφόρηση επί της οποίας βασίζονται, συνήθως, οι αποφάσεις για ΠΠΣ (Boddewyn: 1983). Προφανώς, όσο πιο ελλιπής είναι η πληροφόρηση επί της οποίας λαμβάνεται η απόφαση για ΠΠΣ, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα λήψης ορθής απόφασης και, κατ' επέκταση, επιτυχίας της ΠΠΣ. Η αντίθεση προς την ΠΠΣ πηγάζει, επίσης, από την επιθυμία της διοίκησης να μην αποκαλύψει τις προθέσεις της για τη μελλοντική στρατηγική (Duhaime and Grant: 1984), πχ για την παύση παραγωγής ενός προϊόντος ή την αποχώρηση από μία γεωγραφική περιοχή. Τέλος, υπάρχει πιθανότητα αδυναμίας περιστολής κάποιων περιουσιακών στοιχείων εξαιτίας νομικών εμποδίων, όπως η ύπαρξη υποθήκης.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η ένταση της αντίστασης διαφέρει ανά περίπτωση καθώς εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Για παράδειγμα, στην περίπτωση των πολυεθνικών εταιριών, η αποεπένδυση σε χώρες εκτός της χώρας εγκατάστασης της μητρικής εταιρίας αναμένεται να συναντήσει μικρότερη αντίσταση επειδή: α) η αξία των επενδύσεων στο εξωτερικό συνιστά, συνήθως, ένα μικρό μέρος της συνολικής αξίας των επενδύσεων, β) οι συναισθηματικοί δεσμοί με τις εν λόγω επενδύσεις είναι πιο αδύναμοι, γ) το στοιχείο του εθνοκεντρισμού προκαλεί προκατάληψη υπέρ των επενδύσεων στο εσωτερικό της χώρας, δ) οι αντιδράσεις και ο αρνητικός αντίκτυπος προς τη μητρική είναι μικρότερης έντασης και ε) υπάρχει το επιχείρημα της δυσχέρειας παρακολούθησης και ανάλυσης του περιβάλλοντος εκτός της χώρας (Boddewyn: 1983).

5.4.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΠΕΡΙΣΤΟΛΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Οι ***Hambrick and Schecter (1983)*** εξετάζουν 206 εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν (53 εταιρίες) είτε όχι (153 εταιρίες) σε ώριμους κλάδους (πραγματική ετήσια ανάπτυξη < 10%) στις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος). Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, για 2 διαδοχικά έτη, η μέση προ φόρων απόδοση επένδυσης (pretax return on investment, pt-ROI) είναι μικρότερη του 10%. Η εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει όταν, για 2 διαδοχικά έτη μετά την παρακμή, η τιμή του δείκτη pt-ROI είναι μεγαλύτερη του 20%. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η βελτίωση της επίδοσης συνδέεται: α) θετικά με τη μείωση των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης, των απαιτήσεων και των αποθεμάτων, β) μη σημαντικά με τη μείωση του άμεσου κόστους και γ) θετικά με τη μείωση των περιουσιακών στοιχείων. Επίσης, η ΠΚ και η ΠΠΣ συνιστούν ξεχωριστή στρατηγική ανάκαμψης.

Οι ***Montgomery and Thomas (1988)*** εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 68 ζεύγη εταιριών του δείκτη Fortune-500 (αντιστοίχηση βάσει κλάδου, εσόδων και χρονικής περιόδου) που προέβησαν ή όχι σε εθελοντική αποεπένδυση την περίοδο 1976-79 στις ΗΠΑ. Η εταιρική επίδοση προσεγγίζεται με τους δείκτες απόδοσης ενεργητικού (return on assets, ROA), γενικής ρευστότητας, κάλυψης χρεωστικών τόκων και δανειακής επιβάρυνσης. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η επίδοση των εταιριών

που αποεπενδύουν βελτιώνεται μετά από ένα έτος αλλά εξακολουθεί να είναι χαμηλότερη από την επίδοση των εταιριών που δεν αποεπενδύουν και η «τακτική» (tactical) αποεπένδυση, δηλαδή εκείνη που δεν πραγματοποιείται στα πλαίσια αναμόρφωσης της στρατηγικής ή αντιμετώπισης της ακραίας χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, είναι ο μόνος τύπος αποεπένδυσης που συνδέεται με την άμβλυνση των διαφορών των δύο ομάδων, αναφορικά με την επίδοση, αλλά μόνο όταν η επίδοση προσεγγίζεται με το δείκτη ROA.

Οι ***Schreuder et al. (1991)*** εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 21 ζεύγη επιτυχημένων και αποτυχημένων εταιριών (κατάταξη βάσει 6 κριτηρίων) από ώριμους κλάδους (μείωση του δείκτη προστιθέμενης αξίας για 3 διαδοχικά έτη και, κατά, τουλάχιστον 20 ποσοστιαίες μονάδες) την περίοδο 1972-1985 στην Ολλανδία. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι αποτυχημένες εταιρίες προσανατολίζονται σε μείωση του κόστους σε μεγαλύτερο βαθμό απ' ό,τι οι επιτυχημένες. Επίσης, οι αποτυχημένες εταιρίες διαφέρουν μεταξύ τους ως προς το αν και το πόσα μέτρα λαμβάνουν για τη βελτίωση της επίδοσης.

Οι ***Robbins and Pearce II (1992)*** εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 32 εισηγμένες εταιρίες, από τον κλάδο κλωστοϋφαντουργίας, που ανέκαμψαν την περίοδο 1976-1985 στις ΗΠΑ. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, μετά από 2 διαδοχικά έτη αύξησης της απόδοσης επένδυσης (ROI) και πωλήσεων (return on sales, ROS), υπόκειται, για 2 διαδοχικά έτη, σε ταυτόχρονη μείωση των δεικτών ROI και ROS με ρυθμό μεγαλύτερο της αντίστοιχης μέσης μείωσης που παρατηρείται στον κλάδο. Μία εταιρία θεωρείται ότι ανακάμπτει όταν, μετά την παρακμή, η τιμή των δεικτών ROI και ROS αυξάνεται, για 2 διαδοχικά έτη, με ρυθμό μεγαλύτερο της αντίστοιχης μέσης αύξησης που παρατηρείται στον οικείο κλάδο και επανέρχεται στα προ-παρακμής επίπεδα. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η περιστολή κόστους σχετίζεται θετικά με τη βελτίωση της επίδοσης, ιδιαίτερα όταν η παρακμή αποδίδεται σε εσωτερικές αιτίες και μπορεί να θεωρηθεί, γενικά, η πρώτη ενέργεια ανάκαμψης, ανεξαρτήτως των αιτιών παρακμής.

Οι ***John et al. (1992)*** εξετάζουν 46 εταιρίες (ενεργητικό > $1 δις) που ανέκαμψαν στις ΗΠΑ την περίοδο 1980-1987. Μία εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει όταν επιτύχει 3 διαδοχικά έτη κερδών προς διανομή (earnings) μετά από 1 έτος ζημιών (έτος «0»). Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι εταιρίες προχωρούν σε στατιστικά σημαντικές μειώσεις του κόστους πωληθέντων και έρευνας και ανάπτυξης αλλά όχι του κόστους εργασίας και διαφήμισης από το έτος 0 στο έτος 1. Η μείωση

του ενεργητικού είναι στατιστικά σημαντική από το έτος 1 στο έτος 2, από το έτος 2 στο έτος 3 και από το έτος 0 στο έτος 3.

Οι ***Afshar et al. (1992)*** εξετάζουν 178 εταιρίες που προχώρησαν σε αποεπένδυση την περίοδο 1985-1986 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η πλήρης απόσχιση οδηγεί σε θετικές μη κανονικές αποδόσεις (positive abnormal returns) μόνο όταν συνοδεύεται από ανακοίνωση της τιμής πραγματοποίησής της. Όταν η τιμή δεν ανακοινώνεται, η πλήρης απόσχιση οδηγεί σε αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις (negative abnormal returns) στον ένα μήνα που περιβάλλει χρονικά την ανακοίνωση της αποεπένδυσης.

Οι ***Robbins and Pearce II (1993)*** εξετάζουν 33 εισηγμένες μικρές εταιρίες (μερίδιο αγοράς ≤ 1%), από τον κλάδο κλωστοϋφαντουργίας, που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν είτε όχι (δεν αναφέρεται πλήθος εταιριών ανά ομάδα) την περίοδο 1976-1988 στις ΗΠΑ. Η παρακμή και η ανάκαμψη ορίζονται όπως στην έρευνα των Robbins and Pearce II (1992) που αναφέρεται παραπάνω με τη διαφορά ότι, στον ορισμό της ανάκαμψης, δεν υπάρχει απαίτηση για επιστροφή των τιμών ROI και ROS στα προ-παρακμής επίπεδα. Η ΠΚ και η ΠΠΣ μετρούνται με τη μείωση του συνολικού κόστους ή του ενεργητικού, αντίστοιχα, ανάμεσα στο έτος με τη χαμηλότερη επίδοση και το έτος όπου δεν παρατηρείται περαιτέρω περιστολή. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι εταιρίες που εφαρμόζουν ΠΚ επιτυγχάνουν υψηλότερη επίδοση, ιδιαίτερα όταν λειτουργούν «κάτω» από το νεκρό σημείο και η ΠΠΣ συνδέεται θετικά με την επίδοση.

Οι ***Barker III and Mone (1994)*** χρησιμοποιούν το δείγμα και τους ορισμούς της έρευνας των Robbins and Pearce II (1992) που αναφέρεται παραπάνω. Ως ΠΚ ορίζεται η μείωση των γενικών εξόδων, των εξόδων πωλήσεων και διοίκησης και των χρωστικών τόκων. Ως ΠΠΣ ορίζεται η μείωση του ενεργητικού σε κάποια χρονική στιγμή εντός της τριετίας μετά το έτος με τη χαμηλότερη επίδοση. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ΠΚ οδηγεί σε βελτίωση της επίδοσης αλλά μόνο για τις εταιρίες με πολύ χαμηλή επίδοση. Η ΠΠΣ συνδέεται θετικά με την επίδοση αλλά όχι σε σημείο που να οδηγεί σε εξίσωση της επίδοσης ανάμεσα στις εταιρίες που εφάρμοσαν ΠΠΣ και εκείνες που δεν εφάρμοσαν ΠΠΣ.

Οι ***Bruton and Wan (1994)*** εξετάζουν 70 εταιρίες υψηλής τεχνολογίας (έξοδα έρευνας και ανάπτυξης > 3% των πωλήσεων κατά τη διάρκεια της παρακμής) που βρέθηκαν σε παρακμή στις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος). Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, για 3 διαδοχικά έτη, ο δείκτης ROI είναι

χαμηλότερος και μειώνεται με ρυθμό μεγαλύτερο της αντίστοιχης μέσης μείωσης που παρατηρείται στον οικείο κλάδο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ανάκαμψη συνδέεται μη σημαντικά με την ΠΚ (ανά εργαζόμενο) και θετικά με την ΠΠΣ.

Οι ***Kaiser and Stouraitis (1995)*** εξετάζουν 188 περιπτώσεις πλήρους απόσχισης (αξία > £5 εκ.) που έλαβαν χώρα σε 4 ευρωπαϊκές χώρες: 76 στο Ηνωμένο Βασίλειο (1984-1987), 46 στη Γαλλία (1984-1992), 36 στη Γερμανία (1984-1993) και 30 στη Σουηδία (1984-1993). Η έρευνα συμπεραίνει ότι, συνολικά, οι αθροιστικές μη κανονικές αποδόσεις (cumulative abnormal returns) των μετοχών, στο διάστημα των 60 ημερών πριν και 60 ημερών μετά την ανακοίνωση της απόσχισης, συνδέονται θετικά με το σχετικό μέγεθος της απόσχισης, δηλαδή με την αξία της ως ποσοστό της αγοραίας αξίας της εταιρίας. Με εξαίρεση τη Γαλλία, το συμπέρασμα ισχύει, επίσης, για κάθε χώρα ξεχωριστά.

Οι ***Chowdhury and Lang (1996)*** εξετάζουν 153 εισηγμένες εταιρίες (πλήθος εργαζομένων < 500 και ηλικία > 5 έτη) από 4 κλάδους, που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν (27 εταιρίες) είτε όχι (126 εταιρίες) την περίοδο 1984-1987 στις ΗΠΑ. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, για 2 διαδοχικά έτη, ο δείκτης ROI είναι μικρότερος του 10%. Μία εταιρία θεωρείται ότι ανακάμπτει όταν, μετά την παρακμή, η μέση ετήσια τιμή του δείκτη ROI είναι, για 2 διαδοχικά έτη, μεγαλύτερη του 10%. Η ΠΚ και η ΠΠΣ μετρούνται με τη μεταβολή, ανάμεσα στην περίοδο παρακμής και την περίοδο ανάκαμψης, της μέσης τιμής τεσσάρων μεταβλητών. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ανάκαμψη συνδέεται: α) μη σημαντικά με την περιστολή των έκτακτων και μη λειτουργικών εξόδων, β) θετικά με την αύξηση της παραγωγικότητας εργαζομένων και γ) θετικά με την ΠΠΣ.

Οι ***Kang and Shivdasani (1997)*** εξετάζουν 92 εισηγμένες βιομηχανικές εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1985-1989 στην Ιαπωνία. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν υπόκειται σε 50% μείωση του δείκτη «προ φόρων λειτουργικά κέρδη/ ενεργητικό» μετά από περίοδο όπου η τιμή του εν λόγω δείκτη είναι μεγαλύτερη της αντίστοιχης διαμέσου του οικείου κλάδου και η τιμή του δείκτη «λειτουργικά κέρδη/ χρεωστικοί τόκοι» είναι μεγαλύτερη του 1. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η επίδοση βελτιώνεται κατά 1,47% για τις εταιρίες που προχωρούν σε απολύσεις και 1,22% για τις εταιρίες που εφαρμόζουν ΠΠΣ.

Οι ***Baroncelli and Manaresi (1997)*** εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 72 εταιρίες από την Ιταλία (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος) που λειτουργούν με το σύστημα δικαιόχρησης (franchise). Σύμφωνα με τις απαντήσεις, το 74% των 25

εταιριών που προέβησαν σε αποεπένδυση με τη μορφή δικαιόχρησης (από συνολικά 32 εταιρίες που προέβησαν, γενικά, σε αποεπένδυση) ανέφερε ότι η εν λόγω ενέργεια οδήγησε σε βελτίωση της επίδοσης.

Ο ***Easterwood (1998)*** εξετάζει 134 περιπτώσεις μοχλευμένης εξαγοράς (αξία > $100 εκ.), που αφορούν σε 41 εταιρίες την περίοδο 1982-1990 στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η επίδραση της μοχλευμένης εξαγοράς στις μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) των μετοχών είναι αρνητική όταν οι εταιρίες που αποεπενδύουν βρίσκονται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και θετική σε διαφορετική περίπτωση.

Οι ***Castrogiovanni and Bruton (2000)*** εξετάζουν 46 εισηγμένες εταιρίες που βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και εξαγοράστηκαν από άλλες εταιρίες την περίοδο 1979-1987 στις ΗΠΑ. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία μετά από 2 διαδοχικά έτη πτώσης των καθαρών κερδών (net income) και του δείκτη ROI. Η επίδοση μετριέται με κλίμακα 7 σημείων όπου η μικρότερη τιμή αντιστοιχεί στη χαμηλότερη επίδοση. Ως επίδοση ορίζεται ο μέσος όρος των σημείων που αποδίδονται από ανεξάρτητους αξιολογητές (raters). Η μέτρηση της ΠΚ πραγματοποιείται με διχοτομική μεταβλητή. Τρεις επιπλέον αξιολογητές καλούνται να απαντήσουν, βάσει της εξέτασης των λογιστικών καταστάσεων 3,2 έτη (κατά μέσο όρο) μετά την εξαγορά, αν η εταιρία εφάρμοσε ή όχι ΠΚ και η τιμή της διχοτομικής μεταβλητής ΠΚ καθορίζεται από την απάντηση της πλειοψηφίας. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ΠΚ δε συνδέεται σημαντικά με την εταιρική επίδοση.

Οι ***Filatochev and Toms (2000)*** εξετάζουν 34 εταιρίες του κλάδου βάμβακα που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε επιβιώσαν (7 εταιρίες) είτε εξαγοράστηκαν ή ρευστοποιήθηκαν (27 εταιρίες) την περίοδο 1950-1965 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η αποεπένδυση συνδέεται αρνητικά με την επίδοση και θετικά με την αποτυχία, δηλαδή με την εξαγορά ή ρευστοποίηση.

Οι ***Denis and Kruse (2000)*** εξετάζουν 339 εταιρίες (ενεργητικό > $100 εκ.), που βρέθηκαν σε παρακμή και έγιναν στόχος εξαγοράς ή συγχώνευσης την περίοδο 1985-1992 στις ΗΠΑ. Η παρακμή ορίζεται ως η σημαντική πτώση (δεν αναφέρεται ποσοτικό κριτήριο) του δείκτη «κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων/ ενεργητικό», με προσαρμογή στον αντίστοιχο δείκτη του οικείο κλάδου. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η βελτίωση της επίδοσης συνδέεται: α) μη σημαντικά με την ΠΚ και, ειδικότερα, τις απολύσεις και β) θετικά με την ΠΠΣ. Επίσης, η ΠΠΣ αυξάνει την αξία της εταιρίας στο έτος πτώσης της επίδοσης και για τα 3 επόμενα έτη.

Οι ***Sudarsanam and Lai (2001)*** εξετάζουν 166 εισηγμένες εταιρίες που βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και είτε ανέκαμψαν (97 εταιρίες) είτε όχι (69 εταιρίες) την περίοδο 1985-1993 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, μετά από 2 διαδοχικά έτη με θετικό z-score του Taffler[26], υπόκειται σε αρνητικό z-score σε ένα έτος. Μία εταιρία θεωρείται ότι ανακάμπτει όταν, μετά τη χρηματοοικονομική δυσπραγία, επιτυγχάνει, για 2 διαδοχικά έτη, θετικό z-score. Η λειτουργική αναδιάρθρωση περιλαμβάνει την εκλογίκευση του κόστους, τις απολύσεις και την παύση λειτουργίας ή συγχώνευση επιχειρησιακών τμημάτων. Η αναδιάρθρωση ενεργητικού περιλαμβάνει την αποεπένδυση θυγατρικών εταιριών, τις διοικητικές εξαγορές, τις μερικές αποσχίσεις και την πώληση και επαναμίσθωση (sale and lease back). Η έρευνα συμπεραίνει ότι η καμία από τις δύο ενέργειες ανάκαμψης δε συνεισφέρει στη διάκριση των εταιριών που ανέκαμψαν από εκείνες που δεν ανέκαμψαν ενώ μόνο η λειτουργική αναδιάρθρωση συνεισφέρει στην ερμηνεία της μεταβολής της επίδοσης.

Οι ***Bruton et al. (2002)*** εξετάζουν 39 εισηγμένες εταιρίες των οποίων οι μετοχές, αρχικά, έπαψαν να διαπραγματεύονται δημόσια λόγω μοχλευμένης ή διοικητικής εξαγοράς και, μετά από 2,28 έτη (κατά μέσο όρο), επανήλθαν σε δημόσια διαπραγμάτευση που ξεκίνησε σε κάποια χρονική στιγμή εντός της περιόδου 1/1/1980-25/11/1980 στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι, κατά την περίοδο διακοπής της δημόσιας διαπραγμάτευσης, δηλαδή κατά τη διάρκεια της μοχλευμένης ή διοικητικής εξαγοράς, το περιθώριο κέρδους αυξήθηκε κατά 28% (από 10,36% σε 13,26%) και η αύξηση των πωλήσεων ήταν, κατά μέσο όρο, 75,5% υψηλότερη από την αύξηση των πωλήσεων του οικείου κλάδου (66% έναντι 37,6%). Επιπρόσθετα, σε αυτό το χρονικό διάστημα οι εταιρίες παρουσίασαν σημαντική μείωση των εξόδων.

Ο ***Chan-Lau (2002)*** εξετάζει 1.011 ανακοινώσεις εισηγμένων εταιριών για αναδιάρθρωση ενεργητικού κατά την περίοδο 07/1999-12/2000 στην Ιαπωνία. Η έρευνα συμπεραίνει ότι, ανάλογα με τη χρονική περίοδο παρατήρησης, οι μειώσεις του εργατικού δυναμικού επηρεάζουν είτε αρνητικά είτε μη σημαντικά τις αποδόσεις μετοχών. Επίσης, η επιρροή της ΠΠΣ στις τιμές των μετοχών δεν είναι σημαντική.

Οι ***Morrow Jr et al. (2004)*** εξετάζουν 417 βιομηχανικές εταιρίες με ένα αντικείμενο εργασιών που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1980-1995 στις ΗΠΑ. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, μετά από 2 διαδοχικά έτη

[26] Βλ. ανάλογη υποσημείωση στην ενότητα 4.3.2.

αύξησης της προσαρμοσμένης στη μέση τιμή κλάδου απόδοσης επένδυσης (industry adjusted return on investment, adj-ROI), υπόκειται, για 3 διαδοχικά έτη, σε μείωση της τιμής του δείκτη adj-ROI. Επιπλέον, απαιτείται η επίσημη ανακοίνωση της εταιρίας για εφαρμογή ΠΚ και ΠΠΣ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ΠΚ συνδέεται: α) αρνητικά αλλά όχι σημαντικά με τη μεταβολή του δείκτη ROI και του δείκτη Tobin's Q στους αναπτυσσόμενους κλάδους, β) θετικά με τη μεταβολή του δείκτη ROI και του δείκτη Tobin's Q στους ώριμους κλάδους και γ) αρνητικά με τη μεταβολή του δείκτη ROI στους κλάδους που βρίσκονται σε ύφεση. Η ΠΠΣ συνδέεται: α) θετικά με τη μεταβολή του δείκτη ROI στους αναπτυσσόμενους και τους ώριμους κλάδους και β) αρνητικά με τη μεταβολή του δείκτη ROI στους κλάδους που βρίσκονται σε ύφεση.

Οι ***Falkenberg et al. (2004)*** εξετάζουν 134 εισηγμένες εταιρίες από τη Σιγκαπούρη την περίοδο 1996-1999. Η επίδοση προσεγγίζεται με το δείκτη ROA. Ως ΠΚ ορίζεται η ετήσια μεταβολή του αθροίσματος των λειτουργικών εξόδων και των χρεωστικών τόκων και ως ΠΠΣ η ετήσια μεταβολή του ενεργητικού εξαιρουμένων των άϋλων στοιχείων. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η επίπτωση της ΠΚ στην επίδοση είναι θετική και η αντίστοιχη επίπτωση της ΠΠΣ αρνητική αλλά σε οριακό επίπεδο σημαντικότητας.

Οι ***Francis and Mariola (2005)*** εξετάζουν 97 εταιρίες από τον κλάδο βιομηχανικού και εμπορικού μηχανικού εξοπλισμού και τον κλάδο κατασκευής ηλεκτρονικού εξοπλισμού που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν (49 εταιρίες) είτε όχι (48 εταιρίες) την περίοδο 1980-1995 στις ΗΠΑ. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, μετά από 2 διαδοχικά έτη με δείκτη ROI μεγαλύτερο της απόδοσης χωρίς κίνδυνο (risk-free rate, RFR), υπόκειται, για 3 διαδοχικά έτη, σε ROI < RFR και σε ζημίες σε τουλάχιστον ένα από τα 3 έτη. Μία εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει όταν, μετά την παρακμή, η τιμή του δείκτη ROI είναι, για 3 διαδοχικά έτη, μεγαλύτερη της τιμής RFR. Η ΠΚ και η ΠΠΣ μετρούνται με την ποσοστιαία μεταβολή των εξόδων και του ενεργητικού, αντίστοιχα, ανάμεσα στο έτος με τη χαμηλότερη επίδοση και το έτος με τη μεγαλύτερη περιστολή. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η πιθανότητα ανάκαμψης δεν επηρεάζεται από την ΠΚ, την ΠΠΣ ή την επιλογή ανάμεσα σε ΠΚ και ΠΠΣ.

Οι ***Francis and Desai (2005)*** εξετάζουν το δείγμα και τις μεταβλητές της έρευνας των Francis and Mariola (2005) που αναφέρθηκε παραπάνω. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ΠΚ και η ΠΠΣ συνεισφέρουν σημαντικά στο διαχωρισμό των

εταιριών που ανέκαμψαν από εκείνες που δεν ανέκαμψαν και συνδέονται θετικά με την ανάκαμψη.

Οι ***Smith and Graves (2005)*** εξετάζουν 123 εισηγμένες εταιρίες που βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και είτε ανέκαμψαν (80 εταιρίες) είτε όχι (40 εταιρίες), σύμφωνα με την κατάστασή τους τον Ιανουάριο του 1992 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία όταν, για 2 διαδοχικά έτη, υπόκειται σε αρνητικό z-score του Taffler[27]. Μία εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει όταν, για 2 διαδοχικά έτη μετά τη χρηματοοικονομική δυσπραγία, το z-score είναι θετικό. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η έκταση της περιστολής υλικών (tangible) περιουσιακών στοιχείων συνδέεται αρνητικά με την πιθανότητα ανάκαμψης.

5.4.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΠΕΡΙΣΤΟΛΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Η ΠΚ και η ΠΠΣ συνοδεύονται από σημαντικά πλεονεκτήματα που τις καθιστούν, ίσως, τις πιο «δημοφιλείς» ενέργειες. Σύμφωνα με την ανάλυση που προηγήθηκε τα βασικότερα πλεονεκτήματα συνοψίζονται ως εξής. Η ΠΚ και η ΠΠΣ χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό εφικτότητας διότι, πλην περιορισμένων εξαιρέσεων, η εφαρμογή τους αποτελεί απόφαση της εταιρίας και τα αποτελέσματά τους είναι ορατά σε μικρό χρονικό διάστημα, ιδιαίτερα στην περίπτωση της ΠΚ. Επίσης, δημιουργούν πόρους και διαμορφώνουν κλίμα αλλαγής, στοιχεία που είναι απαραίτητα για την εφαρμογή περαιτέρω ενεργειών. Όταν αφορούν σε έξοδα ή περιουσιακά στοιχεία που «προκαλούν», χρησιμεύουν ως απόδειξη εκλογίκευσης των εξόδων και απόδοσης ευθυνών στα διοικητικά, κυρίως, στελέχη επιτυγχάνοντας, έτσι, την ικανοποίηση των εργαζομένων και την αύξηση της πιθανότητας συγκατάβασής τους στην ανάκαμψη της εταιρίας. Ωστόσο, η σχετική ευκολία με την οποία εφαρμόζονται η ΠΚ και η ΠΠΣ μπορεί να οδηγήσει σε προσκόλληση στις εν λόγω ενέργειες. Η προσκόλληση μπορεί να αποσπάσει την προσοχή της διοίκησης από την εκτέλεση της υφιστάμενης στρατηγικής και από άλλες, περισσότερο «στρατηγικές», ενέργειες που, ίσως, απαιτούνται για την ανάκαμψη. Επιπρόσθετα, η «αλόγιστη» ΠΚ

[27] Βλ. σχετική αναφορά για την εμπειρική έρευνα των Sudarsanam and Lai (2001) σε προηγούμενη υποσημείωση εντός της τρέχουσας παραγράφου.

και ΠΠΣ οδηγεί σε σπατάλη πόρων που, για τις εταιρίες σε παρακμή, βρίσκονται σε στενότητα. Τέλος, η εμμονή με την ΠΚ και την ΠΠΣ σηματοδοτεί πιθανή άγνοια ως προς το ποιες ενέργειες απαιτούνται για την ανάκαμψη ή αδυναμία εφαρμογής άλλων ενεργειών.

Τα ευρήματα, σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι η χρησιμότητα της ΠΚ και της ΠΠΣ δε μπορεί να θεωρηθεί εκ των προτέρων δεδομένη. Είναι χαρακτηριστικό ότι υπάρχουν αντικρουόμενα ευρήματα ακόμα και όταν τα χαρακτηριστικά των ερευνών (μέτρα επίδοσης, χώρα και χρονική περίοδος) είναι παρόμοια. Για παράδειγμα, οι έρευνες των John et al. (1992) και Castrogiovanni and Bruton (2000) αφορούν σε λογιστικά μέτρα επίδοσης, ίδια χώρα (ΗΠΑ) και παρόμοιες χρονικές περιόδους (1980-1987 και 1979-1987, αντίστοιχα). Ωστόσο, τα αποτελέσματα τους είναι αντικρουόμενα. Παρομοίως, οι έρευνες των Morrow Jr et al. (2004), Francis and Mariola (2005) και Francis and Desai (2005) αφορούν σε λογιστικά μέτρα επίδοσης, την ίδια χώρα (ΗΠΑ) και την ίδια, ακριβώς, χρονική περίοδο (1980-1995). Ωστόσο, τα ευρήματα χαρακτηρίζουν τη σχέση της ΠΚ και της ΠΠΣ με την επίδοση μη σημαντική (Francis and Mariola: 2005), εξαρτώμενη από το επίπεδο ανάπτυξης του κλάδου (Morrow Jr et al.: 2004) ή σημαντική (Francis and Desai: 2005). Επιπρόσθετα, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η αποτελεσματικότητα της ΠΚ κυμαίνεται ανάλογα με την κατηγορία κόστους που περιστέλλεται, όπως στις έρευνες των Hambrick and Schecter (1983) και Chowdhury and Lang (1996), τη σοβαρότητα της κατάστασης, όπως στην έρευνα των Robbins and Pearce II (1993), ή το επίπεδο ανάπτυξης του κλάδου, όπως στην έρευνα των Morrow Jr et al. (2004).

Προκύπτει, λοιπόν, ότι οποιαδήποτε γενίκευση για την αποτελεσματικότητα της ΠΚ και της ΠΠΣ θα ήταν μάλλον άστοχη. Αντίθετα, είναι προφανές ότι οι εν λόγω ενέργειες δε συνιστούν «πανάκεια». Όπως αναφέρουν χαρακτηριστικά οι Pearce II and Robbins (1993), η έρευνα για τη χρησιμότητα της ΠΚ και της ΠΠΣ πρέπει να εστιάσει στο βαθμό, την επικέντρωση και το χρόνο της περιστολής. Ο βαθμός αναφέρεται στο «πόση» περιστολή απαιτείται ανάλογα των συνθηκών, η επικέντρωση στο «ποια» κόστη και περιουσιακά στοιχεία περιστέλλονται και ο χρόνος στο πόσο (πρέπει να) διαρκεί η περιστολή. Εκ των προτέρων, η ΠΚ και η ΠΠΣ αναμένονται αποτελεσματικότερες όταν αφορούν σε αναιτιολόγητα ή, πιο «ρεαλιστικά», λιγότερο αιτιολογημένα έξοδα και επενδύσεις. Επιπρόσθετα, η εμμονή με την ΠΚ και την ΠΠΣ μπορεί να αποφευχθεί όταν οι εν λόγω ενέργειες εντάσσονται σε σχέδιο όπου διατυπώνονται σαφώς οι ανάγκες της εταιρίας, οι

πιθανές λειτουργικές και στρατηγικές αρνητικές επιπτώσεις μετά την ΠΚ και την ΠΠΣ και τα αναμενόμενα αποτελέσματα της ΠΚ και της ΠΠΣ. Η «ορθότητα» της ΠΚ και της ΠΠΣ τονίζεται, επίσης, από την «εφάπαξ» πραγματοποίησή τους και την ολοκλήρωσή τους σε σύντομο χρονικό διάστημα. Το σχέδιο, η εφάπαξ εφαρμογή και η σύντομη ολοκλήρωση δύνανται να συμβάλλουν στο μετριασμό των αντιδράσεων και την επίτευξη της στήριξης σημαντικών συμμέτοχων. Για παράδειγμα, οι υφιστάμενοι εργαζόμενοι είναι καθησυχασμένοι όταν γνωρίζουν ότι δε θα υπάρξουν πρόσθετες απολύσεις ενώ οι αγορές και οι πιστωτές πείθονται ότι η εταιρία δεν προβαίνει σε «απονενοημένα διαβήματα» για την επιβίωσή της.

5.5 Ο ρόλος των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην ανάκαμψη

5.5.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις (Ε&Σ) συνιστούν ένα διαδεδομένο μέσο για την επίτευξη στόχων που αφορούν στην αποδοτικότητα, πχ μείωση του κόστους παραγωγής, τη στρατηγική, πχ είσοδος σε νέες αγορές προϊόντων, την εταιρική διακυβέρνηση, πχ απομάκρυνση της υφιστάμενης διοίκησης κλπ. Το σχετικό θεωρητικό υπόβαθρο είναι ιδιαίτερα ευρύ και η εκτενής εξέτασή του βρίσκεται εκτός των ορίων της παρούσας εργασίας. Στο θεωρητικό τμήμα της παρούσας ενότητας εστιάζουμε, κυρίως, στις θετικές και αρνητικές επιπτώσεις των Ε&Σ όταν πραγματοποιούνται με στόχο την ανάκαμψη. Όπου κρίνεται σκόπιμο, παρατίθενται σχετικά παραδείγματα πραγματικών περιπτώσεων. Πρέπει να σημειωθεί ότι, για λόγους που θα αναφερθούν στην επόμενη παράγραφο, οι Ε&Σ δε συνιστούν ιδιαίτερα διαδεδομένη ενέργεια ανάκαμψης. Κατά συνέπεια, η έρευνα για τη σχέση των Ε&Σ με την ανάκαμψη είναι σαφώς μικρότερη σε έκταση συγκριτικά με την αντίστοιχη έρευνα για άλλες ενέργειες. Επιπρόσθετα, στην παρούσα ανάλυση δε μας απασχολούν οι έρευνες που εξετάζουν το ρόλο των Ε&Σ ως στοιχείο της αγοράς για τον εταιρικό έλεγχο (corporate control market) και, πιο συγκεκριμένα, ως μέσα διατήρησης του εταιρικού ελέγχου, πχ μετά από απόπειρα εξαγοράς μίας εταιρίας από άλλη. Αναφορικά με τις εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος, η «στενότητα» οφείλεται σε δύο, ακόμη, λόγους που περιγράφονται ακολούθως.

Πρώτα, σε κάποιες περιπτώσεις, η σχέση των Ε&Σ με την επίδοση και την πιθανότητα ανάκαμψης εξετάζεται με έμμεσο τρόπο. Αυτό ισχύει για τις έρευνες, όπως αυτές των Brickley and Van Drunen (1990) και Barker III and Duhaime (1997), που εντάσσουν τις Ε&Σ στα πλαίσια άλλων ενεργειών και εξετάζουν τη σχέση των εν λόγω ενεργειών με την επίδοση και, κατ' επέκταση, την πιθανότητα ανάκαμψης. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να είναι αδύνατη η απομόνωση της επιρροής των εξαγορών, των συγχωνεύσεων ή των Ε&Σ, συνδυαστικά, στην επίδοση και την πιθανότητα ανάκαμψης. Για παράδειγμα, οι Barker III and Duhaime (1997) εξετάζουν τη συνολική επιρροή των εξαγορών, αποεπενδύσεων και κοινοπραξιών (joint ventures) στην πιθανότητα ανάκαμψης με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατή η μελέτη της επιμέρους επιρροής των εξαγορών.

Δεύτερον, ένας ακόμη παράγοντας που εξηγεί τη «στενότητα» εμπειρικών ερευνών για τη σχέση των Ε&Σ με την ανάκαμψη αφορά στα μέτρα (μεταβλητές) επίδοσης που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας τους. Η επιλογή των μέτρων επίδοσης εξαρτάται από το σκοπό του εκάστοτε ερευνητή και η προτίμηση υπέρ των λογιστικών ή των αγοραίων μέτρων είναι, προφανώς, ορθή αρκεί να αιτιολογείται και να εξυπηρετεί τους σκοπούς της έρευνας. Γενικά, ο στόχος των εμπειρικών ερευνών αναφορικά με τις Ε&Σ, όπως ενδεικτικά του Chan-Lau (2002), αφορά στην εξέταση της επιρροής τους στις τιμές των μετοχών. Αυτό συνεπάγεται τη λογική προτίμηση υπέρ των αγοραίων μέτρων επίδοσης. Οι Cannella Jr and Hambrick (1993) αναφέρουν ότι πολλοί ακαδημαϊκοί αντιμετωπίζουν με σκεπτικισμό τη μέτρηση της επίδοσης, μετά την Ε&Σ, με τις βραχυπρόθεσμες μεταβολές των τιμών των μετοχών. Όταν, όμως, οι Ε&Σ εξετάζονται στα πλαίσια της εταιρικής ανάκαμψης και επιδιώκεται η περιγραφή της σχέσης τους με την πιθανότητα ανάκαμψης, ο παραπάνω σκεπτικισμός μετατρέπεται σε απόλυτη διαφωνία καθώς τα μέτρα που χρησιμοποιούνται για την αποτελεσματικότητα των Ε&Σ, ως ενέργειες ανάκαμψης, εξαρτώνται από τον ορισμό της παρακμής. Πιο απλά, η παρακμή και η ανάκαμψη πρέπει να ορίζονται βάσει της ίδιας μεταβλητής επίδοσης (Chowdhury: 2002). Σύμφωνα με την ανάλυση του δεύτερου κεφαλαίου, είναι σαφές ότι η παρακμή και, αναλογικά, η ανάκαμψη ορίζονται, πλην ελάχιστων εξαιρέσεων, βάσει λογιστικής επίδοσης. Κατά συνέπεια, η προτίμηση υπέρ των αγοραίων μέτρων, από τις εμπειρικές έρευνες που εξετάζουν την αποτελεσματικότητα των Ε&Σ, περιορίζει περαιτέρω το πλήθος των ερευνών που εξυπηρετούν τους στόχους της παρούσας ανάλυσης.

5.5.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Ως συγχώνευση ορίζεται η δημιουργία μίας νέας επιχειρηματικής οντότητας από δύο ανεξάρτητες, μέχρι πρότινος, επιχειρηματικές οντότητες (Seitz and Ellison: 1999). Η εξαγορά συνιστά μία ειδική περίπτωση συγχώνευσης όπου μία επιχειρηματική οντότητα αναλαμβάνει τον έλεγχο άλλης μέσω της αγοράς μετοχικού κεφαλαίου κατά ποσοστό που εξασφαλίζει την απόκτηση ελέγχου (Johnson and Scholes: 2002). Τυπικά, η συγχώνευση συνιστά μία εθελοντική πράξη ένωσης αλλά η εξαγορά μπορεί να πραγματοποιηθεί, σε κάποιες περιπτώσεις, χωρίς τη συγκατάβαση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρίας, οπότε πρόκειται για «εχθρική» (hostile) εξαγορά (Johnson and Scholes: 2002, Soubeniotis et al.: 2006). Επιπρόσθετα, στην περίπτωση της εξαγοράς, ο έλεγχος των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης εταιρίας μεταβιβάζεται στην αγοράστρια εταιρία. Κατά συνέπεια, η εξαγορά θεωρείται μέσο της πολιτικής για επέκταση (Kang and Shivdasani: 1997). Υπάρχουν διάφοροι τύποι Ε&Σ των οποίων η εξέταση δε μας απασχολεί στην παρούσα εργασία. Ωστόσο, για τις ανάγκες της παρούσας ανάλυσης, πρέπει να αναφερθεί ότι, ανάλογα με τη συσχέτιση του αντικειμένου εργασιών των εταιριών, οι Ε&Σ διακρίνονται σε: α) οριζόντιες για εταιρίες με συναφές αντικείμενο, β) κάθετες για εταιρίες με συμπληρωματικό αντικείμενο και γ) ετερόκλητες για εταιρίες με αντικείμενο που δεν είναι συναφές ή συμπληρωματικό (Soubeniotis et al.: 2006). Για παράδειγμα, μία οριζόντια Ε&Σ αφορά σε δύο εταιρίες εμπορίας αθλητικών ειδών, μία κάθετη Ε&Σ αφορά σε εταιρία εμπορίας αθλητικών ειδών και εταιρία παραγωγής αθλητικών ειδών και μία ετερόκλητη Ε&Σ αφορά σε εταιρία εμπορίας αθλητικών ειδών και αυτοκινητοβιομηχανία.

Αναφορικά με τις Ε&Σ, μία εταιρία που βρίσκεται σε παρακμή μπορεί να συγχωνευτεί με άλλη, να εξαγοραστεί από άλλη ή να εξαγοράσει άλλη. Η αιτιολόγηση των παραπάνω ενεργειών, ως ενέργειες ανάκαμψης, συνιστά ζήτημα που χαρακτηρίζεται από υποκειμενικότητα διότι οποιαδήποτε ενέργεια συνιστά ενέργεια ανάκαμψης αν στοχεύει στην επιβίωση της εταιρίας. Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 4.4, ο ορισμός της «επιβίωσης» ή του «αφανισμού» εξαρτάται από τα κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη. Αν θεωρήσουμε ότι κάθε εταιρία συνιστά μία επένδυση, τότε η συνέχιση της επένδυσης συνιστά επιβίωση. Πιο απλά, η εν λόγω προσέγγιση προτείνει την ταύτιση της επιβίωσης με τη συνέχιση της ύπαρξης του συνδυασμού

περιουσιακών στοιχείων, ανθρώπινου δυναμικού και λειτουργιών, έστω και σε μικρότερη κλίμακα. Κατά συνέπεια, οποιαδήποτε από τις τρεις περιπτώσεις Ε&Σ συνιστά ενέργεια ανάκαμψης. Για παράδειγμα, όταν μία εταιρία που παρακμάζει συγχωνεύεται με ή εξαγοράζεται από άλλη θεωρείται ότι επιβιώνει εφόσον η «επένδυση», δηλαδή η εταιρία που παρακμάζει, εξακολουθεί να υφίσταται. Αν, όμως, θεωρήσουμε ότι οποιαδήποτε εταιρία, εκτός από επένδυση, συνιστά οργανισμό που έχει το «δικαίωμα» λήψης ανεξάρτητων αποφάσεων σύμφωνα με τις επιδιώξεις των συμμέτοχών του και, ιδιαίτερα, των ιδιοκτητών του, ο χαρακτηρισμός κάθε περίπτωσης Ε&Σ ως ενέργεια ανάκαμψης προϋποθέτει την εξέταση της μεταβολής ή μη του παραπάνω «δικαιώματος». Πιο απλά, η απώλεια της «αυτονομίας» δε συνιστά «επιβίωση» και οι ενέργειες που οδηγούν σε απώλεια της αυτονομίας δε θεωρούνται ενέργειες ανάκαμψης. Για παράδειγμα, η εξαγορά μίας εταιρίας που παρακμάζει από άλλη (που είτε παρακμάζει είτε όχι) δε συνιστά επιβίωση διότι η εταιρία που παρακμάζει παύει να συνιστά «αυτόνομο» οργανισμό και μετατρέπεται σε περιουσιακό στοιχείο της δεύτερης (Seitz and Ellison: 1999). Παρομοίως, η συγχώνευση μίας εταιρίας που παρακμάζει με άλλη (που είτε παρακμάζει είτε όχι) δε θεωρείται επιβίωση εφόσον η εταιρία δεν είναι πλέον «αυτόνομη» αλλά τμήμα μίας νέας οντότητας[28].

Τα πλεονεκτήματα που μπορεί να αποκομίσει μία εταιρία που βρίσκεται σε παρακμή από τη συμμετοχή της σε μία Ε&Σ αφορούν στο λειτουργικό και στρατηγικό τομέα. Το σημαντικότερο λειτουργικό όφελος εντοπίζεται στις συνεργίες και τις οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνονται από το συνδυασμό πόρων και λειτουργιών και σχετίζονται με το κόστος παραγωγής και χρηματοδότησης[29], την ταμειακή ροή, το μάρκετινγκ, την έρευνα και ανάπτυξη, την τεχνολογία, τις μεθόδους παραγωγής, τη φορολογία κ.ά. (John: 1991, Chatterjee: 1992, Johnson and Scholes: 2002, Seitz and Ellison: 1999, Castrogiovanni and Bruton: 2000, Papadakis: 2007). Τα εν λόγω οφέλη επιτυγχάνονται, κυρίως, από τις οριζόντιες και τις κάθετες Ε&Σ. Για παράδειγμα, η εξαγορά ενός προμηθευτή ή πελάτη (κάθετη Ε&Σ) επιτρέπει στην εταιρία να αυξήσει τα κέρδη της εξαιτίας της «συγχώνευσης» του δικού της

[28] Τονίζεται ότι η παραπάνω ανάλυση δεν υπονοεί ότι οι Ε&Σ συνιστούν ενέργειες «αφανισμού». Απεναντίας, οι Ε&Σ ίσως είναι η βέλτιστη επιλογή για τις εταιρίες που παρακμάζουν, ανεξαρτήτως θεώρησης της εταιρίας ως επένδυσης ή «αυτόνομου» οργανισμού. Η σχετική ανάλυση στοχεύει στην επισήμανση της υποκειμενικότητας που διέπει τη θεώρηση ή μη των Ε&Σ ως ενέργειες ανάκαμψης.

[29] Σύμφωνα με τους Castrogiovanni and Bruton (2000), ένα σημαντικό όφελος για την εταιρία που βρίσκεται σε παρακμή και εξαγοράζεται αφορά στην απόκτηση δυνατότητας άντλησης κεφαλαίων, υπό τη «σκέπη» της νέας μητρικής, που δε θα υπήρχε αν η εταιρία δεν είχε εξαγοραστεί.

περιθωρίου κέρδους με το αντίστοιχο περιθώριο του προμηθευτή ή του πελάτη. Παρόμοια, η συγχώνευση με έναν ανταγωνιστή (οριζόντια Ε&Σ) προσφέρει στην εταιρία εξοικονόμηση πόρων από το συνδυαστικό μάρκετινγκ και την ενίσχυση της διαπραγματευτικής δύναμης έναντι των προμηθευτών ενώ, όταν προκύπτουν πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία, δύναται να οδηγήσει σε αύξηση της ταμειακής ροής από την αποεπένδυση τέτοιων στοιχείων (James et al.: 1998). Η ανάκαμψη της εταιρίας πληροφορικής IBM UK (Ηνωμένο Βασίλειο), θυγατρικής της IBM (ΗΠΑ), στηρίχθηκε, εν μέρει, σε οριζόντιες εξαγορές και, πιο συγκεκριμένα, στην εξαγορά, τη διετία 1995-1996, τεσσάρων εταιριών με αντικείμενο δραστηριότητας τα προϊόντα και υπηρεσίες λογισμικού και περιφερειακών (Balgobin and Pandit: 2001). Η επίτευξη λειτουργικών οφελών ήταν μία εκ των δύο επιδιώξεων της συγχώνευσης των αυτοκινητοβιομηχανιών Volvo (Σουηδία) και Renault (Γαλλία), που επιχειρήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Σύμφωνα με τον Bruner (1999), η συγχώνευση στόχευε στη βελτίωση της χρηματοοικονομικής ισχύος και της ικανότητας κάλυψης των κεφαλαιακών αναγκών και την πραγματοποίηση συνεργιών στον τομέα των προμηθειών, της έρευνας και ανάπτυξης και της παραγωγής. Τα στρατηγικά οφέλη των Ε&Σ αφορούν στην είσοδο σε νέες αγορές και προϊόντα, τη μείωση της ισχύος των ανταγωνιστών κ.ά. (Thain and Goldthorpe: 1989a, Chatterjee: 1992, Johnson and Scholes: 2002, Seitz and Ellison: 1999, Papadakis: 2007) και επιτυγχάνονται είτε άμεσα είτε έμμεσα από όλους τους τύπους Ε&Σ. Για παράδειγμα, η εξαγορά ή η συγχώνευση με έναν ανταγωνιστή μειώνει την ισχύ του συνολικού ανταγωνισμού που αντιμετωπίζει η εταιρία και δημιουργεί μία νέα εταιρία με ισχυρότερη θέση στην αγορά. Η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας ήταν ο δεύτερος στόχος της σχεδιαζόμενης συγχώνευσης Volvo-Renault που προαναφέρθηκε (Bruner: 1999). Η εξαγορά μίας εταιρίας με μη συναφές αντικείμενο (ετερόκλητη Ε&Σ) παρέχει τη δυνατότητα εισόδου σε νέες αγορές και προϊόντα που δε θα ήταν δυνατή αν επιχειρούταν αυτόνομα. Στην περίπτωση της IBM UK (βλ. παραπάνω), η ετερόκλητη εξαγορά αφορούσε σε εταιρία από τον κλάδο των ασφαλιστικών υπηρεσιών και των υπηρεσιών στεγαστικής πίστης (Balgobin and Pandit: 2001). Πρέπει, επίσης, να αναφερθεί ότι οι Ε&Σ προσδίδουν μεγαλύτερη ταχύτητα μεταβολής της στρατηγικής συγκριτικά με την αυτόνομη ανάπτυξη. Για παράδειγμα, η είσοδος στην αγορά μίας χώρας με αυτόνομη ανάπτυξη απαιτεί χρόνο για την πραγματοποίηση των απαιτούμενων επενδύσεων, την προσέλκυση και στελέχωση με το κατάλληλο ανθρώπινο δυναμικό, την ανάπτυξη καναλιών διανομής κλπ. Αντίθετα,

όταν επιχειρείται μέσω Ε&Σ, εφόσον υφίσταται συμφωνία ανάμεσα στις εταιρίες, απαιτεί ένα μικρό χρονικό διάστημα για την επίτευξη και την ολοκλήρωση της συμφωνίας.

Οι Ε&Σ, παρά τα προφανή οφέλη τους, δεν αποτελούν ή, πιο ορθά, σπάνια αποτελούν ενέργεια ανάκαμψης, ιδιαίτερα στα αρχικά στάδια αντιμετώπισης της παρακμής. Κατά τους Thain and Goldthorpe (1989a), οι Ε&Σ συνιστούν ριψοκίνδυνη ενέργεια ανάκαμψης όταν αφορούν σε εταιρίες που βρίσκονται, αμφότερες, σε παρακμή. Οι αντιρρήσεις έναντι των Ε&Σ βασίζονται, αρχικά, στο μικρό βαθμό εφικτότητας τους, εξαιτίας των απαιτήσεων για την πραγματοποίησή τους. Όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενες θέσεις, οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή δεν έχουν, συνήθως, τη δυνατότητα χρήσης ίδιων πόρων για την πραγματοποίηση επενδύσεων, όπως οι εξαγορές. Επιπρόσθετα, αναμένεται να αντιμετωπίσουν δυσχέρεια στην άντληση κεφαλαίων από τους μέτοχους ή τους πιστωτές. Βέβαια, η συνεισφορά των εν λόγω συμμέτοχων δε μπορεί να αποκλειστεί εκ των προτέρων καθώς εξαρτάται από την πεποίθησή τους σχετικά με τη συμβολή της εξαγοράς στην ανάκαμψη. Στην περίπτωση της συγχώνευσης, ο βαθμός εφικτότητας αυξάνεται αλλά, όπως προαναφέρθηκε, η συνέχιση της λειτουργίας χωρίς τον πλήρη έλεγχο των περιουσιακών στοιχείων δε συνιστά, κατά μία έννοια, ανάκαμψη. Ακόμα και όταν τα παραπάνω εμπόδια αντιμετωπίζονται, οι Ε&Σ παρουσιάζουν υψηλή πιθανότητα αποτυχίας και εμφάνισης αρνητικών συνεπειών που εντείνουν περεταίρω την ήδη δυσχερή θέση των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή. Οι λόγοι αποτυχίας αφορούν στο σχεδιασμό των Ε&Σ, τη διοίκηση μετά την Ε&Σ και την επιρροή μη ελεγχόμενων παραγόντων του περιβάλλοντος (πλαισίου) εντός του οποίου πραγματοποιούνται. Κατά τους Duhaime and Schwenk (1985), υπάρχουν τρεις πτυχές της ψυχολογίας-συμπεριφοράς των διοικητικών στελεχών που ευθύνονται για την αποτυχία των Ε&Σ: α) η αναλογική συλλογιστική (reasoning by analogy), β) η ψευδαίσθηση του ελέγχου[30] (illusion of control) και γ) η προϊούσα δέσμευση (escalating commitment). Στη φάση του σχεδιασμού, τα διοικητικά στελέχη έχουν την

[30] Ή «διοικητική ύβρις» (managerial hubris) κατά τον Papadakis (2007). Σύμφωνα με τους Duhaime and Schwenk (1985), αναμένεται να είναι εντονότερη στα άτομα που κατά το παρελθόν έχουν επιτύχει. Αποδίδονται δύο σχετικές εξηγήσεις: η γνωστική (cognitive) και η εξήγηση της παρακίνησης (motivational). Σύμφωνα με την πρώτη, τα διοικητικά στελέχη τείνουν να εστιάζουν σε ζητήματα που άπτονται του ελέγχου τους και αγνοούν ζητήματα που δεν μπορούν να ελεγχθούν αλλά συνιστούν παράγοντες αποτυχίας ενώ, σύμφωνα με τη δεύτερη, η υπερεκτίμηση των ικανοτήτων συμβάλλει στη μείωση της αβεβαιότητας επί της ορθότητας της απόφασης, ιδιαίτερα όταν η απόφαση λαμβάνεται εντός αβέβαιου περιβάλλοντος.

τάση να παρομοιάζουν τις πολύπλοκες Ε&Σ με πιο απλές καταστάσεις (περίπτωση α) και υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους σχετικά με την άσκηση επιρροής στο αποτέλεσμα των Ε&Σ (περίπτωση β). Μετά την πραγματοποίηση των Ε&Σ, τα διοικητικά στελέχη εξακολουθούν να υποστηρίζουν τις επιλογές τους ακόμα και όταν η απόδοση αυτών δεν είναι η αναμενομένη (περίπτωση γ). Κατά τον Papadakis (2007), η αποτυχία των Ε&Σ στη φάση σχεδιασμού οφείλεται σε έλλειψη δέουσας επιμέλειας, λανθασμένη επιλογή εταιρίας-στόχου και έλλειψη σχεδίου και στρατηγικής για τη μετά Ε&Σ εποχή. Μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας, οι Ε&Σ αποτυγχάνουν εξαιτίας της έλλειψης ηγεσίας, εσωτερικής επικοινωνίας και ανάμιξης των μεσαίων στελεχών, των πολιτισμικών συγκρούσεων και της υπερβολικής επικέντρωσης των διοικητικών στελεχών στην επίτευξη των βραχυχρόνιων οφελών (James et al.: 1998, Papadakis: 2007). Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα της επιρροής των πολιτιστικών διαφορών αφορά στη συγχώνευση των φαρμακοβιομηχανιών Upjohn (ΗΠΑ) και Pharmacia (Σουηδία) που έλαβε χώρα το 1995. Οι συγκρούσεις μεταξύ Αμερικανών και Ευρωπαίων προέκυπταν από ζητήματα όπως το κάπνισμα στο χώρο εργασίας, η κατανάλωση κρασιού κατά το γεύμα του διαλλείματος και οι προκαθορισμένες θερινές διακοπές των Ευρωπαίων που ήταν αιτία αναβολής πολλών συναντήσεων εντός των θερινών μηνών (Belcher and Nail: 2000). Τα παραπάνω ζητήματα θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν «απλά» αλλά καθιστούν εμφανή τη δυσκολία συνεργασίας μεταξύ ανθρώπων με διαφορετική κουλτούρα. Οι παράγοντες περιβάλλοντος (πλαισίου) που επηρεάζουν αρνητικά την πιθανότητα επιτυχίας των Ε&Σ περιλαμβάνουν το βαθμό εχθρότητας, την τυποποίηση διαδικασιών και το σχετικό μέγεθος των εταιριών που συμμετέχουν σε μία Ε&Σ (Παπαδάκης και Θάνος: 2009). Οι συνέπειες των αποτυχημένων Ε&Σ αφορούν όχι μόνο στη μη επίτευξη των στόχων τους, όπως οι συνεργίες, αλλά και στη διακοπή της εφαρμογής της στρατηγικής, την αδυναμία εξυπηρέτησης των πελατών χωρίς διακοπές και την απώλεια ευκαιριών ανάπτυξης, ταλέντου και τεχνολογίας (Cannella Jr and Hambrick: 1993, James et al.: 1998, Papadakis: 2007). Ο John (1991) υποστηρίζει ότι ακόμα και όταν μία συγχώνευση είναι επιτυχημένη, αναμένεται να υπάρξει διαφωνία από τους «εκ των έσω» (insiders) για τον καταμερισμό των οφελών. Επιπρόσθετα, υπάρχει πιθανότητα κάποιοι κεφαλαιούχοι των συγχωνευμένων εταιριών να καρπωθούν το μεγαλύτερο μέρος των πιθανών οφελών εξαιτίας των αξιώσεων τους επί των περιουσιακών στοιχείων πριν την συγχώνευση. Για παράδειγμα, έστω ότι μία εταιρία συνάπτει δάνειο με συγκεκριμένο επιτόκιο που υπολογίζεται σε χρονική στιγμή όπου

δεν υπάρχει το ενδεχόμενο συγχώνευσης. Έστω, επίσης, ότι, μετά τη σύναψη δανείου, η εταιρία πραγματοποιεί συγχώνευση που οδηγεί σε σημαντική μείωση του κινδύνου των ταμειακών ροών της (πχ επειδή αποκτά ηγετική θέση στην αγορά). Η μείωση του κινδύνου των ταμειακών ροών αυξάνει την πιθανότητα αποπληρωμής του δανείου ή, πιο ορθά, μειώνει τον κίνδυνο μη αποπληρωμής του. Αυτό σημαίνει ότι η απόδοση (επιτόκιο) της τράπεζας που είχε υπολογιστεί πριν τη συγχώνευση φέρει πλέον μικρότερο κίνδυνο ή, εναλλακτικά, η αξία του δανείου αυξάνεται μετά τη συγχώνευση της εταιρίας. Το ποσό αύξησης της αξίας του δανείου αντιπροσωπεύει την ωφέλεια που αποκομίζει η τράπεζα λόγω της συγχώνευσης της εταιρίας.

5.5.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Ο ***Zimmerman (1989)*** εξετάζει 8 επιτυχημένες και 7 αποτυχημένες προσπάθειες ανάκαμψης από εταιρίες γεωργικού εξοπλισμού και αυτοκινητοβιομηχανίες την περίοδο 1902-1987 στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η συνεισφορά των Ε&Σ στην ανάκαμψη εξαρτάται από το σκοπό πραγματοποίησής τους. Όταν οδηγούν σε μείωση κόστους και αύξηση της διαφοροποίησης, συμβάλλουν στην ανάκαμψη. Αντίθετα, οι Ε&Σ αυξάνουν την πιθανότητα αποτυχίας της προσπάθειας ανάκαμψης όταν στοχεύουν σε αύξηση δυναμικότητας και πραγματοποιούνται από εταιρίες που αντιμετωπίζουν πτώση πωλήσεων.

Ο ***Chatterjee (1992)*** εξετάζει 577 δημόσιες προσφορές εξαγοράς που είτε ολοκληρώθηκαν (436 περιπτώσεις) είτε όχι (141 περιπτώσεις) την περίοδο 1963-1986 στις ΗΠΑ. Ως δημόσια προσφορά εξαγοράς ορίζεται η περίπτωση όπου η εταιρία που πραγματοποιεί την προσφορά κατέχει λιγότερο του 70% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας-στόχου και σκοπεύει να το αυξήσει κατά, τουλάχιστον, 25 ποσοστιαίες μονάδες. Η έρευνα συμπεραίνει ότι στο τέλος της 5ετίας μετά την ανακοίνωση, η αξία των εταιριών-στόχων που αρνήθηκαν την εξαγορά αυξήθηκε κατά 20% σε σχέση με την προ-ανακοίνωσης αξία αλλά παρέμεινε σε χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με την τιμή προσφοράς. Η αξία των εταιριών-στόχων που δέχθηκαν την προσφορά και προχώρησαν σε αποεπένδυση αυξήθηκε κατά 31% σε σχέση με την προ-ανακοίνωσης αξία ενώ οι εταιρίες που δέχθηκαν την προσφορά, αλλά δεν

προχώρησαν σε αποεπένδυση, υπέστησαν πλήρη απώλεια των κερδών που προέκυψαν από την ανακοίνωση προσφοράς.

Οι ***Cannella Jr and Hambrick (1993)*** εξετάζουν 94 από τις 200 μεγαλύτερες σε αξία εξαγορές (μέσος όρος αξίας $775 εκ., ελάχιστη τιμή $200 εκ., μέγιστη τιμή $7 δις) που έλαβαν χώρα την περίοδο 1980-1984 στις ΗΠΑ. Η εταιρική επίδοση προσεγγίζεται με μία κλίμακα 7 σημείων που διαμορφώνεται από 6 στελέχη κάθε αγοράστριας εταιρίας και 6 αναλυτές μετοχών. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η εξαγορά οδηγεί σε βελτίωση της επίδοσης 4 έτη μετά την πραγματοποίησή της. Η προ-εξαγοράς επίδοση συσχετίζεται με τη λογιστική απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on equity) αλλά η μετά-εξαγοράς επίδοση δε συσχετίζεται με τη λογιστική απόδοση ιδίων κεφαλαίων και την προ-εξαγοράς επίδοση.

Οι ***Sudarsanam and Lai (2001)*** εξετάζουν 166 εισηγμένες εταιρίες που βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και είτε ανέκαμψαν (97 εταιρίες) είτε όχι (69 εταιρίες) την περίοδο 1983-1993 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία όταν, μετά από 2 διαδοχικά έτη θετικού z-score του Taffler[31], υπόκειται σε αρνητικό z-score. Μία εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει όταν, μετά τη χρηματοοικονομική δυσπραγία, επιτυγχάνει, για 2 διαδοχικά έτη, θετικό z-score. Η έρευνα συμπεραίνει ότι τα ποσοστά εταιριών που προβαίνουν σε εξαγορές στο έτος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και ένα ή δύο έτη μετά από αυτή δε διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των εταιριών που ανακάμπτουν και εκείνων που δεν ανακάμπτουν. Επιπρόσθετα, οι εξαγορές δε συνδέονται σημαντικά με την πιθανότητα ανάκαμψης ή την επίδοση στα 2 έτη μετά τη χρηματοοικονομική δυσπραγία.

Οι ***Παπαδάκης και Θάνος (2009)*** εξετάζουν 108 περιπτώσεις Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1997-2004 στην Ελλάδα. Η έρευνα συμπεραίνει ότι, στο 59% των περιπτώσεων, η λογιστική απόδοση των συνολικών κεφαλαίων στα 2 έτη μετά την Ε&Σ είναι χαμηλότερη σε σχέση με τη λογιστική απόδοση των συνολικών κεφαλαίων στα 2 έτη πριν την Ε&Σ. Επιπρόσθετα, στο 60% των περιπτώσεων, οι τιμές των μετοχών υπέστησαν αρνητική διακύμανση στο διάστημα των 10 ημερών μετά την Ε&Σ. Τέλος, στο 64% των περιπτώσεων, οι εταιρίες δήλωσαν ότι οι στόχοι της Ε&Σ δεν επιτεύχθηκαν.

[31] Βλ. σχετική υποσημείωση για την έρευνα των Sudarsanam and Lai (2001) στην ενότητα 5.4.3.

5.5.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Η θεώρηση των Ε&Σ ως ενέργεια ανάκαμψης εξαρτάται από τον ορισμό που αποδίδεται στην επιβίωση. Οι Ε&Σ εφαρμόζονται για διάφορους σκοπούς και μπορούν, υπό προϋποθέσεις, να εφαρμοστούν για την ανάκαμψη. Η επίπτωσή τους στην εταιρική επίδοση είναι έμμεση και εκφράζεται μέσω της επίπτωσής τους σε διάφορους τομείς της εταιρίας. Μεταξύ των πλεονεκτημάτων των Ε&Σ συγκαταλέγονται η βελτίωση της αποδοτικότητας μέσω των λειτουργικών συνεργιών (πχ σε όρους κόστους και τεχνολογίας) και η δυνατότητα μεταβολής της στρατηγικής (πχ διαφοροποίηση) και μη αυτόνομης ανάπτυξης. Το βασικότερο μειονέκτημα των Ε&Σ εντοπίζεται στην αδυναμία εφαρμογής τους καθώς οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή δε διαθέτουν, συνήθως, τους απαιτούμενους πόρους. Επιπρόσθετα, οι Ε&Σ εμφανίζουν αυξημένη πιθανότητα αποτυχίας πριν και μετά την πραγματοποίησή λόγω ψυχολογικών χαρακτηριστικών των διοικητικών στελεχών και διαφορετικού στυλ διοίκησης και κουλτούρας των εμπλεκόμενων εταιριών. Η εφαρμογή Ε&Σ συνεπάγεται, επίσης, διακοπές στην εφαρμογή της υφιστάμενης στρατηγικής και, σε συνδυασμό με τα προηγούμενα μειονεκτήματα, οδηγεί σε μη πραγματοποίηση των αναμενομένων ωφελειών.

Η έρευνα για τη σχέση των Ε&Σ με την επίδοση ή την ανάκαμψη είναι ιδιαιτέρως περιορισμένη καθώς η αποτελεσματικότητα των Ε&Σ προσεγγίζεται συνήθως βάσει της επίπτωσής τους στην αξία της εταιρίας. Κάποιες έρευνες, όπως η έρευνα των Cannella Jr and Hambrick (1993), συμπεραίνουν ότι οι Ε&Σ συνεισφέρουν στην ανάκαμψη ενώ άλλες συμπεραίνουν ότι οι Ε&Σ δε σχετίζονται, όπως στην έρευνα των Sudarsanam and Lai (2001), ή σχετίζονται αρνητικά, όπως στην έρευνα των Παπαδάκη και Θάνου (2009), με την επίδοση ή την ανάκαμψη. Σε άλλες περιπτώσεις, όπως στις έρευνες των Zimmerman (1989) και Chatterjee (1992), υπάρχουν ενδείξεις ότι η επίδραση των Ε&Σ εξαρτάται από τις ενέργειες που πραγματοποιούνται μετά από αυτές.

Εφόσον οι Ε&Σ χρησιμοποιούνται για την επίτευξη διάφορων στόχων, η εξέταση της αποτελεσματικότητάς τους ή, εναλλακτικά, της συνεισφοράς τους στην ανάκαμψη πρέπει να εξετάζεται βάσει της εξέτασης των μεταβολών που επιφέρουν στις μεταβλητές αποδοτικότητας και στρατηγικής. Πιο συγκεκριμένα, η επίδραση των Ε&Σ αναμένεται να διαφέρει αναλόγως του στόχου που επιδιώκεται και της

επίπτωσης που επιφέρει σε διάφορους τομείς της εταιρίας. Για παράδειγμα, μία εξαγορά στρατηγικού χαρακτήρα επιδιώκει την είσοδο σε νέα γεωγραφική αγορά (επέκταση) ή νέο προϊόν (διαφοροποίηση) ενώ μία εξαγορά λειτουργικού χαρακτήρα επιδιώκει τη μείωση του κόστους παραγωγής. Κατά συνέπεια, η διερεύνηση της επίπτωσης της εξαγοράς στην προοπτική ανάκαμψης προϋποθέτει τη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της επέκτασης, της διαφοροποίησης ή της μείωσης του κόστους με την προοπτική ανάκαμψης. Η έρευνα πρέπει να συμπεριλάβει, επίσης, τα έμμεσα αποτελέσματα των Ε&Σ όπως η αύξηση του μεγέθους, σε κάποιες περιπτώσεις, ή η μεταβολή των διοικητικών και οργανωσιακών χαρακτηριστικών της εταιρίας.

5.6 Ο ρόλος της στρατηγικής ανακατεύθυνσης και της αναδιάρθρωσης λειτουργιών στην ανάκαμψη

5.6.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η στρατηγική ανακατεύθυνση[32] (ΣΑ) και η αναδιάρθρωση λειτουργιών[33] (ΑΛ) συνιστούν ενέργειες που εφαρμόζονται τόσο από εταιρίες που δε βρίσκονται σε παρακμή, δηλαδή προληπτικά, όσο και για την επίτευξη ανάκαμψης. Πρέπει να σημειωθεί ότι η αποφυγή χρήσης του όρου «λειτουργική» (operating) αντί του «λειτουργιών» (operations), αναφορικά με την αναδιάρθρωση, πραγματοποιήθηκε για την αποφυγή σύγχυσης επί του περιεχομένου της ΑΛ. Σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν στην ενότητα 5.3, η λειτουργική ανάκαμψη περιλαμβάνει ενέργειες όπως η μείωση κόστους και περιουσιακών στοιχείων που έχουν εξεταστεί, ήδη, σε ξεχωριστή ενότητα.

Οι ενέργειες ανάκαμψης, όπως έχει ήδη αναφερθεί (βλ. ενότητα 5.3), συνδέονται στενά μεταξύ τους και κάθε ενέργεια κατατάσσεται σε περισσότερες από μία κατηγορίες με διαφορετικούς τίτλους. Η εν λόγω δυσχέρεια είναι ιδιαίτερα εμφανής στην περίπτωση της ΣΑ και της ΑΛ καθώς οι περισσότερες από τις ενέργειες ΣΑ και ΑΛ μπορούν να ενταχθούν, επίσης, σε άλλες ομάδες ενεργειών. Για παράδειγμα, η αποεπένδυση είναι μία ενέργεια περιστολής περιουσιακών στοιχείων

[32] Στην Αγγλική strategic reorientation.
[33] Στην Αγγλική operations restructuring.

αλλά, όταν στοχεύει σε ή προκαλεί μείωση του βαθμού διαφοροποίησης, μπορεί να θεωρηθεί ενέργεια ΣΑ. Στην παρούσα ενότητα θα αναφερθούμε σε ενέργειες που έχουν χαρακτηριστεί στρατηγικές από την υφιστάμενη βιβλιογραφία, δηλαδή ενέργειες που, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, δεν έχουν άμεση επίπτωση στην εταιρική επίδοση.

Όσον αφορά στη σχετική εμπειρική έρευνα, διακρίνουμε δύο, κυρίως, τύπους ερευνών. Ο πρώτος αφορά σε έρευνες για τη σχέση της επίδοσης με τις ενέργειες, όπως η αποεπένδυση και η συγχώνευση, που εφαρμόζονται στα πλαίσια ΣΑ και ΑΛ. Αναφορές στα ευρήματα τέτοιων ερευνών έχουν, ήδη, πραγματοποιηθεί σε προηγούμενες θέσεις του παρόντος κεφαλαίου. Ο δεύτερος τύπος ερευνών αφορά σε ενέργειες που διεξάγονται, κατά βάση, μέσω ερωτηματολογίου ή κρίσης του ερευνητή και, εξορισμού, φέρουν, σε σημαντικό βαθμό, ποιοτικά χαρακτηριστικά. Κατά συνέπεια, δε χρησιμοποιούνται ποσοτικές μεταβλητές για τη μέτρηση της έντασης-έκτασης των ενεργειών, αλλά μεταβλητές τύπου «ναι ή όχι» (διχοτομικές). Σε άλλες περιπτώσεις, η επίπτωση της ΣΑ και της ΑΛ στην επίδοση ή την πιθανότητα ανάκαμψης εξετάζεται βάσει συγκρίσεων ανάμεσα στην αναλογία εταιριών που ανέκαμψαν και την αναλογία εταιριών που δεν ανέκαμψαν. Για παράδειγμα, μία συγκεκριμένη ενέργεια ΣΑ ή ΑΛ, πχ η βελτίωση της ποιότητας προϊόντος, θεωρείται ότι συμβάλλει στην ανάκαμψη όταν η συχνότητα εμφάνισής (εφαρμογής) της είναι μεγαλύτερη στην ομάδα των εταιριών που ανέκαμψαν απ’ ό,τι στην ομάδα των εταιριών που δεν ανέκαμψαν. Όπως θα γίνει εμφανές από την ανασκόπηση των εμπειρικών ερευνών στην προτελευταία παράγραφο της τρέχουσας ενότητας, οι περισσότερες εμπειρικές έρευνες βασίζονται σε περιγραφικά στατιστικά. Πρέπει, επίσης, να αναφερθεί ότι η αδυναμία απομόνωσης της επίπτωσης κάποιων ενεργειών υφίσταται και στην περίπτωση της ΣΑ και της ΑΛ. Για παράδειγμα, οι Kang and Shivdasani (1997) εξετάζουν την επίπτωση της «εσωτερικής αναδιοργάνωσης» που περιλαμβάνει την αλλαγή μεθόδων παραγωγής, την ενσωμάτωση τεχνολογικών επιτευγμάτων και την περιστολή κόστους. Είναι προφανές ότι οποιαδήποτε σχέση της «εσωτερικής αναδιοργάνωσης» με την επίδοση και, κατ’ επέκταση, την πιθανότητα ανάκαμψης δε μπορεί να αποδοθεί σε κάποια από τις επιμέρους ενέργειες. Κατά συνέπεια, τέτοιου είδους έρευνες δεν εξυπηρετούν τις ανάγκες της παρούσας ανάλυσης χωρίς, βέβαια, αυτό να σημαίνει ότι δε συνεισφέρουν, γενικά, στη μελέτη της ανάκαμψης. Πιο απλά, η «ακαταλληλότητά» τους οφείλεται σε «σχεδιαστικά» (μεθοδολογικά) ζητήματα και όχι στο περιεχόμενό τους. Τέλος, όσον αφορά σε

έρευνες που συνδέουν τη ΣΑ ή την ΑΛ με την αγοραία επίδοση, παραπέμπουμε στο σχετικό σχόλιο που αναφέρθηκε σχετικά με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις (βλ. παράγραφο 5.5.1).

5.6.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΝΑΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Στο πλαίσιο της ΣΑ εντάσσονται ενέργειες που αφορούν, αρχικά, στην αγορά όπου λειτουργεί η εταιρία όπως η απόσυρση από και, αντίστοιχα, η είσοδος σε αγορές ή τμήματα-φιλέτα (niches) αγορών, η ενίσχυση της θέσης σε υφιστάμενες αγορές και η διεθνής επέκταση (Pearson: 1977, Taylor: 1982, Hambrick and Schecter: 1983, Muller: 1985, Schreuder et al.: 1991). Η αυτοκινητοβιομηχανία Nissan (Ιαπωνία) ενίσχυσε τη θέση της στην αγορά των ΗΠΑ ιδρύοντας νέο σχεδιαστήριο (το 1979) και κέντρο έρευνας και ανάπτυξης (το 1987) και την αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου ιδρύοντας, το 1988, το Ευρωπαϊκό Κέντρο Τεχνολογίας Nissan (Ishizuna: 1990). Η ΣΑ περιλαμβάνει, επίσης, ενέργειες που μεταβάλλουν ποσοτικά και ποιοτικά το χαρτοφυλάκιο προϊόντων όπως η απόσυρση από και η είσοδος σε νέα προϊόντα και η ενίσχυση της θέσης σε υπάρχοντα προϊόντα (Pearson: 1977, Hambrick and Schecter: 1983, Muller: 1985, O'Neill: 1986). Τη δεκαετία του 1980, η αυτοκινητοβιομηχανία Fiat αποσύρθηκε πλήρως από την αγορά των ΗΠΑ, της Ουρουγουάης, της Χιλής και της Κολομβίας (Galimberti: 1986). Όταν η απόσυρση από αγορές/ προϊόντα γίνεται με στόχο την επικέντρωση στο κύριο αντικείμενο, καλείται «εκ νέου επικέντρωση» (refocusing). Η εταιρία πληροφορικής IBM UK (Ηνωμένο Βασίλειο), θυγατρική της IBM (ΗΠΑ), υιοθέτησε την εκ νέου επικέντρωση στο κύριο αντικείμενο αφού πρώτα αποσύρθηκε από το σύνολο των προϊόντων που δεν εντάσσονταν στο κύριο αντικείμενο της εταιρίας (Balgobin and Pandit: 2001). Αντίθετα, η διαφοροποίηση (diversification) συνίσταται στην προσθήκη νέων και διαφορετικών, σε σχέση με τα υφιστάμενα, προϊόντων στο σχετικό χαρτοφυλάκιο, δηλαδή σε διεύρυνση του κύριου αντικειμένου της εταιρίας. Η εταιρία τηλεπικοινωνιών Italtel (Ιταλία) προχώρησε σε διαφοροποίηση του κύριου αντικειμένου της προκειμένου να εισέλθει στην αγορά τελικών καταναλωτών (Bellisario: 1985). Ο όρος «επέκταση» (expansion) αναφέρεται, συνήθως, στην είσοδο σε νέες αγορές/ προϊόντα ενώ, γενικότερα, οι

ενέργειες που στοχεύουν στη μεγέθυνση της εταιρίας, υπό οποιαδήποτε άποψη, συνιστούν ενέργειες «ανάπτυξης» (growth). Η Italtel (βλ. παραπάνω) προχώρησε σε συμφωνία με δύο εταιρίες, την Gte (ΗΠΑ) και την Telletra (Ιταλία), για την ανάπτυξη συστημάτων αλλαγής από αναλογική σε ψηφιακή σύνδεση με στόχο την είσοδο σε αγορές του εξωτερικού (Bellisario: 1985). Η ισχυροποίηση της θέσης στις υφιστάμενες αγορές/ προϊόντα συνιστά ενέργεια ανάκαμψης υπό την έννοια ότι, σε κάποιες περιπτώσεις, στοχεύει στην απόσπαση επιπλέον μεριδίου αγοράς. Η ισχυροποίηση της θέσης μπορεί να επιτευχθεί μέσω επανατοποθέτησης προϊόντος και μεταβολών στη διαφήμιση, την πώληση, την προώθηση, την ποιότητα, την τιμολογιακή πολιτική κ.α. (Hambrick and Schecter:1983, O'Neill: 1986, Finkin: 1993b). Στη δεκαετία του 1990, η αυτοκινητοβιομηχανία BMW (Γερμανία) επιχείρησε την ισχυροποίηση της θέσης της στην αγορά των ΗΠΑ με μείωση τιμών, εισαγωγή φθηνότερων μοντέλων από τη Γερμανία, διαφήμιση με έμφαση στα χαρακτηριστικά ασφάλειας και επιβράβευση των διανομέων βάσει της ικανοποίησης των πελατών αντί του όγκου πωλήσεων (Dolan: 1995). Η ανάπτυξη της εταιρίας πραγματοποιείται είτε χωρίς είτε με επενδύσεις που λαμβάνουν τη μορφή αυτόνομης επένδυσης, εξαγοράς, στρατηγικής συμμαχίας κ.ά. (Pearson: 1977, Taylor: 1982, O'Neill: 1986, Schreuder et al.: 1991).

Η ΑΛ περιλαμβάνει ενέργειες που αφορούν στην αλλαγή της οργάνωσης-δομής των λειτουργιών. Σε αυτήν την κατηγορία μπορούμε να εντάξουμε, μεταξύ άλλων, την υιοθέτηση νέων μεθόδων παραγωγής, τη μεταβολή της οργανωσιακής διάρθρωσης, των επιπέδων διοίκησης και των συστημάτων ελέγχου κ.ά. (Pearson: 1977, O'Neill: 1986). Για παράδειγμα, η IBM UK (βλ. παραπάνω) προχώρησε σε επαναπροσδιορισμό (redefining) των εσωτερικών λειτουργιών με στόχο τη δημιουργία δομών που προσανατολίζονταν στην εξυπηρέτηση του πελάτη (Balgobin and Pandit: 2001) ενώ η αυτοκινητοβιομηχανία Chrysler (ΗΠΑ) εφάρμοσε συστήματα διαχείρισης αποθεμάτων Just-In-Time και μετέβαλε την παραγωγική διαδικασία ώστε να παράγει ολοκληρωμένες σειρές αυτοκινήτων (Chowdhury: 2002). Ανάλογα με το εταιρικό μέγεθος και την πολυπλοκότητα της οργάνωσης, η ΑΛ ενδέχεται να διαφέρει μεταξύ των εταιριών ή ανάμεσα σε μία εταιρία και έναν όμιλο (O'Neill:1986). Πρέπει να σημειωθεί, επίσης, ότι ΑΛ οδηγεί σε μεταβολές της απασχόλησης. Όπως αναφέρθηκε, όμως, στην ενότητα 5.4, η μείωση του ανθρώπινου δυναμικού, συνολικά, συνιστά ενέργεια περιστολής κόστους ενώ η αντικατάσταση ή μη των διοικητικών στελεχών συνιστά διαδικαστικό ζήτημα και θα εξεταστεί στο

επόμενο κεφάλαιο. Τέλος, η ΑΛ απαιτεί, σε κάποιες περιπτώσεις, την εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού. Για παράδειγμα, η μείωση των επιπέδων διοίκησης ενδέχεται να δημιουργήσει ανάγκη εκπαίδευσης του ανθρώπινου δυναμικού για την κατανόηση της διοικητικής λειτουργίας υπό τα νέα δεδομένα. Κατά συνέπεια, οι σχετικές ενέργειες εντάσσονται, έστω και έμμεσα, στην ΑΛ.

Η τεκμηρίωση των ενεργειών ΣΑ και ΑΛ, ως ενέργειες ανάκαμψης, διαφέρει σε κάποια σημεία συγκριτικά με την αντίστοιχη τεκμηρίωση των ενεργειών που έχουν αναλυθεί μέχρι το παρόν σημείο. Υπενθυμίζεται ότι η σχετική επιχειρηματολογία που έχει παρουσιαστεί, ήδη, επικεντρώνεται, κυρίως, στην επίπτωση των ενεργειών στην αποδοτικότητα και, κατ' επέκταση, την επίδοση. Στην περίπτωση της ΣΑ και ΑΛ, η επιχειρηματολογία εστιάζει σε μία «ενδιάμεση» επίπτωση των ενεργειών. Πιο συγκεκριμένα, η επίδοση μπορεί να θεωρηθεί ως το αποτέλεσμα του συνδυασμού των εταιρικών πόρων και του περιβάλλοντος και η στρατηγική προσδιορίζει τον εν λόγω συνδυασμό. Άρα, όταν η επίδοση φθίνει, η στρατηγική πρέπει να μεταβληθεί ώστε να επιτευχθεί ένας νέος συνδυασμός πόρων-περιβάλλοντος που θα οδηγήσει σε βελτίωση της επίδοσης. Πιο απλά, εφόσον το πρόβλημα αφορά στη στρατηγική (ανεξάρτητα αν ευθύνονται οι πόροι ή το περιβάλλον), η λύση πρέπει, επίσης, να αφορά στη στρατηγική (Muller: 1985). Μία χαρακτηριστική περίπτωση όπου απαιτείται αλλαγή της στρατηγικής είναι η μεταβολή των στοιχείων αγοράς (Pearson: 1977) που, κατά τον Janzen (1983), είναι από τις πιο επικίνδυνες μεταβολές για την εταιρία. Για παράδειγμα, η υπογεννητικότητα συνεπάγεται συρρίκνωση της αγοράς προϊόντων που απευθύνονται σε άτομα μικρής ηλικίας, πχ παιχνίδια. Μία εταιρία που δραστηριοποιείται αποκλειστικά στην εν λόγω αγορά πρέπει να αναθεωρήσει τη στρατηγική της και να αποφασίσει αν θα παραμείνει στην αγορά μέσω ενεργειών που θα ενισχύσουν τη θέση της, αν θα εισέλθει σε νέα προϊόντα, αν θα εισέλθει σε νέες γεωγραφικές αγορές κλπ.

Τα πλεονεκτήματα των ενεργειών ΣΑ και ΑΛ, σε αντίθεση με τα πλεονεκτήματα των ενεργειών που εξετάστηκαν σε προηγούμενες ενότητες, δε βρίσκονται, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε άμεση συνάρτηση με την ανάκαμψη λόγω της έμμεσης σχέσης τους με την επίδοση και της αδυναμίας ακριβούς μέτρησης της επίπτωσής τους σε αυτήν, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Για παράδειγμα, η αποκέντρωση της λήψης αποφάσεων αναμένεται να προσδώσει ευελιξία και ταχύτητα απόκρισης στην εταιρία καθιστώντας την αποδοτικότερη. Το «πόσο» αποδοτικότερη,

όμως, είναι κάτι που δε μπορεί να εκτιμηθεί επακριβώς. Παρομοίως, η είσοδος της εταιρίας σε νέες αγορές απαιτεί, συχνά, την πραγματοποίηση επενδύσεων. Ενώ το κόστος, υπό την ευρεία έννοια, της επένδυσης μπορεί να υπολογιστεί με σχετική ακρίβεια, δεν ισχύει το ίδιο για τα οφέλη της. Στην περίπτωση των εταιριών με υψηλό βαθμό διαφοροποίησης, ο Duffy (1990) υποστηρίζει ότι το ιδιαίτερα διευρυμένο αντικείμενο καθιστά την εταιρία αδύναμη να αντιμετωπίσει τις αλλαγές του περιβάλλοντος όταν απαιτείται ταχύτητα απόκρισης. Κατά συνέπεια, η μείωση της διαφοροποίησης και η εκ νέου επικέντρωση στο κύριο αντικείμενο μπορούν να συμβάλλουν στη βελτίωση της επίδοσης διότι η εταιρία θα αφιερώσει πόρους σε αυτό που γνωρίζει καλύτερα. Γενικά, το πλεονέκτημα των ενεργειών ΣΑ και ΑΛ έγκειται στην προσαρμογή των εταιρικών πόρων στο εξελισσόμενο περιβάλλον. Επιπρόσθετα, η ανάλυση που προηγείται των ενεργειών ΣΑ και ΑΛ θα καταδείξει αν υπάρχει «χώρος» για την εταιρία ή, αν δεν υπάρχει, τους τρόπους εύρεσης νέου «χώρου».

Τα μειονεκτήματα των ενεργειών ΣΑ και ΑΛ αφορούν, κυρίως, στην εφικτότητα καθώς, όπως προαναφέρθηκε, η μέτρηση της αποτελεσματικότητας είναι δυσχερής εξαιτίας των έμμεσων ή μακροχρόνιων επιπτώσεων των ενεργειών. Κάποιες ενέργειες απαιτούν πόρους για επενδύσεις αλλά, όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενες θέσεις, οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή δε διαθέτουν και αδυνατούν να αντλήσουν τα αναγκαία κεφάλαια. Ακόμα και αν υπάρχουν οι απαιτούμενοι πόροι, υποστηρίζεται ότι η ανάλωσή τους μπορεί να θέσει την εταιρία σε μεγαλύτερο κίνδυνο. Για παράδειγμα, ο Finkin (1985) υποστηρίζει ότι η αύξηση της διαφήμισης κατά την προσπάθεια ανάκαμψης απλώς επιβαρύνει το κόστος χωρίς ορατά αποτελέσματα. Επιπρόσθετα, η εφαρμογή ορισμένων ενεργειών ΣΑ και ΑΛ είναι σχεδόν αδύνατη για κάποιες εταιρίες. Κατά τους Hambrick and Schecter (1983), η αύξηση του μεριδίου αγοράς, πχ μέσω επανατοποθέτησης προϊόντος, πέρα από κάποιο σημείο είναι αδύνατη, ιδιαίτερα για τις εταιρίες που λειτουργούν σε ώριμους κλάδους. Παρομοίως, ενέργειες όπως η απόσυρση από τις υπάρχουσες αγορές και η είσοδος σε νέες συνιστούν ενέργειες με μειωμένη δυνατότητα εφαρμογής εξαιτίας των εμποδίων, αντίστοιχα, εξόδου και εισόδου (Muller: 1985). Επίσης, είναι προφανές ότι, για κάποιες εταιρίες, η εφαρμογή συγκεκριμένων ενεργειών αποκλείεται, εξορισμού, ή πρέπει να πραγματοποιηθεί σε συνδυασμό με άλλες ενέργειες. Για παράδειγμα, μία εταιρία που δραστηριοποιείται στην αγορά ενός προϊόντος (ή σε μία γεωγραφική αγορά) μπορεί να αποσυρθεί από τη συγκεκριμένη αγορά μόνο σε συνδυασμό με την είσοδό της σε νέα αγορά προϊόντος (ή νέα

γεωγραφική αγορά). Σύμφωνα με τον Muller (1985), η εφαρμογή ενεργειών ΣΑ και ΑΛ αναμένεται να συναντήσει, επίσης, αντίσταση από τους συμμέτοχους που επηρεάζονται. Τέλος, υπάρχουν ενδείξεις ότι κάποιες ενέργειες απαιτούν σημαντικό χρονικό διάστημα για να ωφελήσουν την επίδοση. Για παράδειγμα, οι Hoffman et al. (2000) εξετάζουν 76 εταιρίες με διαφορετικό τύπο διαφοροποίησης που εφάρμοσαν αναδιοργάνωση τύπου «Μ»[34] ως απόκριση στην παρακμή στις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος) και συμπεραίνουν ότι το χρονικό διάστημα που απαιτείται ώστε η επίδοση[35] να επανέλθει ή να υπερβεί τα προ-παρακμής επίπεδα ισούται, κατά μέσο όρο, με 4,1 έτη.

5.6.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΝΑΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Οι ***Schendel et al. (1976)*** εξετάζουν 54 εισηγμένες βιομηχανικές εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή και ανέκαμψαν την περίοδο 1952-1971 στις ΗΠΑ. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν υπόκειται, για 4 διαδοχικά έτη, σε μείωση των προσαρμοσμένων στο Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν καθαρών κερδών (GNP adjusted net income). Μία εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει όταν, μετά την παρακμή και 2 έτη πιθανών αυξομειώσεων της επίδοσης, επιτυγχάνει αύξηση της εν λόγω μεταβλητής για 4 διαδοχικά έτη. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ανάκαμψη στηρίζεται σε αλλαγή του προγράμματος μάρκετινγκ και της οργάνωσης και διοίκησης (44 εταιρίες), διαφοροποίηση προϊόντος (34 εταιρίες) και διαφοροποίηση αγορών (33 εταιρίες).

Οι ***Brickley and Van Drunen (1990)*** εξετάζουν 222 ανακοινώσεις εταιρικής αναδιάρθρωσης με στόχο, μεταξύ άλλων, την είσοδο σε νέες αγορές την περίοδο 1980-1984 στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η επίδραση της ανακοίνωσης στις τιμές μετοχών είναι: α) σημαντική και θετική στο διάστημα [-1,0], όπου «0» η ημέρα ανακοίνωσης, όταν η είσοδος σε νέες αγορές πραγματοποιείται με σχηματισμό νέων μονάδων και συγχώνευση υφιστάμενων, β) μη σημαντική στο διάστημα [-1,0] όταν η είσοδος σε νέες αγορές πραγματοποιείται με εκποίηση υφιστάμενων μονάδων, γ)

[34] Ο αντίστοιχος όρος στην αγγλική είναι «multidivisional» και αναφέρεται στον τύπο οργάνωσης με κεντρικό στρατηγικό σχεδιασμό και αποκεντρωμένες λειτουργίες (Lamont et al.: 1994)

[35] Η μέτρηση της επίδοσης πραγματοποιείται με την προσαρμοσμένη στον κλάδο απόδοση ενεργητικού (industry adjusted return on assets) 5 έτη πριν και κατά τη διάρκεια της αναδιοργάνωσης.

σημαντική και θετική στο διάστημα [-9,0] όταν η είσοδος σε νέες αγορές πραγματοποιείται με συγχώνευση υφιστάμενων μονάδων και δ) μη σημαντική στο διάστημα [-9,0] όταν η είσοδος σε νέες αγορές πραγματοποιείται με σχηματισμό νέων μονάδων και εκποίηση υφιστάμενων.

Οι ***Grinyer et al. (1990)*** εξετάζουν 28 μη εισηγμένες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο με υψηλή επίδοση σε σχέση με τον οικείο κλάδο την περίοδο 1970-1984. Η έρευνα συμπεραίνει ότι, σε σχέση με τις εταιρίες «μέσης επίδοσης», οι εταιρίες που πέτυχαν υψηλή επίδοση εφάρμοσαν: α) σε μεγαλύτερη αναλογία αλλαγές στη διοίκηση, β) σε μικρότερη αναλογία διαφοροποίηση, γ) σε μεγαλύτερη αναλογία είσοδο σε αγορές του εξωτερικού και δ) σε μεγαλύτερη αναλογία αλλαγές σχετικές με το μάρκετινγκ.

Οι ***Schreuder et al. (1991)*** εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 21 ζεύγη εταιριών με υψηλή και χαμηλή επίδοση (βάσει απόδοσης ενεργητικού) από ώριμους κλάδους (πτώση του δείκτη προστιθέμενης αξίας κατά 20% για 3 διαδοχικά έτη) την περίοδο 1972-1985 στην Ολλανδία. Η έρευνα συμπεραίνει ότι, σε σύγκριση με τις εταιρίες με χαμηλή επίδοση, οι εταιρίες με υψηλή επίδοση εφάρμοσαν: α) σε μεγαλύτερη αναλογία ενέργειες σχετικές με την αγορά και το εύρος προϊόντων και β) περισσότερες, κατά μέσο όρο, ενέργειες εσωτερικής αναδιοργάνωσης και ενέργειες σχετικές με την αγορά και το εύρος προϊόντων. Επίσης, τόσο το πλήθος όσο και το αν εφαρμόζονται ενέργειες σχετικές με την αγορά συνδέονται θετικά με την κατάταξη μίας εταιρίας στην ομάδα των εταιριών με υψηλή επίδοση.

Οι ***Gowen III and Pecenka (1992)*** εξετάζουν, μέσω ερωτηματολογίου, 65 εταιρίες από τις ΗΠΑ και 65 θυγατρικές εταιριών από την Ιαπωνία στον κλάδο των ηλεκτρονικών στις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος). Ανάλογα με τις απαντήσεις, οι εταιρίες διακρίνονται σε υψηλής και χαμηλής τεχνολογίας. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η μοναδική σημαντική διαφορά ανάμεσα στις εταιρίες υψηλής και χαμηλής τεχνολογίας αφορά στις ενέργειες ανασχεδιασμού προϊόντων-διαδικασιών που εφαρμόστηκαν σε μεγαλύτερη, κατά μέσο όρο, έκταση από τις εταιρίες χαμηλής τεχνολογίας. Επιπρόσθετα, η επίπτωση του ανασχεδιασμού προϊόντων-διαδικασιών συνδέεται σημαντικά και θετικά με τη μείωση του ανά μονάδα κόστους για τις εταιρίες υψηλής τεχνολογίας αλλά όχι για τις εταιρίες χαμηλής τεχνολογίας. Η απόσυρση μη κερδοφόρων προϊόντων συνδέεται σημαντικά και θετικά με την αύξηση του λειτουργικού περιθωρίου κέρδους, της ταμειακής ροής και του μεριδίου αγοράς για τις εταιρίες χαμηλής τεχνολογίας αλλά όχι για τις εταιρίες υψηλής τεχνολογίας.

Οι ***Pearce II and Robbins (1994)*** εξετάζουν 32 μικρές (μερίδιο αγοράς < 1%) εταιρίες από τον κλάδο κλωστοϋφαντουργίας που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε ανέκαμψαν είτε όχι (δεν αναφέρεται πλήθος εταιριών ανά περίπτωση) την περίοδο 1976-1985 στις ΗΠΑ. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν οι δείκτες απόδοσης επένδυσης και πωλήσεων (return on investment και return on sales, ROI και ROS) μειώνονται, για 2 διαδοχικά έτη, με ρυθμό μεγαλύτερο από το ρυθμό μείωσης των αντίστοιχων δεικτών στον κλάδο. Μία εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει όταν, μετά την παρακμή, οι δείκτες ROI και ROS αυξάνονται με ρυθμό μεγαλύτερο από το ρυθμό αύξησης των αντίστοιχων δεικτών στον κλάδο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι, συνολικά, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή εφάρμοσαν αλλαγές στα πεδία παραγωγής (αλλαγή εξοπλισμού, αυτοματοποίηση κ.ά.), συστημάτων διοίκησης και οργάνωσης (στυλ ηγεσίας, οργανωσιακή δομή κ.ά.) και βασικών ικανοτήτων (core competencies). Επιπρόσθετα, οι εταιρίες που ανέκαμψαν εφάρμοσαν με μεγαλύτερη ένταση, συγκριτικά με τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν, ενέργειες που αφορούν στη βελτίωση ποιότητας, τα διοικητικά στελέχη, τον εκσυγχρονισμό παραγωγής και τη βελτίωση πόρων.

Οι ***Lamont et al. (1994)*** εξετάζουν 76 εταιρίες με διαφορετικό τύπο διαφοροποίησης (κάθετη, σχετική, μη σχετική) που εφάρμοσαν αναδιοργάνωση τύπου «Μ»[36] ως απόκριση στην παρακμή στις ΗΠΑ (δεν αναφέρεται χρονική περίοδος). Η μέτρηση της επίδοσης πραγματοποιείται με την προσαρμοσμένη στον κλάδο απόδοση ενεργητικού (industry adjusted return on assets, adj-ROA) 5 έτη πριν και κατά τη διάρκεια της αναδιοργάνωσης. Η έρευνα συμπεραίνει ότι κατά τη διάρκεια της αναδιοργάνωσης η επίδοση ισούται, κατά μέσο όρο, με -0,19 αλλά είναι στατιστικά σημαντικά διάφορη του μηδενός μόνο για τις εταιρίες με κάθετη και σχετική διαφοροποίηση.

Οι ***Gowen III and Tallon (2002)*** εξετάζουν το δείγμα της έρευνας των Gowen III and Pecenka (1992) που αναφέρθηκε παραπάνω. Η έρευνα συμπεραίνει ότι ο ανασχεδιασμός προϊόντων-διαδικασιών συνδέεται: α) σημαντικά και θετικά με την αύξηση των πωλήσεων για τις εταιρίες που εφάρμοσαν ενέργειες ανάκαμψης με μικρή ένταση, β) σημαντικά και θετικά με την αύξηση του ηθικού (morale) των εργαζομένων για τις εταιρίες που εφάρμοσαν ενέργειες ανάκαμψης με μεγάλη ένταση

[36] Ο αντίστοιχος όρος στην αγγλική είναι «multidivisional» και αναφέρεται στον τύπο οργάνωσης με κεντρικό στρατηγικό σχεδιασμό και αποκεντρωμένες λειτουργίες (Lamont et al.: 1994)

και γ) σημαντικά και θετικά με τη μείωση του ανά μονάδα κόστους εργασίας για τις εταιρίες που εφάρμοσαν ενέργειες ανάκαμψης με μικρή ένταση.

Οι ***Dawley et al. (2002)*** εξετάζουν 207 εισηγμένες βιομηχανικές εταιρίες (ενεργητικό > $10 εκ.) που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ την περίοδο 1980-1992. Η διαφοροποίηση μετριέται με το δείκτη Σ[Pi*Ln(1/Pi)], όπου Pi το ποσοστό συμμετοχής των πωλήσεων του «i» τμήματος στις συνολικές πωλήσεις, και Ln(1/Pi) η βαρύτητα του τμήματος «i», Pi≠0. Η επικέντρωση εκ νέου ισούται με τη διαφορά της διαφοροποίησης ανάμεσα στο έτος αίτησης της αναδιοργάνωσης και το 5^{ο} έτος μετά από αυτή. Η επίδοση προσεγγίζεται με μεταβλητή που προκύπτει την ανάλυση τριών μεταβλητών επίδοσης με την Ανάλυση Κύριων Συνιστωσών (Principal Component Analysis). Η έρευνα συμπεραίνει ότι, για τη χρονική περίοδο ανάμεσα στο 3^{ο} και το 5^{ο} έτος μετά την αίτηση, η επικέντρωση εκ νέου οδηγεί σε υψηλότερη επίδοση ανεξάρτητα από τις διαθέσιμες επιλογές και τους περιορισμούς περιβάλλοντος που αντιμετωπίζει η διοίκηση της εταιρίας.

5.6.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΑΝΑΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Η ΣΑ και η ΑΛ συνδέονται στενά με άλλες ενέργειες όπως η αποεπένδυση και η εξαγορά. Κατά συνέπεια, η μέτρηση της αποτελεσματικότητάς τους είναι, σε κάποιες περιπτώσεις, δυσχερής. Η συλλογιστική για τη θεώρηση της ΣΑ και της ΑΛ ως ενέργειες ανάκαμψης συνίσταται στο ότι η επιβίωση της εταιρίας προϋποθέτει τον ορθό συνδυασμό των πόρων της με τα χαρακτηριστικά του περιβάλλοντός της. Βασικό πλεονέκτημα της ΣΑ και της ΑΛ είναι ότι συμβάλλουν στην επίτευξη του κατάλληλου συνδυασμού, διασφαλίζοντας ότι η στρατηγική της εταιρίας είναι σε συμφωνία με την επιβίωσή της. Επιπρόσθετα, η ανάλυση που προηγείται των σχετικών ενεργειών μπορεί να καταδείξει αν η μεταβολή της στρατηγικής μπορεί να συμβάλλει στην ανάκαμψη. Το κύριο μειονέκτημα των ενεργειών ΣΑ και ΑΛ εντοπίζεται στο στοιχείο της εφικτότητας. Πιο συγκεκριμένα, η απαίτηση πόρων για και η αναμενόμενη αντίσταση στην εφαρμογή τέτοιων ενεργειών συνιστά αποτρεπτικό παράγοντα και περιορίζει το βαθμό εφικτότητάς τους.

Η εξέταση κάποιων ενεργειών ΣΑ και ΑΛ σε συνδυασμό με άλλες ενέργειες που, τουλάχιστον για τις ανάγκες της παρούσας ανάλυσης, δεν κατατάσσονται στην εν λόγω ομάδα περιορίζει το πλήθος των εμπειρικών ευρημάτων που θα μπορούσαν να ληφθούν υπόψη. Σε μεθοδολογικό επίπεδο, τα σχετικά ευρήματα στηρίζονται, όπως αναμένεται, σε περιγραφικά στατιστικά ποιοτικών στοιχείων. Υπάρχουν περιπτώσεις συμφωνίας για την επιρροή κάποιων ενεργειών, πχ μεταβολή του μάρκετινγκ στις έρευνες των Schendel et al. (1976) και Grinyer et al. (1990), ή ασυμφωνίας, πχ διαφοροποίηση στις προαναφερθείσες έρευνες. Σε άλλες περιπτώσεις, τα ευρήματα διαφέρουν ανάλογα με μεταβλητές όπως το επίπεδο τεχνολογίας της εταιρίας στην έρευνα των Gowen III and Pecenka (1992), της διαφοροποίησης στην έρευνα των Lamont et al. (1994) και της έντασης εφαρμογής των ενεργειών ανάκαμψης στην έρευνα των Gowen III and Tallon (2002).

Η συμβολή των ενεργειών ΣΑ και ΑΛ στην ανάκαμψη μπορεί να θεωρηθεί δεδομένη, ιδιαίτερα όταν ληφθεί υπόψη ότι η παρακμή επέρχεται ως αποτέλεσμα ακατάλληλου συνδυασμού των εταιρικών πόρων με το περιβάλλον. Εξορισμού και υπό ομαλές συνθήκες, η στρατηγική της εταιρίας στοχεύει στην επίτευξη του κατάλληλου συνδυασμού μακροχρονίως και τα αποτελέσματά της εντοπίζονται, κατά κανόνα, στο μακροχρόνιο ορίζοντα. Πρέπει, ωστόσο, να ληφθεί υπόψη ότι, συνήθως, οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή δε διαθέτουν ούτε τους απαιτούμενους πόρους ούτε τον απαιτούμενο χρόνο για το σχεδιασμό και την εφαρμογή ενεργειών μακροχρόνιου χαρακτήρα. Κατά συνέπεια, η δεδομένη συμβολή των ΣΑ και ΑΛ στην ανάκαμψη πρέπει να εξετάζεται σε ειδικό χρονικό πλαίσιο και, πιο συγκεκριμένα, όταν η εταιρία που βρίσκεται σε παρακμή αποκτά τη δυνατότητα να εφαρμόσει, έστω και σε περιορισμένο βαθμό, ανάλογες ενέργειες. Η παραπάνω άποψη τυγχάνει αυξανόμενης αποδοχής, ιδιαίτερα στη σύγχρονη εποχή, σε σημείο που να υποστηρίζεται ότι, όπου απαιτείται, οι «στρατηγικές» ενέργειες εφαρμόζονται σε μεταγενέστερο στάδιο της διαδικασίας ανάκαμψης, αφού απομακρυνθεί η πιθανή απειλή προς την επιβίωση. Στο εν λόγω διαδικαστικό ζήτημα θα επανέλθουμε αναλυτικότερα στο έκτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας.

5.7 Ο ρόλος της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης στην ανάκαμψη

5.7.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση[37] (ΧΑ) συνιστά ζήτημα άρρηκτα συνδεδεμένο με τους μετόχους και τους πιστωτές της εταιρίας. Κρίνεται, λοιπόν, σκόπιμο να τονιστεί ότι η μελέτη της παρούσας ενότητας πρέπει να πραγματοποιηθεί σε συνδυασμό με τη μελέτη των ενοτήτων 4.5 (πιστωτές) και 4.6.2 (μέτοχοι). Στην παρούσα ενότητα θα επαναλάβουμε μόνο όσα στοιχεία απαιτούνται για την πληρέστερη παρουσίαση του θέματος. Είναι γνωστό ότι οι επενδύσεις της εταιρίας σχετίζονται με τις πηγές χρηματοδότησης. Αυτό, κατά τον Ang (1991), καθιστά τη ΧΑ σχετική με την περιουσιακή αναδιάρθρωση και, πιο συγκεκριμένα, την περιστολή περιουσιακών στοιχείων και την πραγματοποίηση επενδύσεων, όπως οι εξαγορές. Όσον αφορά στις εμπειρικές έρευνες μεγάλου δείγματος, η ανάλυση επικεντρώνεται στις μεταβολές που επέρχονται στο μίγμα χρηματοδότησης μετά τη ΧΑ. Επίσης, πραγματοποιούνται αναφορές σε έρευνες που εξετάζουν την επιρροή της ΧΑ στην απόδοση των μετοχών και των ομολόγων. Πρέπει να σημειωθεί ότι, όπως και στην περίπτωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, η έρευνα της σχέσης της ΧΑ με τη λογιστική επίδοση και την πιθανότητα ανάκαμψης δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη. Αυτό οφείλεται στον «ειδικό» χαρακτήρα που έχουν οι ενέργειες ΧΑ καθώς εξαρτώνται, σε κάποιο βαθμό, από το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο και εφαρμόζονται όταν η παρακμή είναι ιδιαίτερα οξεία με συνέπεια να διακυβεύεται το δικαίωμα της εταιρίας να διαχειρίζεται τα περιουσιακά στοιχεία της. Τέλος, λόγω του ρόλου που διαδραματίζει το νομικό πλαίσιο στη ΧΑ, θα αναφερθούμε, όπου κρίνεται σκόπιμο, με συντομία στο σχετικό πλαίσιο της Ελλάδας.

[37] Στην Αγγλική financial restructuring.

5.7.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Η ΧΑ είναι η διαδικασία ανακατανομής των δικαιωμάτων, της ισχύος και των υποχρεώσεων των χρηματοδοτικών πηγών εξαιτίας ή εν αναμονή της εταιρικής αποτυχίας[38] (Nichols: 1935). Όπως αναφέρθηκε στο τέταρτο κεφάλαιο (στα περί μετόχων και πιστωτών), κάθε πηγή χρηματοδότησης έχει διαφορετικά δικαιώματα, ισχύ και υποχρεώσεις. Κατά συνέπεια, οι ενέργειες που μεταβάλλουν τα εν λόγω στοιχεία εμπίπτουν στην έννοια της ΧΑ και διακρίνονται σε: α) ενέργειες που αφορούν μεμονωμένα στο χρέος, όπως η υποκατάσταση ενός «τύπου» με άλλο (πχ βραχυχρόνιο με μακροχρόνιο), η διαγραφή, η αύξηση, η επέκταση της λήξης, η παροχή πρόσθετων εγγυήσεων και ο προβιβασμός της προτεραιότητας ικανοποίησης, β) ενέργειες που αφορούν μεμονωμένα στο μετοχικό κεφάλαιο όπως η αντικατάσταση ενός «τύπου» μέτοχων με άλλο (πχ προνομιούχες με κοινές), η αύξηση, η επαναγορά και η μείωση ή παύση μερισμάτων και γ) σε ενέργειες που αφορούν ταυτόχρονα στο χρέος και το μετοχικό κεφάλαιο όπως η ανταλλαγή χρέους με μετοχές ή το αντίστροφο (Dewing: 1911, Daggett: 1918, Thain and Goldthorpe: 1989a, John et al.: 1992, James: 1996, Sudarsanam and Lai: 2001). Για λόγους που αναφέρονται στη συνέχεια της ανάλυσης, η ΧΑ μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε εντός είτε εκτός δικαστηρίου.

Η αιτιολόγηση της ΧΑ ως ενέργεια ανάκαμψης στηρίζεται σε δύο επιχειρήματα. Το πρώτο από αυτά εστιάζει στο γεγονός ότι, ενώ όλοι οι φορείς χρηματοδότησης αξιώνουν αμοιβή για τα κεφάλαια που παρέχουν, η καταβολή αμοιβής σε κάποιους φορείς (πχ δανειακά κεφάλαια) συνιστά νομική δέσμευση της εταιρίας και επιβαρύνει τα αποτελέσματά της. Κατά συνέπεια, τέτοιες αμοιβές συνιστούν κόστος και η περιστολή τους αυξάνει την αποδοτικότητα της εταιρίας[39] σύμφωνα με τη συλλογιστική που αναπτύχθηκε στην ενότητα για την περιστολή κόστους. Το δεύτερο επιχείρημα αφορά στη διατήρηση ελέγχου των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Όπως αναφέρθηκε στα περί σοβαρότητας της κατάστασης

[38] Στην παρούσα θέση ο όρος «αποτυχία» χρησιμοποιείται με την έννοια της αδυναμίας ανταπόκρισης στις υποχρεώσεις.

[39] Διευκρινίζεται ότι η αμοιβή των χρηματοδοτικών πηγών δεν επηρεάζει τη λειτουργική κερδοφορία της εταιρίας που είναι ανεξάρτητη από το μίγμα χρηματοδότησης. Ωστόσο, τα κέρδη που μπορούν να επενδυθούν ή να διανεμηθούν στους μετόχους προκύπτουν μετά την αφαίρεση της υποχρεωτικής αμοιβής προς τις πηγές χρηματοδότησης που την αξιώνουν.

(βλ. ενότητα 4.4), όταν η παρακμή οξύνεται σε σημείο που καθιστά την εταιρία αδύναμη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, οι πιστωτές αποκτούν το δικαίωμα νομικής δράσης για την υπεράσπιση των συμφερόντων τους. Ανάλογα με το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο, η νομική δράση μπορεί να συνεπάγεται ακόμα και αφαίρεση του δικαιώματος διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων από την εταιρία. Για να αποτραπεί κάτι τέτοιο, οι εταιρίες μπορούν να διαπραγματευτούν εκ νέου τη μείωση των αξιώσεων των μετόχων και, κυριότερα, των πιστωτών (Daggett: 1918, Nichols: 1935, Lawrence: 2003). Συνεπώς, η ΧΑ στοχεύει, επίσης, στην αποτροπή της ανάληψης νομικής δράσης που μπορεί να στερήσει από την εταιρία το δικαίωμα διαχείρισης της περιουσίας. Όπως προαναφέρθηκε, η ΧΑ μπορεί να λάβει χώρα είτε εντός είτε εκτός δικαστηρίου. Στην Ελλάδα, η εντός δικαστηρίου διαδικασία για την επίτευξη συμφωνίας μεταξύ εταιρίας-πιστωτών καλείται «συνδιαλλαγή» και περιγράφεται στο Έκτο Κεφάλαιο (άρ.99-106) του Πτωχευτικού Κώδικα (νόμος 3588/2007). Επιγραμματικά, τα βασικότερα σημεία του Έκτου Κεφαλαίου είναι τα εξής:

Α) Υπαγωγή. Οποιαδήποτε εταιρία που αποδεικνύει οικονομική αδυναμία, παρούσα ή προβλέψιμη και δε βρίσκεται σε μόνιμη και καθολική αδυναμία ικανοποίησης των υποχρεώσεών της (άρ.99).

Β) Προϋποθέσεις. Συναίνεση των πιστωτών που εκπροσωπούν τουλάχιστον το 50% της αξίας των υποχρεώσεων. Επέρχεται δια μέσου του μεσολαβητή. Δυνατότητα συναίνεσης των φορέων του Δημοσίου (άρ.99, 101, 102).

Γ) Μη έγκριση. Όταν: α) η εταιρία έχει περιέλθει σε μόνιμη και καθολική αδυναμία ικανοποίησης των υποχρεώσεών της, β) αμφισβητείται η επιβίωση της εταιρίας, γ) θίγονται τα συμφέροντα των πιστωτών που διαφωνούν, δ) η ολοκλήρωση της συνδιαλλαγής προβλέπεται να διαρκέσει περισσότερο από 2 έτη (άρ.103). Το εν λόγω χρονικό διάστημα αυξήθηκε κατά 2 έτη σύμφωνα με την ΠΟΛ 1115/15-07-2010 του Υπουργείου Οικονομικών.

Δ) Αποτελέσματα. Αναστέλλονται τα ατομικά μέτρα κατά της εταιρίας που αφορούν σε απαιτήσεις πριν τη συμφωνία. Αίρεται η απαγόρευση έκδοσης επιταγών. Αναστέλλονται όλα τα μέτρα συλλογικής αναγκαστικής εκτέλεσης (και η πτώχευση) για 6 μήνες. Η συμφωνία δε δεσμεύει του πιστωτές που διαφωνούν. Με εξαίρεση τους μετόχους, η συνεισφορά πίστωσης, χρήματος, αγαθού ή υπηρεσίας, μετά τη συμφωνία, συνεπάγεται απόκτηση προτεραιότητας ικανοποίησης μετά τους ενέγγυους πιστωτές. Σε περίπτωση λύσης εξαιτίας υπαγωγής της εταιρίας σε

διαδικασία πτώχευσης ή αναδιοργάνωσης, οι πιστωτές που συμμετέχουν ανακτούν τις προ-συμφωνίας απαιτήσεις τους μειωμένες κατά το ποσό που έλαβαν όσο διήρκησε η διαδικασία (άρ.104, 105).

Ε) Λύση της συμφωνίας. Μετά από παραβίαση των όρων. Μετά από αίτηση διαφωνούντος πιστωτή αν διακυβεύεται η μελλοντική ικανοποίησή του. Μετά τη λήξη της. Μετά από υπαγωγή της εταιρίας σε διαδικασία ειδικής εκκαθάρισης, πτώχευσης ή αναδιοργάνωσης (άρ.105).

Το βασικότερο πλεονέκτημα της ΧΑ αφορά στον παράγοντα «χρόνο» και τη διατήρηση της εξουσίας της εταιρίας επί των περιουσιακών στοιχείων. Αρχικά, η μείωση των πάγιων πληρωμών που επιτυγχάνεται με τη ΧΑ μειώνει την πίεση για επίτευξη ρευστότητας. Όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 5.4.2.1), οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή δε διαθέτουν, συνήθως, ρευστότητα και αδυνατούν να αντλήσουν κεφάλαια. Κατά συνέπεια, η ανάγκη ικανοποίησης των υποχρεώσεων καλύπτεται από την άντληση κεφαλαίων «εκ των έσω», μέσω της ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων. Τέτοιου είδους ενέργειες είναι, σε κάποιες περιπτώσεις, ασύμφορες και θέτουν σε κίνδυνο τις μακροχρόνιες προοπτικές επιβίωσης της εταιρίας (βλ. ανάλυση για την περιστολή κόστους και περιουσιακών στοιχείων στην παράγραφο 5.4.2). Η χρηματοοικονομική «ανακούφιση» (Daggett: 1918) που προσφέρει η ΧΑ μειώνει τη πιθανότητα υπονόμευσης της αποδοτικότητας που μπορεί να επέλθει από την αλόγιστη μείωση των περιουσιακών στοιχειών και εξασφαλίζει, σε κάποιο βαθμό, τη διατήρηση του ελέγχου επί των περιουσιακών στοιχείων συμβάλλοντας στην προστασία της εταιρίας από απόπειρες επιθετικής εξαγοράς. Επιπρόσθετα, η απαιτούμενη συμφωνία των πιστωτών για την επίτευξη ΧΑ αποκλείει εξορισμού την ανάληψη νομικής δράσης εναντίον της εταιρίας. Κατά συνέπεια, «αγοράζει» χρόνο για την πραγματοποίηση άλλων ενεργειών ανάκαμψης (Thain and Goldthorpe: 1989a, Lawrence: 2003). Κατά τον Giammarino (1989), η πρόθεση των πιστωτών για ανάληψη νομικής δράσης αντιμετωπίζεται αποτελεσματικότερα με την εκτός δικαστηρίου ΧΑ διότι τα κόστη των δικαστικών διαδικασιών[40], ο απαιτούμενος χρόνος ολοκλήρωσής τους και η διαχείριση, ανάλογα με το νομικό πλαίσιο, της εταιρικής περιουσίας από δικαστικούς λειτουργούς συντελούν στη μείωση της εταιρικής αξίας κατά ποσό που, συνήθως, υπερβαίνει τη

[40] Σύμφωνα με την ανασκόπηση που παραθέτει ο Wruck (1990), τα κόστη της εξωδικαστικής αναδιοργάνωσης είναι σχεδόν δέκα φορές μικρότερα σε σχέση με τα κόστη της εντός δικαστηρίου αναδιοργάνωσης.

μείωση (σε αξία) που πρέπει να υποστούν οι αξιώσεις των πιστωτών. Συνεπώς, οι πιστωτές έχουν κίνητρο να προτιμήσουν την εξωδικαστική ΧΑ και αυτό συνιστά ισχυρό επιχείρημα για την εταιρία[41].Ένα ακόμη πλεονέκτημα της ΧΑ αφορά στην αφύπνιση της διοίκησης για την αλλαγή στρατηγικής. Ο Wruck (1990) υποστηρίζει ότι χωρίς την «έξωθεν παρέμβαση» τα διοικητικά στελέχη αποτυγχάνουν να μεταβάλουν τη στρατηγική ή παραβλέπουν το γεγονός ότι η στρατηγική της εταιρίας είναι λανθασμένη. Εφόσον η ΧΑ σχετίζεται με τη μεταβολή των χρηματοδοτικών πηγών και, πιθανώς, του ιδιοκτησιακού σχήματος, μεταβάλει, επίσης, την πιθανότητα παραμονής ή απομάκρυνσης των υφιστάμενων διοικητικών στελεχών. Για παράδειγμα, σε μια ανταλλαγή χρέους με κοινές μετοχές (μετοχοποίηση χρέους) οι πρώην πιστωτές καθίστανται μέτοχοι με δικαίωμα συμμετοχής στην απόφαση για τη διοικητική ομάδα επηρεάζοντας, σε κάποιο βαθμό, το μέλλον της υφιστάμενης διοίκησης. Δεν αποκλείεται, επίσης, κάποιοι πιστωτές να θέσουν (έστω και άτυπα) την απομάκρυνση της υφιστάμενης διοίκησης ως προαπαιτούμενο της συμφωνίας τους για ΧΑ.

Τα επιχειρήματα κατά της ΧΑ, όπως στην περίπτωση άλλων ενεργειών ανάκαμψης, επικεντρώνονται στην εφικτότητα και την αποτελεσματικότητα. Η ΧΑ δεν αποτελεί προϊόν αποκλειστικά των προθέσεων και των αποφάσεων της εταιρίας. Αντιθέτως, η εφαρμογή της προϋποθέτει τη συμφωνία των πιστωτών (Muller: 1985, James: 1996). Η διαπραγμάτευση με τους πιστωτές είναι περίπλοκη διαδικασία με αμφισβητούμενη έκβαση διότι η στάση τους διαμορφώνεται βάσει διάφορων παραγόντων[42]. Συνοπτικά, οι σημαντικότεροι εξ αυτών είναι η εκτίμηση των πιστωτών για την εταιρική αξία υπό ΧΑ ή πτώχευση (Giammarino: 1989, James: 1996) και η πρόθεση ή δυνατότητά τους να προβάλουν αντίσταση στη ΧΑ με στόχο την αποκομιδή μεγαλύτερου ίδιου οφέλους (Dewing: 1918). Η υποκειμενικότητα που, εξορισμού, διέπει τον υπολογισμό της εταιρικής αξίας (Nichols: 1935, Hubbard and Stephenson: 1997), το ενδεχόμενο διαφωνίας για τη διανομή της εταιρικής αξίας (Wruck: 1990) και ο απαιτούμενος χρόνος για την επίτευξη της εταιρικής ανάκαμψης περιορίζουν τη πιθανότητα πρόκρισης της ΧΑ έναντι των υπόλοιπων διαθέσιμων επιλογών[43]. Επίσης, σημειώνεται ότι κάποιες ενέργειες ΧΑ, όπως η παροχή

[41] Εκτενέστερη αναφορά στη στάση των πιστωτών έχει πραγματοποιηθεί στο τέταρτο κεφάλαιο.
[42] Η στάση των πιστωτών έχει αναλυθεί εκτενώς στο τέταρτο κεφάλαιο.
[43] Για παράδειγμα, ο υπολογισμός της ταμειακής ροής από τη ρευστοποίηση μίας εταιρίας είναι αντικειμενικότερος διότι ταυτίζεται με την τιμή πώλησης που μπορεί να επιτευχθεί. Επίσης, η

πρόσθετων εγγυήσεων (υποθηκών) στους πιστωτές, προϋποθέτουν την ύπαρξη ανυπόθηκων («ελεύθερων») περιουσιακών στοιχείων που δε μπορεί να θεωρηθεί δεδομένη για τις εταιρίες που εφαρμόζουν ΧΑ. Όσον αφορά στην αποτελεσματικότητα, το επιχείρημα κατά της ΧΑ εντοπίζεται στον προσωρινό χαρακτήρα των αποτελεσμάτων της. Πιο συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι η πραγματική πρόκληση της αναδιάρθρωσης δεν είναι η παροχή χρηματοοικονομικής «ανακούφισης» αλλά η σταθεροποίηση της κατάστασης μακροχρόνια. Επιπρόσθετα, η προσωρινή αντιμετώπιση της απειλής ίσως οδηγήσει σε εφησυχασμό της διοίκησης για τις μελλοντικές απειλές. Οι Thain and Goldthorpe (1989a) αναφέρουν, βάσει ανασκόπησης 27 εταιρικών ανακάμψεων στον Καναδά την περίοδο 1975-1989, ότι η ΧΑ είναι αναγκαία μόνο όταν η εταιρία βρίσκεται σε ιδιαίτερα δεινή κατάσταση. Κατά τον Daggett (1918), η ΧΑ είναι ιδιαίτερα δαπανηρή για να αιτιολογείται μόνο από τη χρηματοοικονομική «ανακούφιση». Ο Muller (1985) υποστηρίζει ότι, για να επιβιώσει μία εταιρία, απαιτείται η ύπαρξη σχετικών προοπτικών που δεν εξαρτώνται από τη ΧΑ. Η ΧΑ συνιστά απλώς μία «ενδιάμεση» ενέργεια. Στην περίπτωση του ομίλου Leather Corporation (ΗΠΑ) οι τρεις διαδοχικές προσπάθειες ΧΑ που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1899-1903 απέτυχαν και, τελικά, ο όμιλος εξαγοράστηκε το 1904 (Dewing: 1911). Από τις 21 ΧΑ σιδηροδρομικών εταιριών που επιχειρήθηκαν στις ΗΠΑ, την περίοδο 1907-1917, μόνο οι 10 ολοκληρώθηκαν με επιτυχία την περίοδο 1915-1917 (Daggett: 1918). Η έρευνα των Thain and Goldthorpe (1989a) που προαναφέρθηκε συμπεραίνει ότι, στο σύνολο των περιπτώσεων, η ΧΑ δεν αποτέλεσε τη μοναδική ενέργεια ανάκαμψης. Τέλος, σύμφωνα με τον Dewing (1918), όταν η ΧΑ πραγματοποιείται εντός δικαστηρίου, μπορεί να οδηγήσει σε καταστροφή της εταιρικής αξίας που οφείλεται στην απώλεια «φήμης και πελατείας» (goodwill). Για παράδειγμα, η γνωστοποίηση των προβλημάτων της εταιρίας μπορεί να πλήξει την αξιοπιστία της και να αποτρέψει την πραγματοποίηση ενεργειών που θα συνέβαλαν στην ανάκαμψή της, όπως η συμφωνία με ένα σημαντικό πελάτη ή προμηθευτή που θα οδηγούσε, αντίστοιχα, σε σημαντική ενίσχυση των εσόδων ή μείωση του κόστους.

πιθανότητα πραγματοποίησης της ταμειακή ροής είναι μεγαλύτερη λόγω της περιορισμένης αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει την εν λόγω συναλλαγή.

5.7.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Οι ***Dann and DeAngelo (1988)*** εξετάζουν 31 εισηγμένες εταιρίες που προέβησαν σε αμυντική αναδιάρθρωση (εξαγορά, αποεπένδυση και έκδοση και επαναγορά μετοχών) για την αποτροπή επιθετικής εξαγοράς την περίοδο 1962-1983 στις ΗΠΑ. Η αγοραία επίδοση υπολογίζεται βάσει των μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns) για την ημέρα της ανακοίνωσης και την αμέσως προηγούμενη εργάσιμη ημέρα. Η έρευνα συμπεραίνει ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις (74%), η ανακοίνωση συνεπάγεται ζημίες -2,33% κατά μέσο όρο (-2,73% κατά διάμεσο) για τους μετόχους.

Οι ***John et al. (1992)*** εξετάζουν 46 εταιρίες (ενεργητικό > $1 δις) που ανέκαμψαν στις ΗΠΑ την περίοδο 1980-1987. Μία εταιρία θεωρείται ότι έχει ανακάμψει όταν επιτύχει 3 διαδοχικά έτη κερδών προς διανομή (earnings) μετά από 1 έτος ζημιών. Η αναδιάρθρωση περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, την περιστολή μερισμάτων και τη μείωση χρέους. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η μεταβολή της μερισματικής πολιτικής με στόχο τη μείωση μερισμάτων και η επαναγορά μετοχών συνδέονται θετικά με την ανάκαμψη.

Ο ***James (1996)*** εξετάζει 68 περιπτώσεις ΧΑ και ανταλλαγής τίτλων (exchange offer) που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ την περίοδο 1980-1990. Η ανταλλαγή τίτλων πραγματοποιείται σε συνδυασμό με την αναδιάρθρωση του τραπεζικού χρέους μέσω: α) μείωσης του αρχικού κεφαλαίου του δανείου, β) παροχής πρόσθετων υποθηκών ή προβιβασμού της προτεραιότητας ικανοποίησης, γ) επέκτασης της λήξης και δ) παροχής επιπλέον πίστωσης. Η έρευνα συμπεραίνει ότι: α) η ανταλλαγή τίτλων ολοκληρώνεται επιτυχώς στο 25% των περιπτώσεων, β) η μέση μείωση του δημόσια διαπραγματεύσιμου χρέους ισούται με 18% όταν προσφέρεται νέο χρέος με προτεραιότητα (senior debt) και 59% όταν δεν προσφέρεται νέο χρέος με προτεραιότητα και γ) η μείωση του τραπεζικού χρέους ισούται με 53%.

Οι ***Filatochev and Toms (2000)*** εξετάζουν 34 εταιρίες του κλάδου βάμβακα που βρέθηκαν σε παρακμή και είτε επιβιώσαν (7 εταιρίες) είτε εξαγοράστηκαν ή ρευστοποιήθηκαν (27 εταιρίες) την περίοδο 1950-1965 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η έρευνα συμπεραίνει ότι οι εταιρίες που επιβίωσαν εφάρμοσαν ΧΑ που περιλάμβανε

την έκδοση μετοχών προς θεσμικούς επενδυτές και την αύξηση της χρηματοδότησης με χρέος.

Οι ***Sudarsanam and Lai (2001)*** εξετάζουν 166 εισηγμένες εταιρίες που βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και είτε ανέκαμψαν (97 εταιρίες) είτε όχι (69 εταιρίες) την περίοδο 1985-1993 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Μία εταιρία θεωρείται ότι βρίσκεται σε παρακμή όταν, μετά από 2 διαδοχικά έτη με θετικό z-score του Taffler[44], υπόκειται σε αρνητικό z-score για ένα έτος. Μία εταιρία θεωρείται ότι ανακάμπτει όταν, μετά την παρακμή, επιτυγχάνει, για 2 διαδοχικά έτη, θετικό z-score. Η ΧΑ περιλαμβάνει την παύση ή μείωση μερισμάτων και την έκδοση μετοχών έναντι μετρητών. Η αναδιάρθρωση χρέους περιλαμβάνει την έκδοση νέου χρέους, την αναχρηματοδότηση με επέκταση της λήξης του χρέους, τη μετοχοποίηση χρέους και τη διαγραφή χρέους. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η αναλογία των εταιριών που εφάρμοσαν αναδιάρθρωση χρέους και δεν ανέκαμψαν είναι μεγαλύτερη από την αναλογία των εταιριών που εφάρμοσαν αναδιάρθρωση χρέους και ανέκαμψαν. Η διαφορά της αναλογίας είναι οριακά σημαντική στο έτος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και σημαντική στα δύο επόμενα έτη. Το ίδιο ισχύει για την αναλογία των εταιριών που προέβησαν σε μείωση ή παύση μερισμάτων. Η διαφορά των αναλογιών αναφορικά με την έκδοση μετοχών με μετρητά είναι μη σημαντική στα 3 έτη. Βάσει της συχνότητας εμφάνισης των ενεργειών αναδιάρθρωσης, συμπεραίνεται ότι για τις εταιρίες που ανέκαμψαν: α) η παύση ή μείωση των μερισμάτων είναι η $5^{η}$ ενέργεια στα 3 έτη ανάλυσης, β) η έκδοση μετοχών είναι η $7^{η}$ ενέργεια στα 3 έτη ανάλυσης και γ) η αναδιάρθρωση χρέους είναι η $8^{η}$ ενέργεια στα 3 έτη ανάλυσης. Για τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν: α) η παύση ή μείωση των μερισμάτων είναι η $5^{η}$ ενέργεια στο έτος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και η $1^{η}$ στα 2 επόμενα έτη, β) η έκδοση μετοχών είναι η $7^{η}$ ενέργεια στα 3 έτη ανάλυσης με εξαίρεση το $2^{ο}$ έτος μετά τη χρηματοοικονομική δυσπραγία όπου είναι η $8^{η}$ και γ) η αναδιάρθρωση χρέους είναι η $8^{η}$ ενέργεια σε όλα τα έτη ανάλυσης με εξαίρεση το $2^{ο}$ έτος μετά τη χρηματοοικονομική δυσπραγία όπου είναι η $7^{η}$. Επίσης, συμπεραίνεται ότι η επίδοση και η πιθανότητα ανάκαμψης συνδέονται: α) θετικά, αλλά σε οριακό επίπεδο σημαντικότητας, με την παύση ή μείωση των μερισμάτων, β) μη σημαντικά με την έκδοση μετοχών και γ) σημαντικά και αρνητικά με την αναδιάρθρωση χρέους.

[44] Βλ. ανάλογη υποσημείωση για την έρευνα των Sudarsanam and Lai (2001) στην ενότητα 5.5.3.

5.7.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Η ΧΑ συνιστά μία ενέργεια ανάκαμψης που αναφέρεται στις περιπτώσεις οξείας παρακμής όταν, δηλαδή, τίθεται σε κίνδυνο η διατήρηση του ελέγχου των περιουσιακών στοιχείων εξαιτίας της πιθανής νομικής δράσης εκ μέρους των πιστωτών. Τα δύο σημαντικότερα πλεονεκτήματα της εν λόγω ενέργειας αφορούν στη διατήρηση του ελέγχου των περιουσιακών στοιχείων (τουλάχιστον προσωρινά) και την εξοικονόμηση χρόνου για το σχεδιασμό των υπόλοιπων ενεργειών ανάκαμψης. Παρά την αναγκαιότητά της για τις εταιρίες που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο νομικής δράσης, η ΧΑ συνιστά, ίσως, τη πιο δύσκολα εφαρμόσιμη ενέργεια διότι εξαρτάται, σε μεγάλο βαθμό, από τη βούληση παραγόντων που δεν ελέγχονται από την εταιρία. Οι επιδιώξεις των πιστωτών και των μετόχων και οι διαδικασίες που προβλέπονται από το εκάστοτε νομικό πλαίσιο, όταν η ΧΑ επιχειρείται εντός δικαστηρίου, δύνανται να καθυστερήσουν την ολοκλήρωσή της διαβρώνοντας την εταιρική αξία. Στην Ελλάδα, η νομική απαίτηση για συμφωνία του μεγαλύτερου (σε αξία) μέρους των πιστωτών, η διατήρηση στο ακέραιο των απαιτήσεων των διαφωνούντων πιστωτών και η δυνατότητά τους να διακόψουν τη σχετική διαδικασία, καθιστά αμφίβολο το αν η ΧΑ μπορεί να επιτευχθεί με σχετική ευχέρεια και αν συνιστά κάτι παραπάνω από «παράταση ζωής» για την εταιρία.

Δεδομένου ότι η ΧΑ περιλαμβάνει ενέργειες με εκ διαμέτρου αντίθετα χαρακτηριστικά, όπως η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έναντι της μείωσης του χρέους, τα ευρήματα των εμπειρικών ερευνών διαφέρουν ανάλογα με το πώς ορίζεται η εν λόγω ενέργεια. Ευρήματα που αναφέρονται σε προγενέστερες χρονικές περιόδους, όπως στην έρευνα των Filatochev and Toms (2000), υποδεικνύουν συμβολή της ΧΑ στην εταιρική ανάκαμψη. Ωστόσο, τα αποτελέσματα που βασίζονται σε πιο πρόσφατα δεδομένα από διαφορετικές χώρες είναι αντικρουόμενα. Για παράδειγμα, οι John et al. (1992) υποστηρίζουν τη συνεισφορά της ΧΑ στις ΗΠΑ ενώ οι Sudarsanam and Lai (2001) συμπεραίνουν ότι, στο Ηνωμένο Βασίλειο, η εν λόγω συνεισφορά είναι είτε μη σημαντική είτε ακόμα και αρνητική.

Η διερεύνηση της αποτελεσματικότητας της ΧΑ πρέπει να ενσωματώνει τις ιδιαιτερότητες του ζητήματος. Δεδομένου ότι η ΧΑ δε σχετίζεται με τη βελτίωση της λειτουργικής επίδοσης, η προσπάθεια σύνδεσής της με την ανάκαμψη που,

εξορισμού, συνιστά βελτίωση της λειτουργικής επίδοσης δεν αιτιολογείται πλήρως. Πιο αναλυτικά, αν η εξάλειψη ή η μείωση του χρηματοοικονομικού κόστους εξασφαλίζει την επιβίωση της εταιρίας, η διερεύνηση της σχέσης ΧΑ-ανάκαμψης είναι αιτιολογημένη. Όταν, όμως, το παραπάνω ενδεχόμενο αποκλείεται, η αποτελεσματικότητα της ΧΑ πρέπει να εξετάζεται σε αντιπαραβολή με το στόχο της, δηλαδή την εξασφάλιση της εταιρικής κυριαρχίας επί των περιουσιακών στοιχείων. Ολοκληρώνοντας, υπενθυμίζεται ότι η παρούσα ανάλυση εστιάζει, κυρίως, στην παρακμή που δε συνοδεύεται από άμεσο κίνδυνο νομικής δράσης εναντίον της εταιρίας. Κατά συνέπεια, το ζήτημα της ΧΑ είναι περιορισμένης σημασίας, τουλάχιστον για τους σκοπούς της παρούσας έρευνας.

5.8 Ο ειδικός ρόλος της εταιρικής πτώχευσης στην ανάκαμψη

5.8.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η εταιρική πτώχευση (ΕΠ) συνιστά αμιγώς νομικό γεγονός και καθορίζει το «πώς» ή το «πού» θα επιχειρηθεί η ανάκαμψη και, πιο συγκεκριμένα, το αν η ανάκαμψη θα επιχειρηθεί μέσω δικαστικής ή μη διαδικασίας. Κατά συνέπεια, η εξέτασή της θα μπορούσε να ενταχθεί στα πλαίσια της ανάλυσης που αφορά στη Διαδικασία (στο επόμενο κεφάλαιο). Το γεγονός ότι η ΕΠ καθορίζεται από το εκάστοτε νομικό πλαίσιο, συνηγορεί στην εξέταση του ζητήματος στα πλαίσια της ανάλυσης του Πλαισίου και, πιο συγκεκριμένα, του ρόλου της Πολιτείας (ενότητα 4.9). Υπάρχουν, επίσης, πρόσθετοι λόγοι για τους οποίους η ΕΠ θα μπορούσε να μη θεωρηθεί ενέργεια ανάκαμψης. Αρχικά, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες ενέργειες, η επιλογή και εφαρμογή της δεν προκύπτουν αποκλειστικά από αποφάσεις της εταιρίας. Αναλόγως του νομικού πλαισίου, η ΕΠ μπορεί να προκύψει από την απόφαση κάποιων συμμέτοχων πλην των μετόχων ή της διοίκησης και να ολοκληρωθεί με ενέργειες άλλων εμπλεκομένων πλην της εταιρίας. Επιπρόσθετα, η ΕΠ δε στοχεύει πάντα στην επιβίωση ή ανάκαμψη της εταιρίας. Αντιθέτως, όπως θα αναφερθεί στο θεωρητικό τμήμα της ενότητας, υπάρχουν περιπτώσεις (χώρες) όπου ο αποκλειστικός στόχος της είναι η ρευστοποίηση της εταιρίας (τερματισμός της λειτουργίας της) και, ακολούθως, η ικανοποίηση των πιστωτών. Ωστόσο, κρίθηκε σκόπιμο να εξεταστεί

στην παρούσα θέση λόγω: α) των επιπτώσεων που μπορεί να έχει στο Περιεχόμενο της ανάκαμψης, δηλαδή στις ενέργειες που εφαρμόζονται, β) της άμεσης σχέσης της με τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση που συνιστά («ειδική») ενέργεια ανάκαμψης και γ) της πρόβλεψης, στις περισσότερες περιπτώσεις (χώρες), για προσπάθεια ανάκαμψης στα πλαίσια των σχετικών διαδικασιών. Πρέπει, επίσης, να σημειωθεί ότι οι εμπειρικές έρευνες για την αποτελεσματικότητα της ΕΠ, ως ενέργεια ανάκαμψης, είναι, ουσιαστικά, ανύπαρκτες εξαιτίας της έλλειψης αιτιολόγησης για την εξέταση της σχέσης ΕΠ-επίδοσης (ή πιθανότητας ανάκαμψης) που απορρέει από τη μη θεώρηση της ΕΠ ως ενέργεια ανάκαμψης. Οι σχετικές με την ΕΠ εμπειρικές έρευνες εστιάζουν στην επίπτωσή της στις αποδόσεις των μετοχών και στην αποτελεσματικότητά της ως διαδικασία. Δεδομένου ότι τέτοιου είδους έρευνες, παρά την προφανή σημασία τους, δεν εξυπηρετούν τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης, η σχετική αναφορά μας είναι απλώς ενδεικτική. Σημειώνεται ότι η σχέση της ΕΠ με το νομικό πλαίσιο καθιστά αναγκαίες κάποιες αναφορές στον Πτωχευτικό Κώδικα της Ελλάδας (νόμος 3588/2007), παρά το γεγονός ότι η παρούσα ανάλυση δεν είναι νομικής φύσης. Ολοκληρώνοντας, πρέπει να σημειωθεί ότι η άμεση σύνδεση του ζητήματος με τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση, άρα με τους πιστωτές και τους μετόχους, καθιστά αναγκαία την επανάληψη κάποιων αναφορών από τις αντίστοιχες ενότητες (4.5 και 4.6.2).

5.8.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΙΔΙΚΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Κατά τον D' Aveni (1989), υπάρχουν τρεις εξηγήσεις για την ΕΠ. Η πρώτη παρέχεται από το υπόδειγμα κινδύνου αθέτησης (risk of default) και υποδεικνύει ότι η ΕΠ επέρχεται όταν η εταιρία αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Η δεύτερη εξήγηση προκύπτει από την έλλειψη οργανωσιακής νομιμότητας (lack of organizational legitimacy) σύμφωνα με την οποία η ΕΠ οφείλεται στη διακοπή παροχής εισροών προς την εταιρία εκ μέρους του δικτύου της (συμμέτοχών της), εξαιτίας της απώλειας εμπιστοσύνης του δικτύου προς την εταιρία. Η τρίτη εξήγηση αναφέρεται στην επιθυμία των πιστωτών να αντικαταστήσουν τη διοίκηση της εταιρίας.

Η ΕΠ συνιστά, εξορισμού, νομικό γεγονός και οι στόχοι της διαφέρουν ανάλογα με το εκάστοτε νομικό πλαίσιο. Γενικά, στοχεύει στην αποκατάσταση των πιστωτών, την προστασία του χρεώστη και την προαγωγή της γενικής ευμάρειας μέσω της διατήρησης του ενεργητικού (Moulton and Thomas: 1993). Σύμφωνα με τον Bebchuk (2000), οι δύο στόχοι της ΕΠ αφορούν στην εκ των προτέρων και την εκ των υστέρων αποδοτικότητα (ex ante και ex post efficiency, αντίστοιχα). Εκ των προτέρων αποδοτικότητα σημαίνει ότι η διανομή της εταιρικής αξίας που πραγματοποιείται πριν την πτωχευτική διαδικασία αποδεικνύεται δίκαιη μετά την πτωχευτική διαδικασία. Εκ των υστέρων αποδοτικότητα σημαίνει ότι η πτωχευτική διαδικασία συνεπάγεται την υψηλότερη δυνατή αξία ενεργητικού, το συντομότερο δυνατό χρόνο ολοκλήρωσης και τα χαμηλότερα δυνατά άμεσα και έμμεσα κόστη. Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούμε σε δύο «τύπους» ΕΠ που απαντώνται στη σχετική βιβλιογραφία. Ο πρώτος τύπος αναφέρεται στη «στρατηγική πτώχευση» (strategic bankruptcy). Αν και δεν υπάρχει γενικά αποδεκτός ορισμός, η πτώχευση θεωρείται στρατηγική όταν μέσω αυτής επιδιώκεται η επίλυση μεμονωμένων ζητημάτων (Moulton and Thomas: 1993). Κατά τους Moulton and Thomas (1993), η στρατηγική πτώχευση κηρύσσεται τόσο από την εταιρία, πχ με στόχο την προσβολή συμβάσεων εργασίας ή την αντιμετώπιση της αστική ευθύνης προϊόντων (product liability claim), όσο και από μεμονωμένους πιστωτές για την προστασία των ιδίων αξιώσεων. Πρέπει να σημειωθεί ότι ο χαρακτηρισμός «στρατηγική» δεν έχει νομική βάση και χρησιμοποιείται για να περιγράψει την πρόθεση της εταιρίας ή των πιστωτών. Ως εκ τούτου δεν επιφέρει καμία αλλαγή στη νομική διαδικασία που ακολουθείται. Εφόσον κηρύσσεται κατ' επιλογήν της εταιρίας ή των πιστωτών με συγκεκριμένο σκοπό, καλείται, επίσης, «εθελοντική» (voluntary) και «σκόπιμη» (intentional) πτώχευση (Moulton and Thomas: 1993). Η έλλειψη νομικής βάσης για τον όρο «στρατηγική» λειτούργησε αποτρεπτικά για την εκτενή ενασχόληση με το ζήτημα. Στις ΗΠΑ, η ενασχόληση περιορίστηκε περαιτέρω μετά την τροποποίηση του Πτωχευτικού Κώδικα, το 1984, που ενίσχυσε την προστασία των συμφερόντων των εργαζομένων και, συνεπώς, κατέστησε τις στρατηγικές πτωχεύσεις αμφιβόλου αποτελεσματικότητας (Moulton and Thomas: 1993). Στην Ελλάδα, ο Πτωχευτικός Κώδικας επιτρέπει ή, τουλάχιστον, δεν αποτρέπει την αίτηση πτώχευσης «στρατηγικού» χαρακτήρα αλλά μόνο εκ μέρους της εταιρίας: «σε πτώχευση κηρύσσεται ο οφειλέτης που αδυνατεί να εκπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες χρηματικές υποχρεώσεις του κατά τρόπο γενικό και μόνιμο… επαπειλούμενη αδυναμία

εκπλήρωσης αποτελεί λόγο κήρυξης της πτώχευσης, όταν την κήρυξή της ζητεί ο οφειλέτης» (άρ.3). Ο δεύτερος «τύπος» πτώχευσης αφορά στην «προπαρασκευασμένη πτώχευση» (prepackaged bankruptcy). Κατά τους Tashjian et al. (1996), η προπαρασκευασμένη πτώχευση είναι μία υβριδική μορφή αναδιοργάνωσης που συνδυάζει κάποια χαρακτηριστικά της εξωδικαστικής αναδιοργάνωσης και της αναδιοργάνωσης που πραγματοποιείται στα πλαίσια της πτωχευτικής διαδικασίας. Πιο απλά, πρόκειται για μία ειδική περίπτωση πτώχευσης όπου η εταιρία διαπραγματεύεται με τους συμμέτοχούς της (κυρίως τους πιστωτές) το σχέδιο αναδιοργάνωσης πριν την επίσημη αίτηση πτώχευσης (Daily: 1996). Το βασικότερο κίνητρο για την επιλογή προπαρασκευασμένης πτώχευσης αφορά στους υφιστάμενους μετόχους που κατέχουν «εκ των έσω» πληροφόρηση για τις προοπτικές της εταιρίας. Τέτοιου είδους πληροφόρηση δίνει το δικαίωμα στους υφιστάμενους μετόχους να προβούν, βάσει συμφωνίας πριν την αίτηση πτώχευσης, σε συμφέρουσα (για τους ίδιους) εξαγορά της εταιρίας σε βάρος των πιστωτών (Thorburn: 2000).

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να επισημανθούν ορισμένα σημεία του Πτωχευτικού Κώδικα της Ελλάδας που αφορούν στην αναδιοργάνωση (με στόχο την ανάκαμψη) στα πλαίσια της πτώχευσης. Αρχικά, η απόφαση για τη συνέχιση της λειτουργίας της εταιρίας ή τμημάτων της (βάσει σχεδίου αναδιοργάνωσης) ή εκμίσθωσή της σε τρίτους ή εκποίησή της ως σύνολο ή τμηματικά λαμβάνεται από τη συνέλευση πιστωτών με διπλή πλειοψηφία του συνόλου των πιστωτών και των απαιτήσεών τους ανεξάρτητα από το πόσοι πιστωτές είναι παρόντες (άρ.84). Αν η λήψη απόφασης δεν καταστεί δυνατή, η πτωχευτική διαδικασία συνεχίζεται με την τμηματική εκποίηση (άρ.84). Σχέδιο αναδιοργάνωσης, μπορεί να προταθεί είτε από τον οφειλέτη είτε από το σύνδικο[45] (άρ.108). Η έγκρισή του προϋποθέτει την αποδοχή από τον εισηγητή[46] και από την πλειοψηφία των πιστωτών (άρ.114, 116). Οι πιστωτές των οποίων οι απαιτήσεις δε θίγονται από το σχέδιο δεν ψηφίζουν, η ψήφος των πιστωτών που δεν παρίστανται στη ψηφοφορία λογίζεται θετική ενώ η ψήφος των πιστωτών για τους οποίους το σχέδιο δεν προβλέπει ικανοποίηση και δεν παρίστανται λογίζεται αρνητική (άρ.116). Όταν το σχέδιο προβλέπει ικανοποίηση των πιστωτών με έσοδα που θα προκύψουν από τη συνέχιση της λειτουργίας της εταιρίας, το σχέδιο πρέπει να περιλαμβάνει αναφορά της αξίας ικανοποίησης των πιστωτών σε περίπτωση που η εταιρία εκκαθαριστεί (άρ.109). Η αξία των

[45] Στην περίπτωση αυτή απαιτείται η συναίνεση του οφειλέτη (άρ.120).
[46] Δικαστής που επιβλέπει τις εργασίες της πτώχευσης (άρ.7).

υποχρεώσεων που θα ικανοποιηθούν βάσει σχεδίου δε μπορεί να είναι μικρότερη του 20% της αξίας των υποχρεώσεων κατά την κήρυξη της πτώχευσης (άρ.109). Ποσό που αντιστοιχεί σε τουλάχιστον 20% της αξίας των υποχρεώσεων κατά την κήρυξη της πτώχευσης πρέπει να καταβληθεί εντός ενός έτους από την έγκριση του σχεδίου (άρ.109). Επίσης, το σχέδιο δε θίγει τα δικαιώματα των εξασφαλισμένων πιστωτών εκτός αν συναινούν οι ίδιοι (άρ.112). Τονίζεται ότι το σχέδιο απορρίπτεται σε περίπτωση που οι διαφωνούντες πιστωτές ικανοποιούνται σε μικρότερο βαθμό απ' ό,τι θα ικανοποιούνταν σε περίπτωση εκκαθάρισης (άρ.124). Παρομοίως, οποιοσδήποτε πιστωτής που δεν ικανοποιηθεί εντός της προθεσμίας που προβλέπει το σχέδιο μπορεί να ζητήσει την ανατροπή του και να ασκήσει ατομικά μέτρα (άρ.129). Σε περίπτωση ανατροπής του σχεδίου η διαδικασία συνεχίζεται με την εκποίηση της περιουσίας της εταιρίας (άρ.132).

Τα πλεονεκτήματα της ΕΠ, ως διαδικασία, εξαρτώνται από το εκάστοτε νομικό πλαίσιο. Η διατήρηση του δικαιώματος της εταιρίας να διαχειρίζεται τα περιουσιακά στοιχεία της κατά τη διάρκεια της δικαστικής διαδικασίας θεωρείται εκ των βασικών πλεονεκτημάτων της ΕΠ. Ενδεικτικά, η διατήρηση του ελέγχου της εταιρίας από την υφιστάμενη διοίκηση επιτρέπεται στις ΗΠΑ (εκτός των περιπτώσεων όπου η διοίκηση έχει διαπράξει απάτη ή κρίνεται ανεπαρκής) και τη Φιλανδία (Datta and Iskandar-Datta: 1995, Bergstrom et al.: 2002) αλλά όχι στη Σουηδία, όπου η διοίκηση της εταιρίας ανατίθεται σε επιτροπή που ορίζεται από το δικαστήριο με αποκλειστικό στόχο τη ρευστοποίηση και την ικανοποίηση των πιστωτών (Thorburn: 2000). Στην Ελλάδα, ο Πτωχευτικός Κώδικας ορίζει ότι: «Ο οφειλέτης από την κήρυξη της πτώχευσης στερείται αυτοδικαίως της διοίκησης (διαχείρισης και διάθεσης) της περιουσίας του… την οποία ασκεί μόνο ο σύνδικος… Όταν η πτώχευση κηρύσσεται με αίτηση του οφειλέτη, το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί, μετά από αίτηση αυτού, να του αναθέσει τη διοίκηση… πάντοτε με τη σύμπραξη του συνδίκου… Το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί, μετά από αίτηση του συνδίκου ή της επιτροπής πιστωτών, να αφαιρέσει από τον οφειλέτη τη διοίκηση…» (άρ.17, 18). Προκύπτει, λοιπόν, ότι η διοίκηση μπορεί να διατηρήσει των έλεγχο της εταιρίας μόνο σε κάποιες περιπτώσεις και όχι ανεξάρτητα. Κατά τους Ketelhohn et al. (1991), η ΕΠ και, πιο συγκεκριμένα, η εκ του νόμου προστασία από τους πιστωτές παρέχει στην εταιρία το χρόνο να ανασυνταχθεί, κάτι που δε θα ίσχυε αν είχε επιλεχθεί η εφαρμογή ενεργειών ανάκαμψης εκτός πτωχευτικής διαδικασίας. Στην Ελλάδα, ο Πτωχευτικός Κώδικας προβλέπει την αναστολή όλων των ατομικών

καταδιωκτικών μέτρων των πιστωτών μέχρι να αποφασιστεί η εκποίηση ή να εγκριθεί το σχέδιο αναδιοργάνωσης, εκτός των πιστωτών που εξασφαλίζονται με ειδικό προνόμιο ή εμπράγματη ασφάλεια όταν οι εξασφαλίσεις τους δεν αφορούν σε περιουσιακά στοιχεία που συνδέονται με την επιχειρηματική δραστηριότητα (άρ25, 26). Επιπλέον, από την κήρυξη της πτώχευσης οι απαιτήσεις των πιστωτών που δεν είναι εξασφαλισμένες με ειδικό προνόμιο ή εμπράγματο δικαίωμα παύουν να παράγουν νόμιμους ή συμβατικούς τόκους (άρ.24). Οι Hubbard and Stephenson (1997) αναφέρουν, επίσης, ότι η μεταφορά ζημιών σε επόμενες χρήσεις παρέχει στις εταιρίες τη δυνατότητα φοροαπαλλαγής που μειώνει το μελλοντικό φόρο κερδών συμβάλλοντας στη διατήρηση της αξίας των μετοχών κατά τη διάρκεια της πτωχευτικής διαδικασίας. Στην περίπτωση της προπαρασκευασμένης πτώχευσης, η Thorburn (2000) σημειώνει ότι συνεπάγεται χαμηλότερα κόστη συγκριτικά με τη «συμβατική» ΕΠ. Υποθέτοντας ότι οι μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρίας δεν επηρεάζονται από την επιλογή προπαρασκευασμένης πτώχευσης ή μη, τα χαμηλότερα κόστη αυξάνουν την εταιρική αξία προς τους πιστωτές και τους μετόχους. Επιπρόσθετα, η προπαρασκευασμένη πτώχευση αυξάνει την πιθανότητα παραμονής των διοικητικών στελεχών στην εταιρία (μετά την πτώχευση) λόγω της προβολής τους ως στελέχη που επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας (value maximizing seekers).

Το βασικότερο μειονέκτημα της ΕΠ συνίσταται στα άμεσα και έμμεσα κόστη που συνεπάγεται. Σχετικές αναφορές στη βιβλιογραφία διαμορφώνουν το ύψος των άμεσων κόστων στο 3%-20% της λογιστικής ή αγοραίας εταιρικής αξίας πριν την πτώχευση (Moulton and Thomas: 1993, Branch: 2002). Τα άμεσα κόστη είναι, κυρίως, διοικητικά και αφορούν σε αμοιβές επαγγελματιών, δικαστικά έξοδα, προετοιμασία εγγράφων και επικοινωνία[47] με επενδυτές και πιστωτές. Στην Ελλάδα, ο Πτωχευτικό Κώδικας προβλέπει ότι το σύνολο των εξόδων-αμοιβών που προκύπτουν από την πτωχευτική διαδικασία όπως τα δικαστικά έξοδα και η αμοιβή προσώπων (σύνδικος, πρόσωπα με ειδικές γνώσεις, συμβολαιογράφοι) καταβάλλονται σε βάρος της πτωχευτικής περιουσίας (άρ.13, 75, 131, 134). Τα έμμεσα κόστη περιλαμβάνουν το επιπλέον κόστος που προκύπτει από την «ακριβότερη» χρηματοδότηση, την αυξημένη διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών για την παροχή προϊόντων-υπηρεσιών, την αδυναμία σύναψης

[47] Η προετοιμασία εγγράφων και η επικοινωνία με συμμέτοχους οδηγούν σε καθυστέρηση κήρυξης της πτώχευσης που μειώνει την εταιρική αξία (Thorburn: 2000).

μακροχρόνιων συμφωνιών κάθε είδους, την έλλειψη κίνητρου για μεγιστοποίηση της αξίας, την απώλεια πειθαρχίας από τις κεφαλαιαγορές προς τη διοίκηση κ.ά. (Finkin: 1993a, Moulton and Thomas: 1993, Bebchuk: 2000). Είναι προφανές ότι τα έμμεσα κόστη αναμένονται υψηλότερα όταν η διαδικασία εκτείνεται σε μακρύ χρονικό διάστημα που καθορίζεται από το σχετικό νομικό πλαίσιο. Για παράδειγμα, ο Πτωχευτικός Κώδικας της Ελλάδας προβλέπει ότι η διαδικασία μπορεί να διαρκέσει μέχρι και δεκαπέντε έτη από την κήρυξη της πτώχευσης (άρ.166). Τα κόστη της ΕΠ οδηγούν, κατά τον Bebchuk (2000), σε διασπάθιση της εταιρικής αξίας και μειώνουν την εκ υστέρων αποδοτικότητα της πτώχευσης. Κατά τον ίδιο, η εκ των υστέρων αποδοτικότητα πλήττεται, επίσης, από την προκατάληψη των μετόχων, πιστωτών και διοικητικών στελεχών υπέρ της συνέχισης της λειτουργίας αντί του ορθότερου, σε ορισμένες περιπτώσεις, τερματισμού της, δηλαδή την εκποίηση της εταιρίας τμηματικά ή ως σύνολο. Όσον αφορά στην εκ των προτέρων αποδοτικότητα, ο παραπάνω συγγραφέας υποστηρίζει ότι η αναδιανομή των αξιώσεων (claims) εξαρτάται όχι μόνο από την αξία τους πριν την πτώχευση αλλά και από τη διαπραγματευτική δύναμη των κατόχων τους. Δεδομένου ότι η ΕΠ δε σημαίνει πλήρη στέρηση της διαπραγματευτικής δύναμης των μετόχων, υπάρχει το ενδεχόμενο μη επίτευξης της εκ των προτέρων αποδοτικότητας, σε βάρος των πιστωτών. Στην περίπτωση της προπαρασκευασμένης πτώχευσης, η αποτελεσματικότητα εκτιμάται δύσκολα εξαιτίας του εξωδικαστικού μέρους της διαδικασίας που καθιστά αδύνατη την καταγραφή των σχετικών κόστων, του αναλωθέντος χρόνου, του βαθμού παραβίασης της προτεραιότητας ικανοποίησης και των ποσοστών ικανοποίησης των πιστωτών (Tashjian et al.: 1996). Ολοκληρώνοντας, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, η ΕΠ δεν καταλήγει σε συμφωνία αναδιάρθρωσης με στόχο την ανάκαμψη. Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι από τις 144.000 (περίπου) αιτήσεις αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ που κατατέθηκαν την περίοδο 1980-1987, μόνο το 14% κατέληξε σε συμφωνία επί ενός σχεδίου αναδιοργάνωσης (Moulton and Thomas: 1993). Οι Bergstrom et al. (2002) εξετάζουν 291 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης την περίοδο 1993-1994 στη Φιλανδία και σημειώνουν ότι, στο 59% των περιπτώσεων, το προτεινόμενο σχέδιο απορρίπτεται.

5.8.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕΓΑΛΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΙΔΙΚΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Οι ***Datta and Iskandar-Datta (1995)*** εξετάζουν 37 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ την περίοδο 1980-1989. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η ανακοίνωση της πτώχευσης οδηγεί σε υπεραποδόσεις (excess returns) για τα ενέγγυα ομόλογα στο διάστημα ανάμεσα στη $2^{η}$ και τη $10^{η}$ μέρα μετά την ανακοίνωση. Στο διάστημα ανάμεσα στη $10^{η}$ ημέρα πριν και τη $10^{η}$ ημέρα μετά την ανακοίνωση (21 ημέρες συνολικά) τα ενέγγυα ομόλογα επιτυγχάνουν υπεραποδόσεις 3,2%. Στο ίδιο διάστημα, οι μετοχές, τα μετατρέψιμα ομόλογα και τα ανέγγυα ομόλογα υπόκεινται σε απώλειες 33,32%, 8,16% και 9,81%, αντίστοιχα.

Οι ***Tashjian et al. (1996)*** εξετάζουν 49 περιπτώσεις προπαρασκευασμένης πτώχευσης την περίοδο 1986-1993 στις ΗΠΑ. Η έρευνα συμπεραίνει ότι η προπαρασκευασμένη πτώχευση απαιτεί λιγότερο χρόνο και συνεπάγεται χαμηλότερα άμεσα κόστη σε σχέση με την αναδιοργάνωση στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα αλλά απαιτεί περισσότερο χρόνο και συνεπάγεται υψηλότερα άμεσα κόστη σε σχέση με την εξωδικαστική αναδιάρθρωση χρέους. Τα ποσοστά ικανοποίησης των πιστωτών (σε αξία) είναι υψηλότερα στην εξωδικαστική αναδιάρθρωση χρέους, ακολούθως στην προπαρασκευασμένη πτώχευση και, τέλος, στην αναδιοργάνωση στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11. Η προπαρασκευασμένη πτώχευση ευνοεί περισσότερο τους ενέγγυους και λιγότερο τους ανέγγυους πιστωτές σε σύγκριση με την αναδιοργάνωση στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11. Τέλος, η προπαρασκευασμένη πτώχευση και η αναδιοργάνωση στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 συνεπάγονται παρόμοια μεταβίβαση ελέγχου της εταιρίας στους πιστωτές.

Οι ***Hubbard and Stephenson (1997)*** εξετάζουν 68 εισηγμένες εταιρίες, με δημόσια διαπραγμάτευση μετοχών για τουλάχιστον 1 μήνα μετά την αίτηση αναδιοργάνωσης στα πλαίσια του Κεφαλαίου 11 του Πτωχευτικού Κώδικα των ΗΠΑ την περίοδο 1988-1993. Η έρευνα συμπεραίνει ότι, από την αίτηση αναδιοργάνωσης μέχρι την έγκριση του σχεδίου, η μέση απόδοση μετοχών κυμαίνεται μεταξύ -21,8% και -37,9%. Για την ίδια χρονική περίοδο η προσαρμοσμένη στην αγορά (market-adjusted) μέση απόδοση κυμαίνεται μεταξύ -33,4% και -49%. Ωστόσο, σε κάποιες περιπτώσεις, ακόμα και όταν οι εταιρίες ανακοινώνουν ότι το σχέδιο

αναδιοργάνωσης δεν προβλέπει αποζημίωση των μετόχων, η απόδοση των μετοχών ισούται με 54% μέχρι την οριστικοποίηση του σχεδίου αναδιοργάνωσης.

Η ***Thorburn (2000)*** εξετάζει 263 εταιρίες που υπέβαλαν αίτηση πτώχευσης την περίοδο 1988-1991 στη Σουηδία[48]. Στο 24% και 74% των περιπτώσεων η εταιρία ρευστοποιείται τμηματικά και ως σύνολο, αντίστοιχα (2% των περιπτώσεων δεν κατατάσσεται σε κάποια κατηγορία για διάφορους λόγους). Στο 54% των περιπτώσεων ρευστοποίησης ως σύνολο, οι υφιστάμενοι ιδιοκτήτες εξαγοράζουν την εταιρία. Η έρευνα συμπεραίνει ότι τα ποσοστά αποπληρωμής (ικανοποίησης) των ενέγγυων και των ανέγγυων πιστωτών (σε αξία) ισούνται, αντίστοιχα, με: α) 50% και 0% για την τμηματική ρευστοποίηση, β) 77% και 2% για τη ρευστοποίηση ως σύνολο και γ) 69% και 2% για τη ρευστοποίηση ανεξαρτήτως μορφής. Τέλος, τα ποσοστά ικανοποίησης των πιστωτών συνδέονται θετικά με την εκ νέου χρηματοδότηση από την υφιστάμενη τράπεζα-χρηματοδότη.

5.8.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΙΔΙΚΟ ΡΟΛΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Αναλόγως του νομικού πλαισίου τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της ΕΠ διαφέρουν. Γενικά, υποστηρίζεται ότι η πτώχευση «αγοράζει» χρόνο για την εταιρία και παρέχει προστασία από τα νομικά μέτρα που μπορούν να λάβουν οι πιστωτές σε ατομικό επίπεδο. Επιπρόσθετα, η εταιρία διατηρεί το δικαίωμα διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων, έστω και υπό προϋποθέσεις. Το σημαντικότερο μειονέκτημα της ΕΠ αφορά στα άμεσα και έμμεσα κόστη που συνεπάγονται μείωση της εταιρικής αξίας. Επίσης, η επιβίωση της εταιρίας, μετά την ΕΠ, προϋποθέτει τη συναίνεση των πιστωτών που πρέπει να πειστούν ότι η ζημία που θα υποστούν θα είναι μικρότερη στην περίπτωση της αναδιοργάνωσης συγκριτικά με την εκποίηση της εταιρίας. Το γεγονός ότι οι περισσότερες ΕΠ δεν καταλήγουν σε αναδιοργάνωση, καθιστά σαφές ότι η επίτευξη της συναίνεσης των πιστωτών συνιστά ενδεχόμενο με μικρή πιθανότητα. Σε κάποιες χώρες, όπως η Σουηδία, το σχετικό νομικό πλαίσιο αποκλείει την αναδιοργάνωση και η ΕΠ σημαίνει ταυτόχρονα ρευστοποίηση (αφανισμό) της εταιρίας.

[48] Όπως προαναφέρθηκε στο θεωρητικό τμήμα της τρέχουσας ενότητας, ο Πτωχευτικός Κώδικας της Σουηδίας δεν προβλέπει αναδιοργάνωση (Thorburn: 2000).

Η επίπτωση της ΕΠ, σύμφωνα με τη σχετική εμπειρική έρευνα, στους κεφαλαιούχους εξαρτάται από τον τύπο του εκάστοτε κεφαλαιούχου. Υπάρχουν περιπτώσεις όπου η ανακοίνωση οδηγεί σε αγοραία κέρδη για κάποιους κεφαλαιούχους και, ταυτόχρονα, σε σημαντικές ζημίες για άλλους. Επιπρόσθετα, υπάρχουν ενδείξεις ότι η επίπτωση της ΕΠ κυμαίνεται αναλόγως της χρονικής στιγμής που υπολογίζεται. Αυτό ενισχύει την άποψη που κατατέθηκε σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 5.5.1) και υποστηρίζει ότι οι αγοραίες αποδόσεις δε συνιστούν ιδιαίτερα αξιόπιστο κριτήριο για τη μέτρηση της επίπτωσης οποιασδήποτε ενέργειας στο πεδίο της εταιρικής ανάκαμψης. Στην περίπτωση της ΕΠ, υπάρχουν περαιτέρω ενδείξεις για «στρεβλώσεις» καθώς υπάρχουν περιπτώσεις όπου ακόμα και όταν το σχέδιο αναδιοργάνωσης προβλέπει μηδενική αποζημίωση των μετόχων, η απόδοση των μετοχών είναι ιδιαίτερα υψηλή για κάποιο χρονικό διάστημα.

Η επιλογή ή όχι της ΕΠ, ως διαδικασία, εξαρτάται από διάφορους παράγοντες μεταξύ των οποίων το νομικό πλαίσιο. Η εφαρμογή νόμων σημαίνει ότι ορισμένα ζητήματα επιλύονται με «τυποποιημένο» τρόπο και το εύρος των επιλογών μίας εταιρίας σε διαδικασία πτώχευσης είναι λιγότερο ευρύ απ' ό,τι σε εξωδικαστικές διαδικασίες. Ένα από τα ερωτήματα που προκύπτουν αναφέρεται στο αν πρέπει η δεν πρέπει να προτιμάται η ΕΠ. Δυστυχώς, δεν υπάρχει κατηγορηματική απάντηση καθώς τόσο η επιλογή της ΕΠ όσο και οι στόχοι της δεν εξαρτώνται (καθορίζονται) αποκλειστικά από την εταιρία. Για τις ανάγκες της παρούσας έρευνας, η αποτελεσματικότητα της ΕΠ σημαίνει αύξηση της πιθανότητας επιβίωσης της εταιρίας ακόμα και αν αυτό πραγματοποιείται σε βάρος άλλων συμμέτοχων και, ιδίως, των πιστωτών. Δεδομένου ότι η ΕΠ στοχεύει πρωτίστως στην ικανοποίηση των πιστωτών, η ευθυγράμμισή της με τους στόχους των ενεργειών ανάκαμψης είναι μάλλον αμφίβολη χωρίς, βέβαια, αυτό να σημαίνει ότι αποκλείεται να συνιστά τη βέλτιστη λύση σε κάποιες περιπτώσεις.

5.9 Παρουσίαση της προτεινόμενης από το συγγραφέα ομαδοποίησης των στοιχείων του Περιεχομένου της ανάκαμψης

5.9.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΗΓΗΘΕΙΣΑ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΠΟΥ ΣΥΝΙΣΤΟΥΝ ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Από την ανάλυση που προηγήθηκε εξάγονται τα ακόλουθα συμπεράσματα. Αρχικά, πλήθος ενεργειών μπορούν να εφαρμοστούν για τον ίδιο σκοπό, πχ η είσοδος σε μία νέα αγορά μπορεί να επιτευχθεί μέσω αυτόνομης ανάπτυξης ή μέσω εξαγοράς άλλης εταιρίας. Για παράδειγμα, η είσοδος μίας εταιρίας σούπερ μάρκετ από τη Γαλλία στην Ελλάδα μπορεί να γίνει μέσω ίδρυσης αλυσίδας καταστημάτων ή μέσω εξαγοράς μίας υφιστάμενης αλυσίδας καταστημάτων που λειτουργεί, ήδη, στην Ελλάδα. Παρόμοια, η βελτίωση της αποδοτικότητας μπορεί να επιτευχθεί μέσω περιστολής κόστους, εξαγοράς ενός προμηθευτή, βελτίωσης της αποδοτικότητας του ανθρώπινου δυναμικού κλπ. Για παράδειγμα, η αύξηση της αποδοτικότητας μίας εταιρίας παραγωγής επίπλων μπορεί να επιτευχθεί με εφαρμογή νέας τεχνολογίας παραγωγής και εκπαίδευσης προσωπικού ή με την εξαγορά του κύριου προμηθευτή ξυλείας. Επιπρόσθετα, είναι εμφανές ότι κάποιες ενέργειες συνεπάγονται μεταβολές σε περισσότερα του ενός πεδία της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Για παράδειγμα, η αποεπένδυση ενός επιχειρησιακού τμήματος ή μίας θυγατρικής εταιρίας συνεπάγεται ή όχι αλλαγή της στρατηγικής ανάλογα με το αν μεταβάλλει ή όχι το αντικείμενο της εταιρίας: όταν μία αυτοκινητοβιομηχανία εκποιεί μία θυγατρική με αντικείμενο την παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών και μία άλλη με αντικείμενο την παραγωγή ενδυμάτων, η αποεπένδυση οδηγεί σε αλλαγή της στρατηγικής καθώς συνεπάγεται μείωση του βαθμού διαφοροποίησης και εκ νέου επικέντρωση στο κύριο αντικείμενο (παραγωγή αυτοκινήτων) ενώ, αντίθετα, όταν η αποεπένδυση αφορά σε μονάδες παραγωγής αυτοκινήτων, η στρατηγική της εταιρίας δε μεταβάλλεται εφόσον το κύριο αντικείμενο παραμένει η παραγωγή αυτοκινήτων. Επίσης, παρατηρείται ότι είναι σχεδόν αδύνατο να πραγματοποιηθεί αύξηση οφέλους χωρίς αύξηση της «θυσίας» (κόστους) ή μείωση της θυσίας χωρίς μείωση του οφέλους. Πιο συγκεκριμένα, η περιστολή κόστους συνεπάγεται απώλεια εσόδων εκτός των

περιπτώσεων όπου το κόστος ή τα έξοδα είναι πλήρως αναιτιολόγητα, δηλαδή δε συνεισφέρουν στη δημιουργία εσόδων. Παρόμοια, η αύξηση των εσόδων θα απαιτήσει «θυσίες» για διαφήμιση, εκπαίδευση προσωπικού, μείωση τιμών κλπ. Οι αντισταθμίσεις (trade-offs) μεταξύ των ενεργειών ανάκαμψης είναι αναπόφευκτες (Thietart: 1988) και η ανάκαμψη απαιτεί, συνήθως, αλλαγές σε περισσότερα του ενός πεδία της εταιρίας (O'Neill: 1986). Στη συνέχεια της ανάλυσης θα παρουσιάσουμε την προτεινόμενη ομαδοποίηση των ενεργειών ανάκαμψης παρουσιάζοντας, αρχικά, τη σχετική συλλογιστική.

5.9.2 ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟ ΤΟ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ: Η ΣΥΛΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ

Η συλλογιστική για τη διαμόρφωση της ομαδοποίησης των ενεργειών στηρίζεται, αρχικά, στη διατύπωση ότι η ανάκαμψη συνιστά, ουσιαστικά, την αντιστροφή της επίδοσης. Σύμφωνα με την ανάλυση που έχει προηγηθεί, η μέτρηση της επίδοσης βασίζεται, συνήθως, στη σύγκριση του αποτελέσματος και της επένδυσης. Για να απλοποιήσουμε την ανάλυση θα θεωρήσουμε ότι, γενικά, η επίδοση μπορεί να οριστεί ως το πηλίκο της διαφοράς εσόδων και εξόδων δια της επένδυσης. Προφανώς, τα παραπάνω μεγέθη εξειδικεύονται ανάλογα με τις ανάγκες της εκάστοτε έρευνας αλλά στο παρόν σημείο δε μας απασχολούν οι πιθανές εξειδικεύσεις. Πιο απλά, αυτό που ενδιαφέρει είναι ότι για τη δημιουργία εσόδων από την επένδυση απαιτείται η καταβολή εξόδων και θετική ή αρνητική διαφορά εσόδων-εξόδων αντιπροσωπεύει το αποτέλεσμα της επένδυσης ή, αντίστοιχα, το κέρδος ή τη ζημία. Συνοψίζοντας, η ανάκαμψη μπορεί να επιτευχθεί με μεταβολές εσόδων, εξόδων και επένδυσης που αυξάνουν την τιμή του κλάσματος «(έσοδα – έξοδα)/ επένδυση)». Υπάρχουν διάφοροι συνδυασμοί μεταβολών εσόδων, εξόδων και επένδυσης που θα μπορούσαν να αυξήσουν την επίδοση και, όπως προαναφέρθηκε, κάθε ενέργεια ανάκαμψης αναμένεται να επηρεάσει, σε κάποιο βαθμό, τα εν λόγω μεγέθη με αποτέλεσμα να μην είναι ευδιάκριτο σε ποιες μεταβολές οφείλεται η βελτίωση της επίδοσης (Barker III and Duhaime: 1997). Στόχος της ομαδοποίησης είναι η δυνατότητα κατάταξης όλων των ενεργειών που αναφέρθηκαν στο παρόν κεφάλαιο.

Για τη διατύπωση της ομαδοποίησης θα λάβουμε υπόψη τρία κριτήρια. Το πρώτο αναφέρεται στον πρωτεύοντα στόχο κάθε ενέργειας που μπορεί να αφορά σε αύξηση εσόδων, μείωση εξόδων (-κόστους), μείωση επένδυσης και συνδυασμό των παραπάνω. Το δεύτερο κριτήριο αναφέρεται στην επίπτωση κάθε ενέργειας στο κύριο αντικείμενο της εταιρίας. Οι ενέργειες που επιφέρουν σημαντικές αλλαγές καλούνται στρατηγικές ενώ οι υπόλοιπες καλούνται λειτουργικές. Το τρίτο κριτήριο αφορά στην επίπτωση κάθε ενέργειας στο μέγεθος της επένδυσης και χρησιμοποιείται για όλες τις ενέργειες εκτός εκείνων που στοχεύουν στη μείωση επένδυσης. Συνεπώς, διακρίνουμε ενέργειες «με επένδυση» και ενέργειες «χωρίς επένδυση».

5.9.3 ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟ ΤΟ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ: ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ

Βάσει των παραπάνω, η προτεινόμενη ομαδοποίηση των στρατηγικών ανάκαμψης έχει ως εξής.

Α. Αύξηση εσόδων

Ι. Στρατηγική

Προσθήκη νέων προϊόντων (διαφοροποίηση) στην υφιστάμενη ή νέα αγορά (ανάπτυξη ή επέκταση).

1. Με επένδυση

Ετερόκλητη εξαγορά ή επένδυση σε μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία για την παραγωγή νέων προϊόντων.

2. Χωρίς επένδυση

Ετερόκλητη συγχώνευση[49], στρατηγική συμμαχία, αλλαγή χρήσης των περιουσιακών στοιχείων.

ΙΙ. Λειτουργική

Πώληση των υφιστάμενων προϊόντων στην υφιστάμενη ή νέα αγορά (επέκταση ή ανάπτυξη).

1. Με επένδυση

Οριζόντια εξαγορά, επένδυση σε περιουσιακά στοιχεία για την παραγωγή των υφιστάμενων προϊόντων σε μεγαλύτερη κλίμακα.

---

[49] Με την επιφύλαξη που έχει αναφερθεί, ήδη, σχετικά με το αν η συγχώνευση συνιστά ή όχι επιβίωση.

2. Χωρίς επένδυση

Οριζόντια συγχώνευση, στρατηγική συμμαχία με ανταγωνιστή, εντατικοποίηση διαφήμισης, προβολής, προώθησης και διανομής, βελτίωση ποιότητας, μεταβολή τιμολογιακής πολιτικής.

Β. Περιστολή Περιουσιακών Στοιχειών

Ι. Στρατηγική (downscoping)

Η περιστολή περιουσιακών στοιχείων οδηγεί σε συρρίκνωση του κύριου αντικειμένου, δηλαδή επικέντρωση εκ νέου σε προϊόντα και, ενδεχομένως, αγορές.

Εκποίηση παραγωγικών μονάδων, μερική ή πλήρης απόσχιση επιχειρησιακών τμημάτων ή θυγατρικών που προέκυψαν από προγενέστερη διαφοροποίηση, όπως η ετερόκλητη εξαγορά.

ΙΙ. Λειτουργική (downsizing)

Η περιστολή περιουσιακών στοιχείων δε μεταβάλει το βαθμό διαφοροποίησης αλλά την κλίμακα παραγωγής. Ενδέχεται να συνδυάζεται με απόσυρση από αγορές.

Εκποίηση παραγωγικών μονάδων, μερική ή πλήρης απόσχιση επιχειρησιακών τμημάτων ή θυγατρικών που προέκυψαν από προγενέστερη επέκταση, όπως η οριζόντια εξαγορά.

Γ. Βελτίωση παραγωγικότητας

1. Με επένδυση

Κάθετη εξαγορά, επένδυση σε παραγωγικότερα περιουσιακά στοιχεία.

2. Χωρίς επένδυση

Κάθετη συγχώνευση, στρατηγική συμμαχία με προμηθευτή ή πελάτη, περιστολή κόστους, εκπαίδευση προσωπικού, βελτίωση των συστημάτων ελέγχου, μεταβολή της οργανωσιακής δομής.

Δ. Χρηματοοικονομική Αναδιάρθρωση

Η παραπάνω ομαδοποίηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την κατάταξη του συνόλου των ενεργειών ανάκαμψης που αναφέρθηκαν στις ενότητες 5.4-5.7. Ωστόσο, τονίζεται εκ νέου ότι βαρύτητα πρέπει να δίδεται στην εξέταση αυτών καθαυτών των ενεργειών ανάκαμψης και όχι της εκάστοτε ομαδοποίησής τους. Ολοκληρώνοντας, κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε από ένα υποθετικό παράδειγμα για κάθε πιθανή ομάδα ενεργειών:

Α.Ι.1 Εταιρία παροχής τηλεφωνικών υπηρεσιών που δραστηριοποιείται στην αγορά της Θεσσαλονίκης ιδρύει αλυσίδα καταστημάτων προϊόντων πληροφορικής στη Θεσσαλονίκη ή την Αθήνα.

Α.Ι.2 Εταιρία παροχής τηλεφωνικών υπηρεσιών που δραστηριοποιείται στην αγορά της Θεσσαλονίκης συνάπτει στρατηγική συμφωνία με αλυσίδα καταστημάτων προϊόντων πληροφορικής για την πώληση τηλεφωνικών «πακέτων» στα εμπορικά καταστήματα στη Θεσσαλονίκη ή την Αθήνα

Α.ΙΙ.1 Εταιρία εμπορίας οχημάτων που δραστηριοποιείται στην αγορά της Θεσσαλονίκης ιδρύει νέο κατάστημα πώλησης σε άλλη περιοχή της πόλης ή σε άλλη πόλη.

Α.ΙΙ.2 Εταιρία εμπορίας οχημάτων που δραστηριοποιείται στην αγορά της Θεσσαλονίκης προβαίνει σε διαφημιστική εκστρατεία, μείωση των τιμών και παροχή επιπλέον εγγύησης σε νέους και υφιστάμενους πελάτες.

Β.Ι Εταιρία παραγωγής συσκευασμένου άρτου και γλυκισμάτων που δραστηριοποιείται στην αγορά της Θεσσαλονίκης και της Αθήνας πωλεί τα τμήματα παραγωγής γλυκισμάτων σε άλλες εταιρίες και επικεντρώνεται στην παραγωγή άρτου στις δύο πόλεις.

Β.ΙΙ Εταιρία παραγωγής συσκευασμένου άρτου και γλυκισμάτων που δραστηριοποιείται στη Θεσσαλονίκη και την Αθήνα πωλεί το τμήμα παραγωγής συσκευασμένου άρτου και γλυκισμάτων στην Αθήνα και επικεντρώνεται στην αγορά της Θεσσαλονίκης.

Γ.1 Εταιρία παραγωγής επίπλων αγοράζει μηχάνημα («ρομπότ») αυτόματης συναρμολόγησης καθισμάτων.

Γ.2 Εταιρία παραγωγής επίπλων μειώνει τα επίπεδα διοίκησης από 5 σε 3 και παράσχει επιμορφωτικά σεμινάρια στα μεσαία διοικητικά στελέχη

Δ Κατασκευαστική εταιρία ανταλλάσει χρέος με προνομιούχες μετοχές και αναστέλλει την καταβολή μερισμάτων στους κοινούς μέτοχους για δεδομένο χρονικό διάστημα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

6.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου

Η διαδικασία εφαρμογής των στρατηγικών ανάκαμψης (στο εξής Διαδικασία) αφορά στον τρόπο με τον οποίο, δηλαδή στο «πώς», εφαρμόζονται οι στρατηγικές (ενέργειες) ανάκαμψης. Σε συνδυασμό με το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο, η Διαδικασία ολοκληρώνει το θεωρητικό υπόβαθρο της εταιρικής ανάκαμψης. Το τρέχον κεφάλαιο στοχεύει, κυρίως, στη διατύπωση ενός υποδείγματος Διαδικασίας με θεωρητική και πρακτική χρησιμότητα. Η θεωρητική χρησιμότητα συνίσταται στην ενίσχυση του ελλιπούς θεωρητικού υπόβαθρου και, πιο συγκεκριμένα, στην παροχή ενός υποδείγματος που δεν υπόκειται σε αδυναμίες που χαρακτηρίζουν τα υφιστάμενα υποδείγματα. Η πρακτική χρησιμότητα συνίσταται στην προσαρμογή του υποδείγματος σε ρεαλιστικές συνθήκες και, συνεπώς, δυνατότητα χρήσης του στην πράξη. Η ανάλυση αναφέρεται, αρχικά, στη σημασία διερεύνησης του ζητήματος, την αδυναμία διατύπωσης ενός κοινά αποδεκτού υποδείγματος Διαδικασίας και την υιοθετούμενη μεθοδολογία ανάλυσης. Ακολούθως, παρατίθεται μία σύντομη ανασκόπηση των υφιστάμενων υποδειγμάτων Διαδικασίας με αναφορές σε κοινά στοιχεία και διαφορές. Στη συνέχεια εξετάζονται δύο ζητήματα διοίκησης και, πιο συγκεκριμένα, το στυλ διοίκησης-ηγεσίας και η αντικατάσταση ή μη των διοικητικών στελεχών στην αρχή της Διαδικασίας. Το προτεινόμενο υπόδειγμα παρουσιάζεται στην τελευταία ενότητα του κεφαλαίου μετά από εξέταση ζητημάτων που, σύμφωνα με την υφιστάμενη βιβλιογραφία, επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα της Διαδικασίας και την πληρότητα των σχετικών υποδειγμάτων.

6.2 Η σημασία διερεύνησης της Διαδικασίας εφαρμογής των στρατηγικών ανάκαμψης, η αδυναμία διατύπωσης ενός κοινά αποδεκτού υποδείγματος Διαδικασίας και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης του ζητήματος

Θεωρητικά, η διερεύνηση του Πλαισίου και του Περιεχομένου θα ήταν ικανή να διαμορφώσει «θεραπείες» για την αντιμετώπιση της παρακμής. Πιο απλά, η γνώση των παραπάνω ζητημάτων θα μπορούσε να εξασφαλίσει την ανάκαμψη. Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν ισχύει. Σύμφωνα με τους Chakraborty and Dixit (1992), η κατανόηση των παραπάνω ζητημάτων, αν και αναμφισβήτητα σημαντική, δεν εξασφαλίζει από μόνη της την ανάκαμψη καθώς απαιτείται, επίσης, η γνώση της Διαδικασίας ανάκαμψης (στο εξής Διαδικασία) μέσω της οποίας αναπτύσσονται και εφαρμόζονται στην πράξη οι κατάλληλες στρατηγικές ανάκαμψης. Η Διαδικασία αναφέρεται στο «πώς» μία εταιρία μεταβαίνει από την ανεπαρκή επίδοση στη διατηρήσιμη βελτίωση της επίδοσης (Chowdhury: 2002) και είναι σημαντικότερη από το «τι» γίνεται για την επίτευξη της μετάβασης (Sudarsanam and Lai: 2001). Εναλλακτικά, η Διαδικασία συνιστά την «κρίσιμη» περίοδο ανάμεσα στην παρακμή και είτε την ανάκαμψη είτε τον αφανισμό, πχ ρευστοποίηση (Gopinath: 1991). Σε πρακτικό επίπεδο, η σημασία διερεύνησης της Διαδικασίας προκύπτει από την ανάγκη παροχής ενός υποδείγματος δράσης όταν επιχειρείται η ανάκαμψη (Harker: 2001) διότι η «ύστατη» αποτυχία ισοδυναμεί με την αποτυχία επιτυχούς εκτέλεσης των ενεργειών ανάκαμψης (Sheppard and Chowdhury: 2005). Κατά συνέπεια, η πληρέστερη κατανόηση της Διαδικασίας συνεισφέρει στη διάσωση περισσότερων εταιριών (Pandit: 2000). Σε θεωρητικό επίπεδο, η κατανόηση της Διαδικασίας είναι πρωταρχικής σημασίας για τη συμπλήρωση της περιορισμένης θεωρίας της ανάκαμψης διότι η θεωρητική προσέγγιση οποιουδήποτε θέματος πρέπει να παρέχει υποθέσεις-προτάσεις προς εμπειρική εξέταση. Στην περίπτωση της ανάκαμψης, η σχετική εξέταση εστιάζει στην επιρροή των ενεργειών, δηλαδή των ανεξάρτητων μεταβλητών, στην εταιρική επίδοση, δηλαδή της εξαρτημένης μεταβλητής. Η ακολουθία γεγονότων που προκαλούν την ανταπόκριση της εξαρτημένης σε μεταβολές των ανεξάρτητων ή, εναλλακτικά, η εξέλιξη της Διαδικασίας, αναμένεται να επηρεάσει την έκβαση της Διαδικασίας και, συνεπώς, η μελέτη της σχέσης Διαδικασίας-Περιεχόμενου ενισχύει

τη θεωρία ανάκαμψης διότι διαμορφώνει πρότυπα-υποδείγματα (patterns) προς εμπειρική εξέταση (Chowdhury: 2002).

Η πρακτική και θεωρητική ανάγκη σύνθεσης μίας «τυποποιημένης» Διαδικασίας έχει εντοπιστεί κατά το παρελθόν (Haynes: 1961) αλλά, διαχρονικά, οι αναφορές συγκλίνουν στην αδυναμία διατύπωσης μίας ευρέως αποδεκτής Διαδικασίας ή, όπως συχνά αναφέρεται, υποδείγματος ή μοντέλου Διαδικασίας. Ο Gopal (1991) υποστηρίζει ότι, ουσιαστικά, δεν υπάρχουν διαθέσιμα τυποποιημένα εργαλεία για την ανάκαμψη εταιριών και ο Wren (2001) παρατηρεί ότι οι «συνταγές» για την αντιμετώπιση της παρακμής έχουν αποτύχει να καταλήξουν σε ομοφωνία. Η παραπάνω αδυναμία οφείλεται, αρχικά, σε έλλειψη εκτενούς έρευνας (Harker: 2001, Schober: 2004) που συνιστά αποτέλεσμα των περιορισμών πολυπλοκότητας και κόστους (Chowdhury: 2002). Αναλυτικότερα, δεδομένης της έλλειψης σχετικού θεωρητικού υπόβαθρου, η ενασχόληση με τη Διαδικασία προϋποθέτει τη διαμόρφωση των προς εξέταση υποθέσεων από τον εκάστοτε ερευνητή. Ακόμα και όταν η εν λόγω διαμόρφωση είναι εφικτή, η εξέταση πρέπει να στηριχθεί σε ποιοτικά δεδομένα που, εξορισμού, συγκεντρώνονται δυσκολότερα από τα ποσοτικά και οδηγούν σε συμπεράσματα με περιορισμένη δυνατότητα γενίκευσης. Ο δεύτερος λόγος ασυμφωνίας ως προς ένα κοινά αποδεκτό υπόδειγμα Διαδικασίας εντοπίζεται στη φύση αυτού καθαυτού του ζητήματος. Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά η Kanter (2003), η Διαδικασία δεν είναι ζήτημα «one size fits all»[1], δηλαδή με ίδια χαρακτηριστικά μεταξύ διαφορετικών περιπτώσεων. Πιο συγκεκριμένα, ο τρόπος με τον οποίο επιχειρείται η ανάκαμψη εξαρτάται από το τι επιδιώκεται και τις εκάστοτε υφιστάμενες συνθήκες (Haynes: 1961, Thietart: 1988, Pearce II and Robbins: 1993). Κατά συνέπεια, ενώ η Διαδικασία (πρέπει να) στηρίζεται σε γενικά παραδεκτές αρχές σχετικά με το πώς θα επιτευχθεί η αντιστροφή της χαμηλής επίδοσης, οποιαδήποτε διατύπωση απλοποιημένων λύσεων ή τυπολογιών συνιστά απλώς μία υπεραπλούστευση της διαρκώς αυξανόμενης πολυπλοκότητας του τρόπου με τον οποίο επιχειρείται η ανάκαμψη (Thain and Goldthorpe: 1990). Η αδυναμία διατύπωσης «οδηγιών χρήσης» αποδεικνύεται, σύμφωνα με τους Pandit (2000) και Harker and Sharma (2000), από τα υψηλά ποσοστά αποτυχίας των προσπαθειών ανάκαμψης. Η αδυναμία συμφωνίας που προαναφέρθηκε υποδεικνύει, σύμφωνα με

[1] Η έκφραση μεταφράζεται αυτολεξεί ως «ένα μέγεθος για όλους» και χρησιμοποιείται, συνήθως, στις περιπτώσεις των ενδυμάτων, πχ κασκόλ και καπέλα, για να δείξει ότι το ίδιο μέγεθος είναι κατάλληλο για όλους τους καταναλωτές.

τους Pearce II and Robbins (1993), τη διαμόρφωση υποδειγμάτων ανάλογα με την εκάστοτε περίπτωση (εταιρία). Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι η ζητούμενη «εξειδίκευση» είναι πιθανό να επιτευχθεί στα πλαίσια ενός ευρύτερου υποδείγματος που θα λαμβάνει υπόψη τις πιθανές ιδιαιτερότητες των περιπτώσεων. Η παρούσα ανάλυση επιδιώκει τη διατύπωση ενός τέτοιου υποδείγματος βάσει της μεθοδολογίας που αναλύεται στη συνέχεια.

Η διατύπωση του υποδείγματος Διαδικασίας στηρίζεται στην ανασκόπηση των υφιστάμενων υποδειγμάτων και των θεωρητικών κατευθύνσεων για ζητήματα που πρέπει να ενσωματωθούν στην ανάλυση. Όπως αναφέρθηκε, ήδη, η εμπειρική έρευνα επί των διαδικαστικών ζητημάτων είναι, ουσιαστικά, ανύπαρκτη και οι περισσότερες έρευνες μεγάλου δείγματος εστιάζουν σε περιγραφικά στατιστικά. Κατά συνέπεια, οι αναφορές σε ανάλογες έρευνες είναι σαφώς περιορισμένες σε σχέση με τις αντίστοιχες αναφορές σε προηγούμενα κεφάλαια. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι οι θεωρητικές κατευθύνσεις περιλαμβάνουν, επίσης, την εξέταση κοινών διαδικαστικών σημείων που προκύπτουν από τη μελέτη περιπτώσεων επιτυχημένων και αποτυχημένων Διαδικασιών. Πρέπει, επίσης, να σημειωθεί ότι υπάρχουν διαδικαστικά ζητήματα, πχ η αντικατάσταση των ανώτατων διοικητικών στελεχών και η επικοινωνία, που δεν αφορούν στην εξέλιξη της Διαδικασίας αλλά στη διοίκησή της. Όπως θα γίνει εμφανές από τη σχετική ανάλυση, τα εν λόγω ζητήματα είναι ιδιαίτερα σημαντικά και δύνανται να επηρεάσουν ακόμα και την έκβαση, επιτυχία ή αποτυχία, της Διαδικασίας. Κατά συνέπεια, η εξέταση και η ενσωμάτωσή τους στην ανάλυση κρίνεται απαραίτητη για τη διατύπωση ενός τεκμηριωμένου υποδείγματος.

6.3 Ανασκόπηση υφιστάμενων υποδειγμάτων Διαδικασίας ανάκαμψης

6.3.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η τρέχουσα ενότητα παρουσιάζει μία περιληπτική ανασκόπηση των υποδειγμάτων Διαδικασίας που εντοπίζονται στην υφιστάμενη σχετική βιβλιογραφία. Η παρουσίαση εστιάζει στη διάκριση των σταδίων (φάσεων) και την αναφορά στα σημαντικότερα στοιχεία του περιεχομένου τους. Τα υποδείγματα παρατίθενται σε

αύξουσα χρονολογική σειρά δημοσίευσης με στόχο την αποτύπωση της διαχρονικής εξέλιξης του ζητήματος και επειδή κάποια υποδείγματα στηρίζονται σε προγενέστερα. Τα υποδείγματα που συνιστούν «παραλλαγή» προγενέστερων ή, πιο απλά, «προσθέτουν» περιορισμένα στοιχεία, παρουσιάζονται στην παράγραφο που αφορά στο πρώτο (χρονικά) δημοσιευμένο υπόδειγμα. Επίσης, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι τα υποδείγματα προκύπτουν κατόπιν είτε θεωρητικής ανασκόπησης (διαμόρφωσης υποθέσεων) είτε εξέτασης πραγματικών περιπτώσεων. Τέλος, σημειώνεται ότι κάποια υποδείγματα έχουν παραληφθεί εξαιτίας της συνοπτικής ανάλυσής τους από τον εκάστοτε συγγραφέα. Μία τέτοια περίπτωση αφορά στο υπόδειγμα του Di Primio (1988) όπου η ανάλυση επικεντρώνεται σε επιμέρους και όχι σε όλα τα τμήματα του υποδείγματος.

6.3.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ BIBEAULT (1982)

Πρόκειται για το πρώτο δημοσιευμένο υπόδειγμα Διαδικασίας. Σύμφωνα με το συντάκτη, το υπόδειγμα προέκυψε από την προσωπική του πείρα και συνεντεύξεις με μάνατζερ και συμβούλους με πείρα στο πεδίο εταιρικής ανάκαμψης. Το προτεινόμενο υπόδειγμα αποτελείται από 5 διακριτά στάδια με επιμέρους τμήματα:

$1^{ο}$ Στάδιο: Αλλαγή διοικητικών στελεχών

I. Στιγμή της αλήθειας

Η εταιρία συνειδητοποιεί ότι τα προβλήματα που αντιμετωπίζει είναι μόνιμου χαρακτήρα και πρέπει να αναληφθεί σχετική δράση.

II. Υφιστάμενα διοικητικά στελέχη

Πραγματοποιείται, πλην ελάχιστων εξαιρέσεων, η αντικατάσταση των ανώτατων διοικητικών στελεχών. Η αντικατάσταση στηρίζεται στην παραδοχή ότι τα υφιστάμενα στελέχη είτε ευθύνονται για την παρακμή είτε δεν μπορούν να αντιληφθούν τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η εταιρία. Επιπρόσθετα, η αντικατάσταση διευκολύνει την εφαρμογή κάποιων ενεργειών που συνεπάγονται μείωση της απασχόλησης (θέσεων εργασίας) και συρρίκνωση λειτουργιών λόγω των συναισθηματικών δεσμών της υφιστάμενης διοίκησης. Η υφιστάμενη διοίκηση δεν απομακρύνεται όταν τα προβλήματα αποδίδονται στο εξωτερικό περιβάλλον.

III. Νέος ηγέτης

Ο προβιβασμός στελέχους «εκ των έσω» πλεονεκτεί σε γνώση της εταιρίας αλλά μειονεκτεί λόγω πιθανής σχέσης με τα υφιστάμενα προβλήματα. Στις περισσότερες περιπτώσεις πραγματοποιείται στρατολόγηση στελέχους από το εξωτερικό περιβάλλον.

2ο Στάδιο: Αξιολόγηση

I. Αναγνώριση-εντοπισμός προβλημάτων

Πρέπει να προσδιοριστούν επακριβώς τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η εταιρία με στόχο τον υπολογισμό της αμεσότητας απειλής προς την επιβίωσή της. Συνήθως, η αντιμετώπιση του συνόλου των προβλημάτων δεν είναι δυνατή. Το κριτήριο επιλογής των προς επίλυση προβλημάτων πρέπει να είναι η συνεισφορά στην ανάκαμψη και όχι η ευχέρεια αντιμετώπισης.

II. Λύσεις

Οι λύσεις που θα επιλεγούν πρέπει να είναι απλές και να μην απαιτούν ιδιαίτερη τεκμηρίωση. Απορρίπτονται οι λύσεις που δεν προκύπτουν από ανάλυση των προβλημάτων.

III. Σχέδιο δράσης

Το σχέδιο δράσης πρέπει να συνταχθεί εντός, περίπου, 15 ημερών για μικρές και 30 ημερών για μεγάλες εταιρίες. Σε αντίθεση με το επιχειρηματικό σχέδιο που συντάσσεται υπό φυσιολογικές συνθήκες, το σχέδιο ανάκαμψης είναι πιο σύντομο και λιγότερο επίσημο (τυπικό). Αναλόγως της σοβαρότητας της κατάστασης, η επικέντρωση σε χρηματοοικονομικά ζητήματα είναι μικρότερη ή μεγαλύτερη.

IV. Επικοινωνία-γνωστοποίηση σχεδίου

Το σχέδιο γνωστοποιείται «προς τα πάνω» (πχ διοικητικό συμβούλιο) και «προς τα κάτω» (πχ μεσαία διοικητικά στελέχη). Η γενική κατεύθυνση αφορά στην ενημέρωση και τη λήψη συγκατάβασης όσων μπορούν να επηρεάσουν την έκβαση του σχεδίου.

3ο Στάδιο: Επείγουσα ανάγκη (emergency)

I. Παύση αιμορραγίας

Στόχος είναι η σταθεροποίηση της κατάστασης, ιδιαίτερα όταν παρατηρούνται σημαντικές ταμειακές εκροές. Στον εντοπισμό των πηγών «άντλησης» ταμειακής ροής συμβάλλει η σύνταξη καταλόγου

με τις σχετικές εναλλακτικές επιλογές, πχ δανεισμός έναντι πώλησης περιουσιακών στοιχείων. Πραγματοποιείται εξέταση της εταιρίας ανά τμήμα και τα ζημιογόνα τμήματα αποεπενδύονται. Το βασικότερο σημείο είναι η εφάπαξ περιστολή που εξασφαλίζει, σε μεγάλο βαθμό, τον περιορισμό της ανησυχίας εντός της εταιρίας. Αν υπάρχει αβεβαιότητα για το ύψος των περιστολών, ο «κανόνας» είναι να εφαρμοστεί μεγαλύτερη παρά μικρότερη περιστολή.

II. Απαλλαγή βαρών από τον ηττημένο (unloading a loser)

Αν η συνέχιση της λειτουργίας συνεπάγεται ταμειακές εκροές που δεν είναι διαθέσιμες, πρέπει να εξεταστεί το ενδεχόμενο ρευστοποίησης. Όταν η ρευστοποίηση συνιστά τη βέλτιστη επιλογή, η καθυστέρησή της δεν προσφέρει παρά μόνο επιπλέον απώλειες. Η τμηματική ρευστοποίηση είναι, συνήθως, λιγότερο εφικτή από τη ρευστοποίηση ως σύνολο εξαιτίας του μεγαλύτερου πλήθους αγοραστών που πρέπει να αναζητηθούν.

III. Έξοδος από το «στύψιμο» (out of the wringer)

Εφόσον η ταμειακή «αιμορραγία» έχει αντιμετωπιστεί, εξετάζονται οι προοπτικές των τμημάτων και προϊόντων. Η εταιρία πρέπει να απαλλαγεί από οποιοδήποτε τμήμα ή προϊόν που υπολείπεται προοπτικών κερδοφορίας.

4^{ο} Στάδιο: Σταθεροποίηση

I. Πέρα από το σήμερα

Η επικέντρωση αφορά πλέον στην κερδοφορία και όχι στην ταμειακή ροή και οι ενέργειες που πραγματοποιούνται στοχεύουν στην επίτευξη κέρδους ή αύξηση του περιθωρίου κέρδους και όχι στην περιστολή κόστους. Οι περιστολές δύνανται να αποτρέψουν την αποτυχία αλλά δεν εξασφαλίζουν την επιτυχία. Εξετάζεται, επίσης, η μεταβολή της στρατηγικής που θα εξασφαλίσει την επιβίωση μεσοπρόθεσμα.

II. Προστασία της «βασικής φλέβας» (motherlode)

Στόχος είναι η βελτίωση της αποδοτικότητας των λειτουργιών που σχετίζονται με το κύριο αντικείμενο και, ίσως, απαιτηθούν επενδύσεις.

III. Επανατοποθέτηση της εταιρίας

Λαμβάνει χώρα όταν τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η εταιρία είναι απόρροια σημαντικών αλλαγών στην αγορά. Οι σχετικές ενέργειες

αφορούν είτε στα υφιστάμενα προϊόντα είτε σε νέα προϊόντα (διαφοροποίηση).

IV. Όταν η ανάκαμψη αποτυγχάνει

Σε περίπτωση αδυναμίας επίτευξης αποδεκτού ποσοστού απόδοσης, πρέπει να εξεταστεί η πώληση της εταιρίας ως σύνολο. Αν η πώληση είναι η επιλογή με τη μεγαλύτερη αξία για τους μέτοχους και τις περισσότερες ευκαιρίες μελλοντικής απασχόλησης για τα διοικητικά στελέχη και τους εργαζόμενους, δε θεωρείται αποτυχία. Ανάλογη συλλογιστική υιοθετείται στην περίπτωση που η εταιρία καταστεί στόχος εξαγοράς.

5^{ο} Στάδιο: Επιστροφή σε φυσιολογική ανάπτυξη

I. Δημιουργία συνετών χρηματοοικονομικών αρχών

Βασική επιδίωξη είναι η δραστηριότητα σε προϊόντα και αγορές με υψηλό περιθώριο κέρδους. Αυτό απαιτεί αλλαγές στο εσωτερικό και το εξωτερικό της εταιρίας όπως, αντίστοιχα, η αύξηση της αποτελεσματικότητας πωλήσεων και η προσθήκη νέων προϊόντων και αγορών στα σχετικά χαρτοφυλάκια. Λόγω των απαιτούμενων επενδύσεων για την επίτευξη ανάπτυξης, η επικέντρωση στρέφεται προς την απόδοση των επενδύσεων. Η πραγματοποίηση επενδύσεων προϋποθέτει την αποκατάσταση του Ισολογισμού σε όρους διάρθρωσης του ενεργητικού και των χρηματοδοτικών πηγών.

Παρόμοιο υπόδειγμα προτείνει ο Smith (1998) με τη διαφορά ότι το 2^{ο} στάδιο καλείται «καθορισμός σχεδίου» ενώ το 4^{ο} στάδιο «ανάπτυξη και ανατοποθέτηση». Όπως θα γίνει εμφανές από τις επόμενες παραγράφους, το υπόδειγμα που παρουσιάστηκε παραπάνω αποτέλεσε τη «βάση» άλλων που διατυπώθηκαν μεταγενέστερα. Σε πρακτικό επίπεδο, το υπόδειγμα εφαρμόστηκε για την ανάκαμψη του οργανισμού δορυφορικών επικοινωνιών INTELSAT τη δεκαετία του 1980 (Colino: 1986) και της μεταλλοβιομηχανίας British Steel Corporation στις αρχές της δεκαετίας του 1980 (Pandit: 1998). Επίσης, υιοθετείται από το Σύνδεσμο Διοίκησης Ανάκαμψης (Turnaround Management Association) των ΗΠΑ (Oliver and Fredenberger: 1997). Σε επίπεδο εξέλιξης της Διαδικασίας, η συλλογιστική του υποδείγματος αποδίδεται, συνοπτικά, από τα δίπτυχα πρόβλημα-λύση και σταθεροποίηση-ανάπτυξη. Σημειώνεται, ακόμη, η εξέταση ενδεχόμενης πώλησης της

εταιρίας σε περίπτωση αποτυχίας της Διαδικασίας. Σε επίπεδο διοίκησης της Διαδικασίας, τα κυριότερα σημεία αφορούν στη αντικατάσταση των ανώτατων διοικητικών στελεχών με νέα στελέχη από το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας, την επικοινωνία του σχεδίου ανάκαμψης σε όλη την εταιρία και την απόδοση βαρύτητας στον ψυχολογικό αντίκτυπο της εφάπαξ περιστολής.

6.3.3 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ FINKIN (1985)

Το υπόδειγμα συνιστά προσωπική πρόταση του συντάκτη (άνευ θεωρητικής ανασκόπησης ή μελέτης περίπτωσης) και διαρθρώνεται σε 3 στάδια που καλούνται «φάσεις»:

1η Φάση: Αρχή

Στον τομέα συμπεριφοράς-ψυχολογίας πρέπει να διαμορφωθεί μία θετική και συμμετοχική στάση με στόχο τη συγκατάβαση των εργαζομένων. Στον τομέα των λειτουργιών συντάσσονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα (πχ εβδομάδα) αναφορές σχετικά με:

I. Ανάλωση ωρών εργασίας

II. Παραγωγικότητα

III. Αποθέματα

IV. Προμήθειες

Σε αυτήν την φάση δεν πραγματοποιείται περιστολή κόστους και, ειδικότερα, απολύσεις.

2η Φάση: Επαγρύπνηση

Επιλέγεται το 20% των στοιχείων που διαμορφώνουν το 80% του κόστους. Συνήθως, τα στοιχεία που χρήζουν προτεραιότητας εξέτασης είναι οι προμήθειες υλικών, τα αποθέματα και η απασχόληση. Ακολουθεί η αποφασιστική βελτίωση των παραπάνω στοιχείων που, εκτός του απτού χρηματοοικονομικού αποτελέσματος, συμβάλλει στη διαμόρφωση κλίματος συμμετοχής και υποβολής προτάσεων για την επίλυση προβλημάτων.

3η Φάση 3η: Βελτιστοποίηση

Αντικατάσταση των ανώτατων διοικητικών στελεχών που είτε ευθύνονται για την παρακμή είτε δε διαθέτουν τα απαραίτητα προσόντα για την ανάκαμψη.

Ενίσχυση των ικανοτήτων και δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού με στόχο την περαιτέρω αύξηση της αποδοτικότητας και την περιστολή κόστους.

Σε αντίθεση με το υπόδειγμα του Bibeault (1982), η αντικατάσταση των διοικητικών στελεχών πραγματοποιείται, ουσιαστικά, στο τέλος της Διαδικασίας δημιουργώντας αμφιβολίες σχετικά με την αναγκαιότητά της. Πιο απλά, εφόσον η εταιρία έχει ανακάμψει με τα υφιστάμενα διοικητικά στελέχη, προκύπτει το ερώτημα για τους λόγους αντικατάστασής τους. Παρά το γεγονός ότι υπάρχει η φάση «επαγρύπνησης», αντίστοιχη του σταδίου «επείγουσας ανάγκης» στο υπόδειγμα του Bibeault (1982), η διάρκεια της περιστολής δεν καθορίζεται επακριβώς καθώς δεν υπάρχει απαίτηση για «εφάπαξ» ενέργειες και η περιστολή δύνανται να επεκταθεί χρονικά πέρα από την εν λόγω φάση. Γενικά, το υπόδειγμα επικεντρώνεται στη βελτίωση της αποδοτικότητας είτε άμεσα, με περιστολή κόστους, είτε έμμεσα, με βελτίωση των ικανοτήτων και δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού. Είναι, επίσης, προφανές ότι το υπόδειγμα υπολείπεται λεπτομερούς περιγραφής της ακολουθίας ενεργειών.

6.3.4 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ROBBINS AND PEARCE II (1992)

Το υπόδειγμα συνιστά προϊόν βιβλιογραφικής ανασκόπησης και βασίζεται στο υπόδειγμα του Bibeault (1982). Η ειδοποιός διαφορά εντοπίζεται στην προσθήκη ενός σταδίου που δεν αφορά στη Διαδικασία ανάκαμψης αλλά στη συνθήκη που διαμορφώνει την ανάγκη εφαρμογής στρατηγικών ανάκαμψης (χάριν συντομίας θα αναφέρεται ως συνθήκη ανάκαμψης). Πιο απλά, το εν λόγω υπόδειγμα ξεκινά «ένα βήμα πριν» την έναρξη της Διαδικασίας.

Συνθήκη Ανάκαμψης

Συνδυασμός εσωτερικών και εξωτερικών παραγόντων που οδηγούν σε παρακμή και καθιστούν αναγκαία την εφαρμογή στρατηγικών ανάκαμψης. Εκτός των παραγόντων υπαιτιότητας, λαμβάνεται υπόψη η σοβαρότητα της κατάστασης για τη διαμόρφωση των στρατηγικών ανάκαμψης.

Διαδικασία – $1^{η}$ Φάση: Περιστολή

Επιδιώκεται η παύση της παρακμής μέσω περιστολής κόστους και πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Η περιστολή επικεντρώνεται στα περιουσιακά στοιχεία όταν η κατάσταση είναι ιδιαίτερα σοβαρή και στο κόστος όταν η

κατάσταση είναι λιγότερο σοβαρή. Τα αποτελέσματα είναι άμεσα εμφανή στα Αποτελέσματα Χρήσης και τον Ισολογισμό. Η περιστολή δε σταματά απαραίτητα στη συγκεκριμένη φάση.

Σημείο Απόφασης

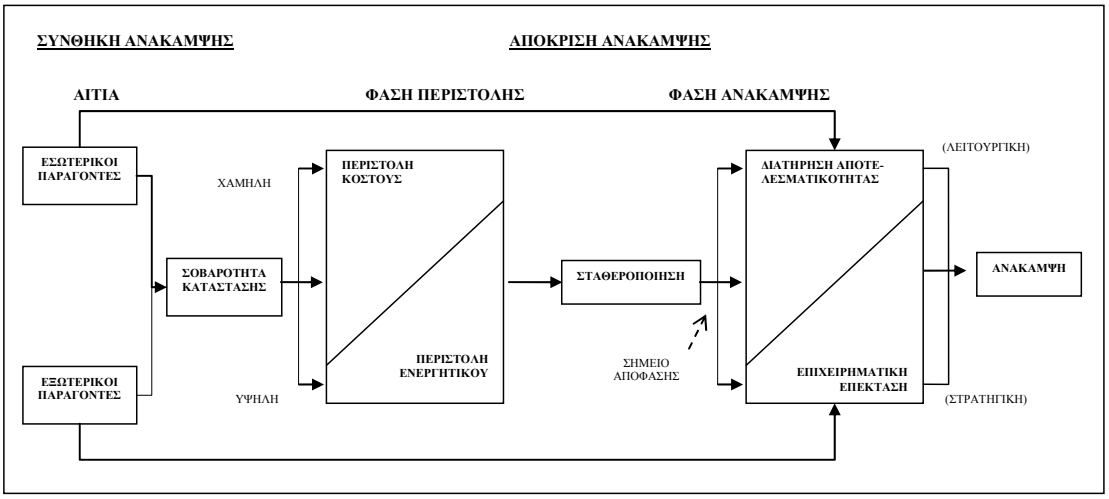
Λαμβάνεται απόφαση για το αν η εταιρία θα συνεχίσει να λειτουργεί σε μικρότερη κλίμακα με επικέντρωση στο κύριο αντικείμενο και βελτίωση της αποδοτικότητας ή αν θα διαφοροποιήσει τη στρατηγική της για την είσοδο σε νέα προϊόντα-αγορές.

Διαδικασία – $2^{η}$ Φάση: Ανάκαμψη

Πραγματοποιούνται επενδύσεις για την αρχική βελτίωση της χρηματοοικονομικής επίδοσης. Οι επενδύσεις είναι είτε λειτουργικές (αποδοτικότητας), δηλαδή αφορούν στα υφιστάμενα προϊόντα ή/ και αγορές, ή στρατηγικές (επιχειρηματικές), δηλαδή αφορούν σε νέα προϊόντα ή/ και αγορές. Οι στόχοι των επενδύσεων είναι μακροπρόθεσμοι και η διαμόρφωση της στρατηγικής εξαρτάται, κυρίως, από τη φύση των αιτιών παρακμής. Όταν η παρακμή αποδίδεται σε εξωτερικές αιτίες, οι επενδύσεις είναι στρατηγικές (επιχειρηματικές). Σε διαφορετική περίπτωση, οι επενδύσεις είναι λειτουργικές (αποδοτικότητας).

Η σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος είναι η εξής:

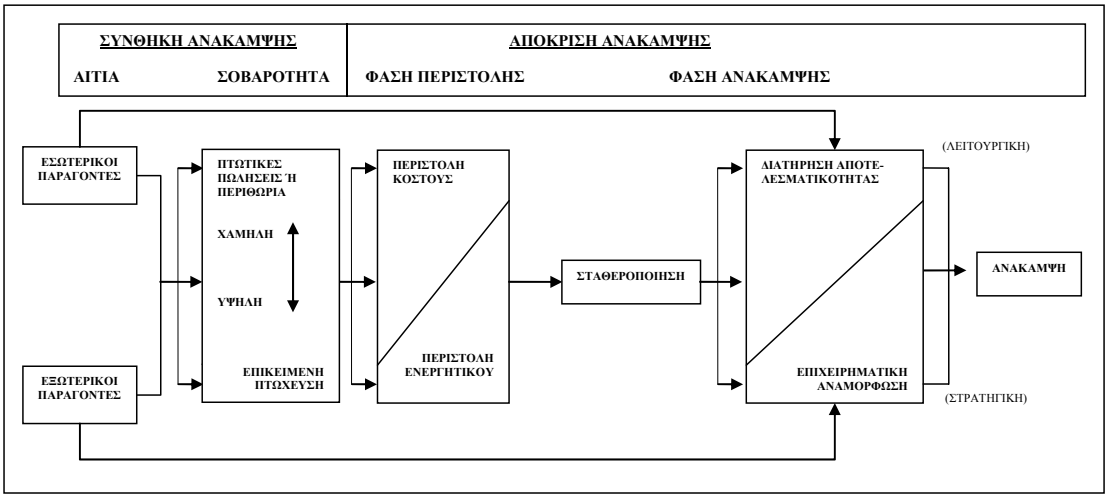
Σχήμα 6.1 Σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος των Robbins and Pearce II (1992)



Κατά τον Freedman (1996), ανάλογο υπόδειγμα εφαρμόστηκε για την ανάκαμψη της εταιρίας ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών Philips (Γερμανία) τη δεκαετία

του 1990 και είναι το πρώτο που υποδεικνύει την εξέταση της σχέσης των αιτιών παρακμής και της σοβαρότητας της κατάστασης με την επιλογή ενεργειών. Οι Pearce II and Robbins (1993) παρουσιάζουν μία ελαφρώς «παραλλαγμένη» μορφή του παραπάνω υποδείγματος. Το «νέο» στοιχείο αφορά στην περιγραφή της σοβαρότητας της κατάστασης και, πιο συγκεκριμένα, στην οριοθέτησή της μεταξύ των πτωτικών πωλήσεων ή περιθωρίων κέρδους και της επικείμενης ή επαπειλούμενης πτώχευσης. Σχηματικά, η προσθήκη απεικονίζεται με ένα νέο πλαίσιο και το υπόδειγμα διαμορφώνεται ως εξής:

Σχήμα 6.2 Σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος των Pearce II and Robbins(1993)



Συνολικά, τα δύο υποδείγματα, κυριότερα το δεύτερο, παρέχουν έναν πληρέστερο «οδηγό δράσης» σε σχέση με τα προηγούμενα υποδείγματα. Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν υπάρχει απαίτηση για αλλαγή των ανώτατων διοικητικών στελεχών υπονοώντας, έτσι, ότι η ανάκαμψη μπορεί να επιτευχθεί είτε από τα υφιστάμενα είτε από νέα στελέχη. Το σημαντικότερο σημείο εντοπίζεται στη σύνδεση της περιστολής με τη σοβαρότητα της κατάστασης, δηλαδή στη μη θεώρηση της περιστολής ως προαπαιτούμενο της ανάκαμψης ή, εναλλακτικά, ως «υποχρεωτικό» στάδιο της Διαδικασίας. Όταν η κατάσταση δεν είναι ιδιαίτερα σοβαρή, η περιστολή αφορά σε μεγαλύτερο βαθμό στο κόστος και σε μικρότερο βαθμό στα περιουσιακά στοιχεία και αντίστροφα. Η περιστολή, όταν απαιτείται, εφαρμόζεται με στόχο τη «σταθεροποίηση» και το σχετικό στάδιο είναι ανάλογο των σταδίων (φάσεων) της «επείγουσας ανάγκης» και «επαγρύπνησης» των υποδειγμάτων των Bibeault (1982) και Finkin (1985), αντίστοιχα.

6.3.5 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ BALGOBIN AND PANDIT (2001)

Το υπόδειγμα προκύπτει από βιβλιογραφική ανασκόπηση και την εξέταση της ανάκαμψης της εταιρίας πληροφορικής IBM UK (Ηνωμένο Βασίλειο), θυγατρικής της IBM (ΗΠΑ), την περίοδο 1988-1997. Υπάρχουν κοινά στοιχεία με το υπόδειγμα του Bibeault (1982) και ενσωματώνεται, επίσης, το έναυσμα (trigger) της Διαδικασίας. Συνοπτικά, τα 5 στάδια έχουν ως εξής:

1ο Στάδιο: Παρακμή και κρίση

Διαχωρισμός των αιτιών παρακμής σε εξωτερικές-εσωτερικές και ανάλυσή τους. Συχνότερα αναφερόμενες εξωτερικές αιτίες: πτώση ζήτησης, αύξηση ανταγωνισμού και αύξηση του κόστους εισροών. Συχνότερα αναφερόμενες εσωτερικές αιτίες: ανεπαρκής (poor) διοίκηση και δομή υψηλού κόστους (high cost structure).

2ο Στάδιο: Εναύσματα αλλαγής

Πρόκειται για τα γεγονότα που συμβάλλουν στην έναρξη της Διαδικασίας. Το προαπαιτούμενο είναι η πτωτική επίδοση και, επιπρόσθετα, ως έναυσμα λειτουργούν η παρέμβαση εξωτερικών συμμέτοχων, η αλλαγή ή η απειλή αλλαγής της ιδιοκτησίας, η πρόσληψη νέων ανώτατων διοικητικών στελεχών, η αναγνώριση των προβλημάτων από τα υφιστάμενα ανώτατα διοικητικά στελέχη και η πεποίθηση των υφιστάμενων ανώτατων διοικητικών στελεχών για την ύπαρξη νέων ευκαιριών.

3ο Στάδιο: Σχηματισμός (διατύπωση) στρατηγικών ανάκαμψης

Συντάσσεται σχέδιο που στηρίζεται σε:

I. Ανάλυση κατάστασης

Συλλογή πληροφοριών μέσω συναντήσεων με το ανθρώπινο δυναμικό της εταιρίας. Στόχος των συναντήσεων είναι, επίσης, η δημιουργία εμπιστοσύνης και ο εντοπισμός ικανού δυναμικού.

II. Ανάκτηση ελέγχου

Σε χρηματοοικονομικό και διοικητικό επίπεδο μέσω εγκατάστασης συστημάτων ελέγχου. Στόχος είναι η αποτροπή της σπατάλης της χρηματοοικονομικής ισχύος και η υιοθέτηση αξιών και προτύπων που θα συμβάλλουν στην ανάκαμψη.

III. Διοίκηση συμμέτοχων

Η συγκατάβαση των συμμέτοχων είναι απαραίτητη για την επιτυχία των στρατηγικών. Επιτυγχάνεται μέσω επικοινωνίας. Σημαντικότερες ομάδες συμμέτοχων είναι οι τράπεζες, οι προμηθευτές, οι πελάτες και οι εργαζόμενοι (ενώσεις).

IV. Βελτίωση παρακίνησης

Στοχεύει στη συμμετοχή του ανθρώπινου δυναμικού και είναι, βασικά, αποτέλεσμα του στυλ ηγεσίας και του προσωπικού παραδείγματος που δίνει ο ηγέτης της ανάκαμψης.

4ο Στάδιο: Περιστολή και σταθεροποίηση

Στόχος της περιστολής είναι η σταθεροποίηση της κατάστασης και η δημιουργία θετικών ταμειακών ροών. Σε αυτό το στάδιο απαιτείται, συνήθως, αναδιάρθρωση της οργανωσιακής δομής. Μετά τη σταθεροποίηση, ακολουθεί η εξέταση των μακροχρόνιων προοπτικών της εταιρίας.

5ο Στάδιο: Επιστροφή στην ανάπτυξη

Προτεραιότητα είναι η εξασφάλιση της μακροχρόνιας κερδοφορίας και ανάπτυξης. Η περιστολή υποκαθίσταται από στρατηγικές δημιουργίας εσόδων και επενδύσεις. Εξετάζεται, επίσης, το ενδεχόμενο πρόσληψης νέων ανώτατων διοικητικών στελεχών.

Όσον αφορά στην εξέλιξη της Διαδικασίας, παρατηρούνται ομοιότητες με προγενέστερα υποδείγματα, όπως του Bibeault (1982). Ωστόσο, σε σχέση με άλλα υποδείγματα, όπως των Robbins and Pearce II (1992), η περιστολή που στοχεύει στη «σταθεροποίηση» δε συνδέεται με συγκεκριμένους παράγοντες, όπως η σοβαρότητα της κατάστασης. Παρόμοια με άλλα υποδείγματα, οι στρατηγικές που στοχεύουν στη μακροχρόνια επιβίωση έπονται των στρατηγικών «σταθεροποίησης». Σε επίπεδο διοίκησης της Διαδικασίας, η αντικατάσταση των ανώτατων διοικητικών στελεχών δε συνιστά προαπαιτούμενο αλλά θεωρείται πιθανό έναυσμα. Επίσης, κρίνεται σημαντική η αναφορά σε ζητήματα ηγεσίας και σε ενέργειες που στοχεύουν στην εξασφάλιση της στήριξης σημαντικών συμμέτοχων, όπως οι εργαζόμενοι και οι πιστωτές.

6.3.6 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ CHOWDHURY (2002)

Το υπόδειγμα διαμορφώνεται σύμφωνα με τέσσερα κριτήρια-υποθέσεις: α) το κίνητρο-ερέθισμα για την εφαρμογή ενεργειών ανάκαμψης προκύπτει μετά από παρατεταμένη πτώση της επίδοσης, β) η ανάκαμψη συνιστά σειρά δραστηριοτήτων που σχετίζονται με το εσωτερικό και το εξωτερικό πλαίσιο, γ) οι δραστηριότητες αναλαμβάνονται και εκτελούνται αποφασιστικά και δ) ο συνδυασμός των τριών πρώτων κριτηρίων εκτείνεται, τυπικά, σε εύρος χρόνου. Το υπόδειγμα χρησιμοποιείται για την ανάλυση της ανάκαμψης της αυτοκινητοβιομηχανίας Chrysler (ΗΠΑ) στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Συνοπτικά τα τέσσερα στάδια του υποδείγματος έχουν ως εξής:

1^{ο} Στάδιο: Παρακμή

Προκύπτει από εξωγενείς ή ενδογενείς παράγοντες και καλείται, αντίστοιχα, αφανισμός «τύπου Κ» ή «τύπου R». Το κίνητρο-ερέθισμα για την έναρξη της Διαδικασίας προέρχεται, μεταξύ άλλων, από τις τράπεζες, τους πιστωτές, την Πολιτεία, τον Τύπο, τους μετόχους και τις ενώσεις εργαζομένων. Η πιθανότητα αντικατάστασης των ανώτατων διοικητικών στελεχών εξαρτάται από την προέλευση του ερεθίσματος.

2^{ο} Στάδιο: Έναρξη ανταπόκρισης

Η επιλογή των στρατηγικών ανάκαμψης επηρεάζεται από την έκταση του αντικειμένου της εταιρίας και την επικάλυψη σκοπού και ακολουθία των στρατηγικών. Η έκταση του αντικειμένου προσδιορίζει το εύρος των διαθέσιμων επιλογών, πχ οι όμιλοι έχουν τη δυνατότητα αποεπένδυσης θυγατρικών. Η επικάλυψη σκοπού αναφέρεται στην επιρροή των στρατηγικών ανάκαμψης σε περισσότερα του ενός πεδία. Η ακολουθία υποδεικνύει την επιλογή στρατηγικών σε στάδια, ανάλογα με τη σοβαρότητα της κατάστασης, τις αιτίες παρακμής και τη στάση των συμμέτοχων.

3^{ο} Στάδιο: Μετάβαση

Πρόκειται για την περίοδο ανάμεσα στην εφαρμογή των στρατηγικών και την εμφάνιση των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων τους. Αναφορικά με το χρόνο που παρήλθε, περιορισμένο χρονικό διάστημα υπονοεί ότι τα αποτελέσματα των ενεργειών επικεντρώνονται στη βραχυχρόνια περίοδο ενώ εκτεταμένο χρονικό διάστημα υπονοεί ότι τα βραχυχρόνια αποτελέσματα επικαλύπτονται από τα μακροχρόνια. Οι υλικοί «μοχλοί» (substantive levers)

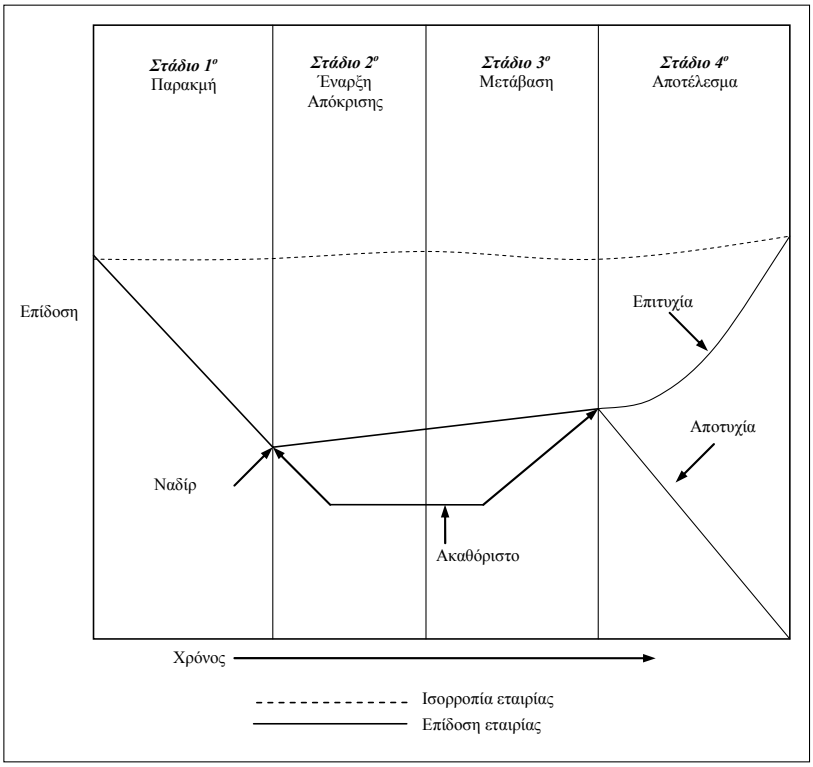
συνιστούν τα στοιχεία της Διαδικασίας που ευθύνονται, ουσιαστικά, για την επιτυχή ή αποτυχημένη έκβαση των στρατηγικών. Σε αυτά τα στοιχεία περιλαμβάνονται το στυλ διοίκησης, η δομή διακυβέρνησης, ο στρατηγικός προσανατολισμός, η πείρα για τον κλάδο, η κουλτούρα και τα χαρακτηριστικά ηγεσίας των ανώτατων διοικητικών στελεχών, οι ατομικές ενέργειες του ανθρώπινου δυναμικού και τα χαρακτηριστικά και οι ιδιότητες (απτές και μη) του οργανισμού (εταιρίας).

Στάδιο 4^{ο}: Έκβαση

Η επιτυχία ή αποτυχία της Διαδικασίας καθορίζεται βάσει των ίδιων μέτρων επίδοσης που λαμβάνονται υπόψη για το χαρακτηρισμό μίας εταιρίας ως ευρισκόμενης σε παρακμή. Ωστόσο, σε μακροχρόνιο ορίζοντα, απαιτείται η εξέταση πρόσθετων μέτρων που επιβεβαιώνουν ότι η επιτυχία δεν είναι προσωρινή και ότι η μακροχρόνια επιβίωση της εταιρίας δεν κινδυνεύει.

Η σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος έχει ως εξής:

Σχήμα 6.3 Σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος του Chowdhury (2002)



Το υπόδειγμα υιοθετείται, επίσης, από τους Sheppard and Chowdhury (2005) και συνιστά το πρώτο υπόδειγμα με σημαντικές διαφοροποιήσεις συγκριτικά με τα

προγενέστερα. Στο επίπεδο της εξέλιξης της Διαδικασίας, δεν προβλέπεται «αυτόνομο» στάδιο περιστολής με στόχο τη σταθεροποίηση. Οι ενέργειες ανάκαμψης εφαρμόζονται σε ένα στάδιο ανεξάρτητα από το αν στοχεύουν στην εξασφάλιση της βραχυχρόνιας ή μακροχρόνιας επιβίωσης της εταιρίας. Πιο απλά, αμφότεροι οι «τύποι» στρατηγικών εφαρμόζονται ταυτόχρονα υπό τη διαφορά του χρόνου που απαιτείται για να καταστούν εμφανή τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματά τους. Όσον αφορά στη διοίκησης της Διαδικασίας, η αντικατάσταση των ανώτατων διοικητικών στελεχών εξαρτάται από το «είδος», δηλαδή τις αιτίες, παρακμής που αντιμετωπίζει η εταιρία και του εναύσματος έναρξης της Διαδικασίας. Σε αντίθεση με τα προγενέστερα υποδείγματα, πλην εκείνου των Balgobin and Pandit (2001), η αναφορά σε στοιχεία της διοίκησης, υπό τον τίτλο «μοχλοί», είναι σαφώς πιο λεπτομερής.

6.3.7 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ SCHERRER (2003)

Το υπόδειγμα βασίζεται, ουσιαστικά, στο υπόδειγμα του Bibeault (1982) με κάποιες τροποποιήσεις σταδίων. Η βασική διαφορά εντοπίζεται στην προσθήκη χρονικών διαστημάτων ανά στάδιο. Συνοπτικά, το υπόδειγμα περιγράφεται ως εξής:

1^{ο} Στάδιο: Ανάλυση της κατάστασης (1 εβδομάδα έως 1 μήνας)

Εκτιμάται η δυνατότητα επιβίωσης της εταιρίας. Οι δείκτες που εξετάζονται είναι οι εξής:

I. Κεφάλαιο Κίνησης/ Ενεργητικό

II. Αποτελέσματα εις νέο/ Ενεργητικό

III. Κέρδη προ τόκων και φόρων/ Ενεργητικό

IV. Αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων / Λογιστική αξία χρέους

V. Πωλήσεις/ Περιουσιακά στοιχεία

Η ανάλυση εκτείνεται σε χρονική περίοδο 3 ετών. Ανάλογα με την αγορά, η εξέλιξη της τιμής των δεικτών αναμένεται διαφορετική. Για τις εταιρίες που λειτουργούν σε ώριμες αγορές, οι δείκτες πρέπει να διέπονται από σταθερότητα τιμών σε βάθος χρόνου.

2^{ο} Στάδιο: Σύνταξη σχεδίου (1 μήνας έως 2 μήνες)

Στόχος του σχεδίου είναι η πρόταση στρατηγικών ανάκαμψης λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος της

εταιρίας. Το σχέδιο στοχεύει, επίσης, στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης των συμμέτοχων και την καθοδήγηση κατά τη Διαδικασία. Η ανάκαμψη ενδέχεται να είναι στρατηγική, λειτουργική ή χρηματοοικονομική.

3^{ο} Στάδιο: Εφαρμογή και σταθεροποίηση (6 μήνες ως 1 έτος)

Συντάσσεται προϋπολογισμός που περιλαμβάνει τα πραγματικά κόστη και τη συμμετοχή κάθε προϊόντος στο σταθερό κόστος. Στόχος του προϋπολογισμού είναι ο υπολογισμός του πραγματικού κόστους λειτουργίας, η επιβολή χρηματοοικονομικής πειθαρχίας (λογοδοσίας) και ο σχεδιασμός των επενδύσεων. Επίσης, εξετάζεται η ανά πελάτη κερδοφορία και αξιοπιστία και η αποτελεσματικότητα του δικτύου διανομής των προϊόντων. Οι στρατηγικές περιλαμβάνουν τη δημιουργία εσόδων, τη βελτίωση αποδοτικότητας, την εκ νέου επικέντρωση σε αγορές, την περιστολή ή οποιονδήποτε συνδυασμό των παραπάνω. Γενικά, προτείνονται στρατηγικές:

I. Περιστολής κόστους και βελτίωσης της αποδοτικότητας για εταιρίες που λειτουργούν σε ώριμους κλάδους

II. Περιστολής περιουσιακών στοιχείων και βελτίωσης της αποδοτικότητας για εταιρίες που λειτουργούν σε ώριμους κλάδους

III. Περιστολής κόστους για εταιρίες με υψηλό ποσοστό αξιοποίησης της δυναμικότητας

IV. Δημιουργίας εσόδων και εκ νέου επικέντρωσης σε προϊόντα-αγορές για εταιρίες με υψηλό μερίδιο αγοράς

4^{ο} Στάδιο: Επιστροφή στην ανάπτυξη (1 έτος έως 2 έτη)

Μεταβολή της στρατηγικής εν αναμονή μεταβολής του περιβάλλοντος.

Το υπόδειγμα συνιστά, ίσως, τον πιο απλό και κατανοητό «οδηγό δράσης» δεδομένης της απλουστευμένης ανάλυσης της υφιστάμενης κατάστασης (μέσω χρηματοοικονομικών δεικτών) και της παροχής «συνταγών» επιλογής στρατηγικών. Σε επίπεδο εξέλιξης της Διαδικασίας, η σημαντικότερη διαφορά με τα προηγούμενα υποδείγματα αφορά στη ρητή διατύπωση χρονικών διαστημάτων για κάθε στάδιο. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι οι αναμενόμενες διαφορές ανά περίπτωση (εταιρία) δύνανται να αμφισβητήσουν την ισχύ τέτοιων διατυπώσεων. Επίσης, δίδεται ιδιαίτερη βαρύτητα στη σύνταξη σχεδίου ανάκαμψης για λόγους ελέγχου και παρακίνησης. Παρόμοια με το υπόδειγμα του Chowdhury (2002), δεν προβλέπεται «αυτόνομο» στάδιο περιστολής με στόχο τη σταθεροποίηση της κατάστασης αλλά η

εφαρμογή των ενεργειών ανάκαμψης πραγματοποιείται ταυτόχρονα. Όσον αφορά στη διοίκηση της Διαδικασίας, η μόνη αναφορά εντοπίζεται στο ρόλο του Σχεδίου ως μέσο διαπραγμάτευσης για την επίτευξη της στήριξης των συμμέτοχων.

6.3.8 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ LOHRKE ET AL. (2004)

Το υπόδειγμα αποτελεί «παραλλαγή» των υποδειγμάτων των Robbins and Pearce II (1992) και Pearce II and Robbins (1993). Η βασική διαφορά εντοπίζεται στη συγκεκριμενοποίηση των παραγόντων που επηρεάζουν τη σοβαρότητα της κατάστασης και τα χαρακτηριστικά των ανώτατων διοικητικών στελεχών που επηρεάζουν την απόκριση στην παρακμή. Συνοπτικά, οι τρεις φάσεις του μοντέλου περιγράφονται ως εξής:

$1^{η}$ Φάση: Συνθήκη

Η σοβαρότητα της κατάστασης προσδιορίζεται από τη γενναιοδωρία και το δυναμισμό του περιβάλλοντος, την απόκλιση στρατηγικής και τη διαθεσιμότητα πλεοναζόντων πόρων (slack resources).

$2^{η}$ Φάση: Απόκριση

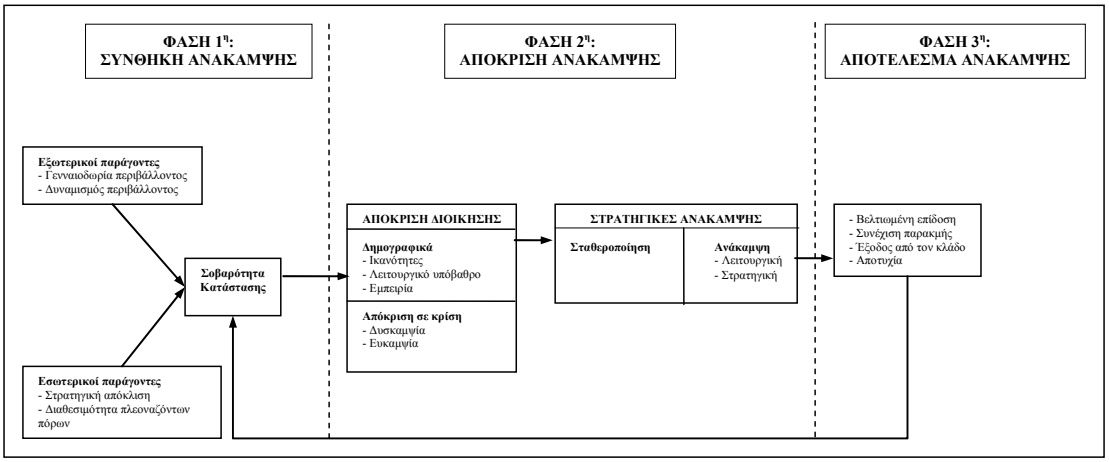
Η διαμόρφωση της απόκρισης είναι απόρροια των ικανοτήτων, του λειτουργικού υπόβαθρου, της εμπειρίας και της δυσκαμψίας ή ευκαμψίας των διοικητικών στελεχών. Η φάση εκκινεί με την προσπάθεια σταθεροποίησης. Ακολούθως, η διοίκηση αναλύει τις αιτίες παρακμής και σχεδιάζει την απόκριση για την εξασφάλιση μακροχρόνιας επιβίωσης.

$3^{η}$ Φάση: Αποτέλεσμα

Το αποτέλεσμα εξαρτάται από την επιτυχία της διοίκησης στη $2^{η}$ φάση αναφορικά με το συνδυασμό αιτιών παρακμής και ενεργειών ανάκαμψης και μεταφράζεται σε βελτίωση της επίδοσης, συνέχεια της παρακμής, έξοδο από τον κλάδο ή αποτυχίας.

Η σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος είναι η ακόλουθη:

Σχήμα 6.4 Σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος των Lohrke et al. (2004)



Όσον αφορά στην εξέλιξη της Διαδικασίας, παρατηρούνται ομοιότητες με κάποια από τα προγενέστερα υποδείγματα αναφορικά με τις στρατηγικές που στοχεύουν στη σταθεροποίηση της κατάστασης. Παρόλο που οι εν λόγω στρατηγικές δε συνιστούν ξεχωριστό στάδιο, προηγούνται των στρατηγικών με μακροχρόνιο αντίκτυπο. Η διατύπωση των τεσσάρων πιθανών εκβάσεων της Διαδικασίας συνιστά τη βασικότερη διαφορά με τα προγενέστερα υποδείγματα όπου η αναφορά στην έκβαση είναι είτε συνοπτική είτε ανύπαρκτη. Στο επίπεδο της διοίκησης της Διαδικασίας, υπάρχουν ομοιότητες με το υπόδειγμα του Chowdhury (2002) αναφορικά με την περιγραφή των απαιτούμενων χαρακτηριστικών των ανώτατων διοικητικών στελεχών.

6.3.9 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ SMITH AND GRAVES (2005)

Το υπόδειγμα βασίζεται στο υπόδειγμα των Robbins and Pearce II (1992) και Pearce II and Robbins (1993) αλλά ενσωματώνει, επίσης, κάποια στοιχεία από το υπόδειγμα των Lohrke et al. (2004). Όπως αναφέρουν οι συγγραφείς, η διάρθρωση πραγματοποιείται σε δύο βασικές φάσεις. Συνοπτικά το υπόδειγμα περιγράφεται ως εξής:

1η Φάση: Περιορισμός παρακμής

Επιδιώκεται η σταθεροποίηση της επίδοσης σε επίπεδο που εξασφαλίζεται η επιβίωση της εταιρίας. Οι ενέργειες που εφαρμόζονται αφορούν, κυρίως, σε περιστολή με στόχο τη βελτίωση της αποδοτικότητας. Επιπρόσθετα, είναι αναγκαία η υποστήριξη των συμμέτοχων. Η επιτυχία της φάσης εξαρτάται

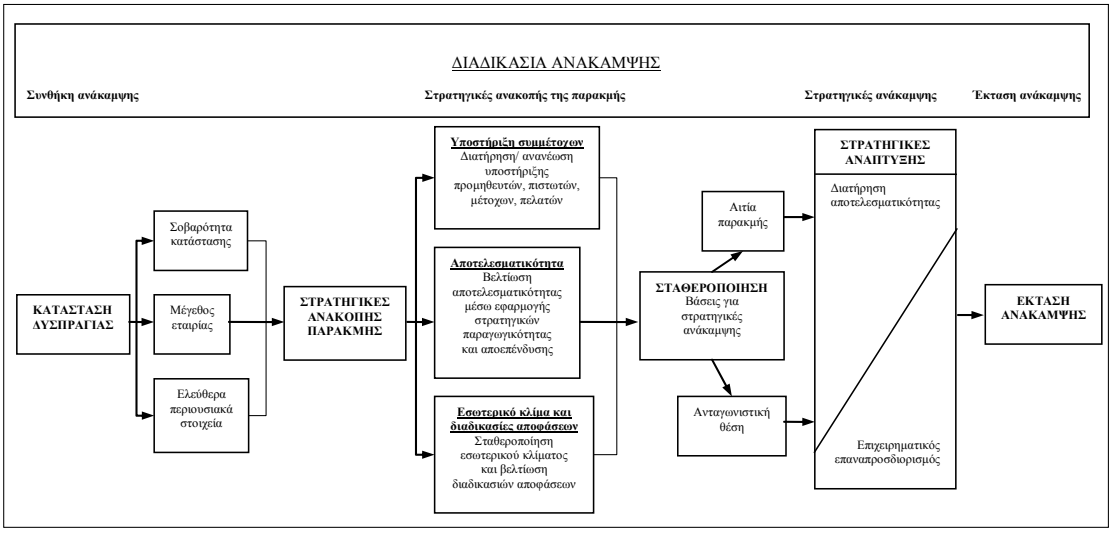
από τη σοβαρότητα της κατάστασης, τη διαθεσιμότητα πλεοναζόντων περιουσιακών στοιχείων και το μέγεθος της εταιρίας

2η Φάση: Ανάκαμψη

Αναλύονται και αντιμετωπίζονται οι αιτίες παρακμής. Η απόδοση της παρακμής σε εσωτερικές ή εξωτερικές αιτίες υποδεικνύει την εφαρμογή ενεργειών βελτίωσης της αποδοτικότητας ή επιχειρηματικού επαναπροσδιορισμού. Όταν η παρακμή αποδίδεται εξίσου σε εσωτερικές κι εξωτερικές αιτίες, η ανάκαμψη προϋποθέτει συνδυασμό των δύο τύπων ενεργειών.

Η σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος έχει ως εξής:

Σχήμα 6.5 Σχηματική απεικόνιση του υποδείγματος των Smith and Graves (2005)



Το παραπάνω υπόδειγμα δεν εισάγει νέα στοιχεία αλλά συνιστά, ουσιαστικά, αναδιάρθρωση των στοιχείων προγενέστερων υποδειγμάτων. Στο επίπεδο της εξέλιξης της Διαδικασίας, η ανάλυση των αιτιών παρακμής πραγματοποιείται κατά το σχεδιασμό των μακροχρόνιων στρατηγικών και όχι στην αρχή της Διαδικασίας. Πιο απλά, υπονοείται ότι η αντιμετώπιση των αιτιών δε συνιστά προαπαιτούμενο για την επίτευξη της σταθερότητας. Κατά συνέπεια, το στάδιο της «σταθεροποίησης» θεωρείται «αυτόνομο» και τοποθετείται πριν την εφαρμογή στρατηγικών που στοχεύουν στη μακροχρόνια επιβίωση της εταιρίας. Όσον αφορά στη διοίκηση της Διαδικασίας, η επίτευξη της υποστήριξης των συμμέτοχων και η δημιουργία «σταθερού» κλίματος στο εσωτερικό της εταιρίας θεωρούνται σημαντικά στοιχεία αλλά δεν αναλύονται λεπτομερώς.

6.4 Ζητήματα σχετικά με τη διοίκηση της Διαδικασίας ανάκαμψης

6.4.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Από την ανασκόπηση των υφιστάμενων υποδειγμάτων προκύπτει ότι η Διαδικασία συνίσταται όχι μόνο στη «χαρτογράφηση» της εξέλιξής της αλλά και στη διαμόρφωση του τρόπου διοίκησής της. **Η Διαδικασία συνιστά, ουσιαστικά, αλλαγή**. Ωστόσο, σε αντίθεση με άλλα υποδείγματα αλλαγής, περιλαμβάνει, συνήθως, ένα σημαντικό ταρακούνημα (σοκ) που απειλεί την επιβίωση της εταιρίας (Harker: 1996). Κατά συνέπεια, τα διοικητικά στελέχη που ηγούνται της Διαδικασίας δεν έχουν την «πολυτέλεια» χρόνου για την προετοιμασία της αλλαγής διότι η παρακμή απαιτεί προσοχή και οι συμμέτοχοι αναμένουν εξασφαλίσεις και αποτελέσματα (Harker: 1996, Harker: 1998). Γενικά, υποστηρίζεται ότι οι ηγέτες της ανάκαμψης δεν είναι οι «κλασσικοί» χαρισματικοί ηγέτες που εμπνέουν τους ακόλουθούς τους (Borins: 2002) και, σύμφωνα με κάποιες απόψεις, αυτή η «κατηγορία» ηγετών ενδέχεται να αποτύχει στη Διαδικασία (Landrum et al.: 2000). Ο Taylor (1982) υποστηρίζει ότι οι αναγκαίες ριζικές αλλαγές για την ανάκαμψη απαιτούν στυλ διοίκησης που προσομοιάζει περισσότερο στο στυλ του μεμονωμένου επιχειρηματία παρά σε εκείνο του διοικητή ενός μεγάλου οργανισμού και, κατά το Wright (1985), δεν υπάρχουν συγκεκριμένες «συνταγές» για το στυλ διοίκησης κατά την αντιμετώπιση της παρακμής: ούτε το πλήρως συμμετοχικό ούτε το απολυταρχικό στυλ θεωρούνται κατάλληλα για την ανάκαμψη. Οι Landrum et al. (2000) συμπληρώνουν, επίσης, ότι τα «παραδοσιακά» στυλ ηγεσίας, όπως το «συναλλακτικό» (transactional), το «μετασχηματιστικό» (transformational) και το «χαρισματικό» (charismatic), δεν ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις της Διαδικασίας. Σε επίπεδο μεμονωμένων περιπτώσεων, οι Muczyk and Steel (1998) παραθέτουν παραδείγματα εταιριών από τις ΗΠΑ όπου το ίδιο στυλ ηγεσίας (αυτοκρατορικό) αποδείχθηκε κατάλληλο ή ακατάλληλο. Η εξήγηση παρέχεται από την ενδεχομενική θεωρία (contingency theory) που ορίζει ότι η αποτελεσματικότητα της ηγεσίας εξαρτάται από την εκάστοτε περίσταση και, συνεπώς, θεωρείται βέλτιστος ο συνδυασμός της συμπεριφοράς του ηγέτη και των περιστασιακών χαρακτηριστικών του οργανισμού και των ακολούθων (Landrum et al.: 2000). Στο υπόλοιπο της ενότητας θα αναφερθούμε σε γενικά χαρακτηριστικά του στυλ διοίκησης-ηγεσίας της

Διαδικασίας χωρίς, όμως, την πρόθεση διατύπωσης «συνταγών» που, όπως προαναφέρθηκε, δεν υπάρχουν. Εξαιτίας των διαφορετικών απαιτήσεων στον τομέα του στυλ διοίκησης-ηγεσίας και δεδομένου ότι κάποια υποδείγματα Διαδικασίας θέτουν ως προαπαιτούμενο την αντικατάσταση των υφιστάμενων διοικητικών στελεχών, προκύπτει το ερώτημα για το εάν τα εν λόγω στελέχη θεωρούνται ικανά ή όχι να διοικήσουν (ηγηθούν) τη Διαδικασία. Το εν λόγω ζήτημα εξετάζεται σε ξεχωριστή παράγραφο. Η ενότητα ολοκληρώνεται με την παράθεση σύνοψης, σχολίων και επισημάνσεων σε ξεχωριστή παράγραφο.

6.4.2 ΣΤΥΛ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ-ΗΓΕΣΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχουν «συνταγές» για το στυλ διοίκησης της Διαδικασίας, υπάρχει ταύτιση απόψεων ως προς την επιρροή που πρέπει να ασκήσουν τα διοικητικά στελέχη στον οργανισμό. Τα δύο κυριότερα στοιχεία που πρέπει να επιτευχθούν αφορούν στη **συνεργασία** και την **παρακίνηση** (Muller: 1985, Muczyk and Steel: 1998, Gatti: 2002) δεδομένου ότι η αντιστροφή της παρακμής προϋποθέτει αλλαγές της λειτουργίας με διαφορετικούς, άγνωστους και δυσάρεστους τρόπους (Muczyk and Steel: 1998). Ενδεικτικά, οι μελέτες περιπτώσεων της ασφαλιστικής εταιρίας AA Insurance (Ηνωμένο Βασίλειο) στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και 4 εταιριών (3 επιτυχημένες και 1 αποτυχημένη Διαδικασία) από την Αυστραλία την περίοδο 1980-1996 υποδεικνύουν ότι οι επιτυχημένες απόπειρες ανάκαμψης ολοκληρώθηκαν με τη συμμετοχή του συνόλου του ανθρώπινου δυναμικού (Smith and Hall: 1998, Harker and Sharma: 2000). Κατά συνέπεια, το στυλ διοίκησης αφορά όχι μόνο στα ανώτατα διοικητικά στελέχη αλλά και, γενικά, σε όποιον ασκεί διοίκηση (Di Primio: 1988). Κατά καιρούς έχουν διατυπωθεί απόψεις σχετικά με τα αναγκαία χαρακτηριστικά της διοίκησης-ηγεσίας της Διαδικασίας. Οι Thain and Goldthorpe (1990) προτείνουν την κατάταξή τους σε τρεις ομάδες που αφορούν, αντίστοιχα, στις γνώσεις, τις ικανότητες και τη συμπεριφορά και εξετάζονται στη συνέχεια.

Οι **γνώσεις** αφορούν στην κατανόηση των αναγκαίων δραστηριοτήτων και διαδικασιών (σχεδιασμός, προϋπολογισμός, εφαρμογή, έλεγχος), των λειτουργικών τομέων της εταιρίας (μάρκετινγκ, παραγωγή, χρηματοοικονομικά), την ατομική και

οργανωσιακή συμπεριφορά, τη μεθοδολογία λήψης αποφάσεων και το πλαίσιο της αγοράς-κλάδου εντός του οποίου λειτουργεί η εταιρία. Ο έλεγχος και, ειδικότερα, ο έλεγχος των κεφαλαίων πρέπει να είναι συγκεντρωτικός (centralized) και ο σχεδιασμός των επενδύσεων και των αποεπενδύσεων πρέπει να αποφασιστεί άμεσα (Taylor: 1982). Η απαίτηση για γνώση του κλάδου υποστηρίζεται σε θεωρητικό επίπεδο (Ketelhohn et al.: 1991, Barker III: 2005) αλλά τεκμηριώνεται, επίσης, εμπειρικά. Κατόπιν ανάλυσης 15 περιπτώσεων (8 επιτυχημένων και 7 αποτυχημένων αποπειρών ανάκαμψης) από τις ΗΠΑ την περίοδο 1902-1987, ο Zimmerman (1989) συμπεραίνει ότι οι επιτυχημένες Διαδικασίες διοικήθηκαν από στελέχη που είχαν γνώση του κλάδου. Σε επίπεδο μεμονωμένων περιπτώσεων, οι Belcher and Nail (2000) αναφέρουν ότι ο νέος διευθύνων σύμβουλος που προσελήφθηκε το 1997 από τις συγχωνευμένες φαρμακοβιομηχανίες Upjohn και Pharmacia (ΗΠΑ και Σουηδία, αντίστοιχα) διέθετε 17ετή και 8ετή, αντίστοιχα, εμπειρία στις φαρμακοβιομηχανίες Sandoz (Γερμανία) και American Home Products (ΗΠΑ). Παρόμοια, σύμφωνα με τον Jacoby (2004), ο νέος διευθύνων σύμβουλος που προσελήφθηκε το 2001 από την αυτοκινητοβιομηχανία Mitsubishi (Ιαπωνία) είχε προγενέστερη εμπειρία στην αυτοκινητοβιομηχανία Volkswagen (Γερμανία).

Οι **ικανότητες** αναφέρονται στην ηγεσία, κρίση, σοφία, εξειδίκευση, πείρα, συλλογή πληροφοριών, ανάλυση, λήψη αποφάσεων, επικοινωνία, εφαρμογή δράσης και πρόβλεψη. Από τα παραπάνω, η ηγεσία συνιστά ζωτικής σημασίας στοιχείο της Διαδικασίας (Harker: 1996). Αυτό, κατά τους Muczyk and Steel (1998), οφείλεται στο ότι, εξαιτίας της ανθρώπινης φύσης, οι άνθρωποι που έχουν το ρόλο του ακόλουθου, δηλαδή οι «μη ηγέτες», έχουν έμφυτη την τάση να αναζητούν τον κατάλληλο ηγέτη για να ακολουθήσουν σε περιόδους κινδύνου. Ο ηγέτης της Διαδικασίας οφείλει να ενεργοποιήσει αποκαρδιωμένους εργαζόμενους και λοιπούς συμμέτοχους (Watkins: 2004) με άμεση επικοινωνία («πρόσωπο με πρόσωπο»), προσωπική διαπραγμάτευση και διάθεση για λήψη ταχέων και δύσκολων αποφάσεων (Taylor: 1982, Watkins: 2004). Ενδεικτικά, οι Muczyk and Steel (1998) αναφέρουν τα παραδείγματα της εταιρίας φωτογραφικών ειδών Kodak (ΗΠΑ), της αυτοκινητοβιομηχανίας General Motors (ΗΠΑ) και της εταιρίας πληροφορικής IBM (ΗΠΑ) όπου η αδυναμία λήψης «σκληρών» αποφάσεων κατά τη Διαδικασία οδήγησε στην αντικατάσταση των διευθυνόντων συμβούλων.

Η **συμπεριφορά** διαμορφώνεται σύμφωνα με τις πεποιθήσεις, τα αισθήματα, τις επιθυμίες και τις αξίες (εμπιστοσύνη, υπευθυνότητα, πίστη, λογική,

αντικειμενικότητα) του ατόμου που συμβάλλουν στη δημιουργική σκέψη και την ανάληψη δράσης. Κατά τους Ketelhohn et al. (1991), η απειλή προς την επιβίωση της εταιρίας απαιτεί τη διατύπωση ενός σαφούς οράματος. Το όραμα πείθει ότι οι ενέργειες προσωρινού χαρακτήρα δε θέτουν σε κίνδυνο το μέλλον της εταιρίας και συμβάλλει στην αλλαγή του σκεπτικού των ανθρώπων (Ketelhohn et al.: 1991, Harker: 1998). Η διατύπωση του οράματος προϋποθέτει την καινοτομία εκ μέρους των ηγετικών στελεχών και τη συμμετοχή των στελεχών μεσαίου επιπέδου (Ketelhohn et al.: 1991, Harker: 1996). Όσον αφορά στην ανάληψη δράσης, ο Harker (1996) αναφέρει ότι η προσκόλληση στην ανάλυση των αιτιών της παρακμής δεν προσφέρει σημαντικές υπηρεσίες στη Διαδικασία. Η μελέτη περιπτώσεων των Harker and Sharma (2000) που αναφέρθηκε παραπάνω οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι ηγέτες της ανάκαμψης αποδέχθηκαν την παρακμή και επέδειξαν αποφασιστικότητα και αφοσίωση στη δημιουργία ενός οργανισμού με ικανότητα προσαρμογής στο δυναμικό περιβάλλον. Κατά τους Muczyk and Steel (1998), οι απαραίτητες αξίες αφορούν στην ευγένεια, την αξιοπρέπεια και το σεβασμό. Επιπρόσθετα, η αίσθηση ευθύνης και η λογοδοσία πρέπει να υιοθετηθούν από το σύνολο των ανθρώπων εντός του οργανισμού (Taylor: 1982).

6.4.3 ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗ Ή ΔΙΑΤΗΡΗΣΗ ΤΩΝ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΥΨΗΛΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ

Η εξέταση του στυλ διοίκησης-ηγεσίας υποδεικνύει ότι τα «συμβατικά» μοντέλα (στυλ) διοίκησης-ηγεσίας δε θεωρούνται κατάλληλα για τη διοίκηση της Διαδικασίας, τουλάχιστον σε θεωρητικό επίπεδο. Πιο απλά, η εφαρμογή των ενεργειών ανάκαμψης απαιτεί διαφορετικό στυλ διοίκησης συγκριτικά με τον τρόπο που υιοθετείται υπό «φυσιολογικές» συνθήκες και, πιο συγκεκριμένα, όταν η εταιρία δεν αντιμετωπίζει απειλή επιβίωσης. Δεδομένου ότι, πριν την παρακμή, οι συνθήκες είναι ή μπορούν να θεωρηθούν «φυσιολογικές», δημιουργείται εύλογα το ερώτημα για το αν τα ανώτατα στελέχη που διοικούν την εταιρία πριν την παρακμή είναι κατάλληλα για τη διοίκηση της Διαδικασίας (Finkin: 1985, Finkin: 1989). Στη συνέχεια της ανάλυσης θα αναφέρουμε την επιχειρηματολογία υπέρ και κατά της αντικατάστασης των ανώτατων διοικητικών στελεχών πριν την έναρξη της

Διαδικασίας. Στη συνέχεια της ανάλυσης, η αναφορά στα ανώτατα διοικητικά στελέχη θα πραγματοποιείται, χάριν συντομίας με τον όρο «στελέχη».

Υποστηρίζεται ότι η αντικατάσταση των υφιστάμενων στελεχών συνιστά προϋπόθεση όλων, σχεδόν, των επιτυχημένων προσπαθειών ανάκαμψης (Hofer: 1980) και η προτίμηση υπέρ της αντικατάστασης είναι, επίσης, εμφανής στα υποδείγματα που παρουσιάστηκαν στην ενότητα 6.3. Αρχικά, η ανάληψη της διοίκησης από νέα στελέχη προσφέρει «φρέσκια» αντίληψη και συμβάλλει στον εντοπισμό των αιτιών παρακμής και την απαραίτητη αντικειμενική ανάλυσή τους (O'Leary: 1939, Barker III and Barr: 2002, Smith and Graves: 2005). Κατά τον Barker III (2005), τα υφιστάμενα στελέχη δεν εξασφαλίζουν τη ζητούμενη αντικειμενικότητα λόγω: α) ερμηνείας των αιτιών που στοχεύει στην ιδία εξυπηρέτηση (self-serving), β) προσωπικής επιρροής και γ) λανθασμένου πλαισίου ανάλυσης. Σύμφωνα με τον Gatti (2002), οι άνθρωποι έχουν έμφυτη την τάση να προστατεύουν το «εγώ» τους και αυτό μεταφράζεται σε αποποίηση της ίδιας ευθύνης για την παρακμή εκ μέρους των υφιστάμενων στελεχών και υποκειμενική ανάλυση των αιτιών της. Η αντικατάσταση συνιστά, επίσης, ζήτημα «απόδοσης δικαιοσύνης» όταν η παρακμή αποδίδεται στα υφιστάμενα στελέχη (Gopinath: 1991) και αυξάνει την πιθανότητα υποστήριξης των εργαζομένων διότι εξωραΐζει το μεγαλύτερο μέρος του «κατηγορώ» προς την αποχωρούσα διοίκηση (Gatti: 2002). Η απόδοση ευθυνών, η προσφορά «φρέσκων» ιδεών (Schober: 2004, Smith and Graves: 2005) και η ψυχολογική αλλαγή που επιτυγχάνεται με την είσοδο νέων στελεχών συμβάλλουν στην παρακίνηση του ανθρώπινου δυναμικού (Smith and Graves: 2005) διαμορφώνοντας, έτσι, το απαραίτητο κλίμα για το έναυσμα αλλαγής (Grinyer et al.: 1990, Smith and Graves: 2005) και τη διατύπωση ενός νέου οράματος (Modiano: 1987). Η σηματοδότηση της αλλαγής και της ρήξης με το παρελθόν εξασφαλίζει, σε μεγάλο βαθμό, την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, της επικοινωνίας και της υποστήριξης των συμμέτοχων στο εσωτερικό και το εξωτερικό της εταιρίας δεδομένου ότι κάποιοι εξ αυτών, όπως οι ιδιοκτήτες και οι πιστωτές, θέτουν την αντικατάσταση των υφιστάμενων στελεχών ως προαπαιτούμενο για την παροχή στήριξης (Daily and Dalton: 1995, Gatti: 2002, Smith and Graves: 2005). Τα παραπάνω πλεονεκτήματα είναι η προφανής εξήγηση για τη «δημοτικότητα» της αντικατάστασης σε εμπειρικό επίπεδο. Ενδεικτικά αναφέρονται οι περιπτώσεις της αυτοκινητοβιομηχανίας Nissan (Ιαπωνία) όπου, το 1985, διορίστηκε νέος πρόεδρος διοικητικού συμβουλίου με στόχο την αποκατάσταση των σχέσεων και της

επικοινωνίας με τους εργαζόμενους (Ishizuna: 1990), της Mitsubishi (βλ. παράγραφο 6.4.2) όπου, το 2001, διορίστηκε νέος διευθύνων σύμβουλος (Jacoby: 2004), του ξενοδοχειακού ομίλου Fairmont (ΗΠΑ) όπου, το 1989, διορίστηκε νέος διευθύνων σύμβουλος για την ανάκαμψη των ξενοδοχείων στο Σικάγο και το Σαν Χοσέ (Umbreit: 1996), της μεταλλοβιομηχανίας National Steel Corporation (ΗΠΑ) όπου, το 1994, διορίστηκε νέα επταμελής διοικητική ομάδα και διευθύνων σύμβουλος (Tsurumi and Tsurumi: 1997), της British Steel Corporation (βλ. παράγραφο 6.3.2) όπου πραγματοποιήθηκε αλλαγή του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου το 1980 και εκ νέου αντίστοιχη αλλαγή το 1986 (Pandit: 1998), των συγχωνευμένων φαρμακοβιομηχανιών Upjonh (ΗΠΑ) και Pharmacia (Σουηδία) όπου, το 1997, διορίστηκε νέος διευθύνων σύμβουλος (Belcher and Nail: 2000) και της IBM UK (βλ. παράγραφο 6.3.5) όπου, το 1990, διορίστηκε νέος γενικός διευθυντής (Balgobin and Pandit: 2001). Η άποψη υπέρ της αντικατάστασης των στελεχών στηρίζεται, επίσης, στα ευρήματα εμπειρικών ερευνών μεγάλου δείγματος. Οι Thain and Goldthorpe (1990) εξετάζουν 27 περιπτώσεις ανάκαμψης από τον Καναδά την περίοδο 1975-1989 και συμπεραίνουν ότι η αντικατάσταση συνιστά την πιο συχνά εφαρμοζόμενη ενέργεια. Οι Grinyer et al. (1990) εξετάζουν 28 εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που πέτυχαν υψηλή επίδοση σε σχέση με τον οικείο κλάδο την περίοδο 1970-1984 μετά από αντικατάσταση είτε του προέδρου διοικητικού συμβουλίου είτε του διευθύνοντα συμβούλου και συμπεραίνουν ότι η αντικατάσταση πραγματοποιείται στο 55% των εταιριών. Ο Gopinath (1991) εξετάζει εταιρίες από τις ΗΠΑ που αντικατέστησαν τουλάχιστον ένα ανώτατο διοικητικό στέλεχος ως απόκριση στην παρακμή την περίοδο 1975-1988 και συμπεραίνει ότι η αντικατάσταση πραγματοποιείται στις 20 από τις 22 περιπτώσεις. Οι John et al. (1992) εξετάζουν 46 εισηγμένες εταιρίες (ενεργητικό > $1 δις) που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1980-1986 στις ΗΠΑ και συμπεραίνουν ότι η αντικατάσταση πραγματοποιήθηκε στο 50% των περιπτώσεων. Οι Daily and Dalton (1995) εξετάζουν 57 ζεύγη πτωχών και μη πτωχών εταιριών από τις ΗΠΑ για την περίοδο 1973-1982 και 50 παρόμοια ζεύγη για το έτος 1990 και παρατηρούν ότι, κατά την πενταετία πριν την πτώχευση, οι πτωχές εταιρίες πραγματοποιούν αντικατάσταση σε ποσοστό 70,17% και 42%, αντίστοιχα για τα δύο δείγματα, οι μη πτωχές εταιρίες πραγματοποιούν αντικατάσταση σε ποσοστό 33,3% και 22%, αντίστοιχα για τα δύο δείγματα και οι διαφορές μεταξύ πτωχών και μη πτωχών εταιριών είναι στατιστικά σημαντικές.

Είναι εμφανές ότι η αντικατάσταση των στελεχών θεωρείται, σε μεγάλο βαθμό, αναπόσπαστο στοιχείο της Διαδικασίας. Ωστόσο, υπάρχουν απόψεις που αμφισβητούν τη σχετική αναγκαιότητα αναλόγως των εκάστοτε συνθηκών. Υποστηρίζεται ότι δεν είναι ξεκάθαρο αν η αντικατάσταση αυτή καθαυτή συμβάλλει την ανάκαμψη (Sudarsanam and Lai: 2001) και είναι αναγκαία μόνο όταν οι αιτίες της παρακμής αποδίδονται στο εσωτερικό της εταιρίας (O'Neill: 1986). Συνεπώς, η σχετική απόφαση πρέπει να λαμβάνεται αφού εκτιμηθεί ο αντίκτυπος στους συμμέτοχους (O'Neill: 1986) και όχι αποκλειστικά και μόνο «για χάρη» της αλλαγής αλλά σε συνάρτηση με την ευρύτερη αναδιάρθρωση που πιθανώς απαιτείται (Muller: 1985, Finkin: 1993a). Τα μειονεκτήματα της αντικατάστασης περιλαμβάνουν, αρχικά, το άγχος (φόβο) και την αβεβαιότητα που προκαλείται στους εργαζόμενους εξαιτίας της ανάληψης της διοίκησης από νέα στελέχη (Oliver and Fredenberger: 1997). Επίσης, η αντικατάσταση των στελεχών συνεπάγεται διακοπές στην εκτέλεση της υφιστάμενης στρατηγικής και απαιτεί χρόνο προσαρμογής των νέων στελεχών που δεν είναι, συνήθως, διαθέσιμος για τις εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή (Schober: 2004). Σύμφωνα με το Watkins (2004), υπάρχουν πέντε λόγοι αποτυχίας των νέων ηγετών: α) πιθανή παρανόηση της κατάστασης, β) απαίτηση χρόνου ώστε κάποιος που δεν είναι ηγέτης να γίνει ηγέτης, γ) απομόνωση ως αποτέλεσμα της αμυντικής τακτικής εξαιτίας τη μη εξοικείωσης με το νέο περιβάλλον, δ) ένας γενικά καλός ηγέτης δεν είναι απαραίτητα κατάλληλος για την ανάκαμψη και ε) προβλήματα επικοινωνίας εξαιτίας διαφορετικής «γλώσσας» συγκριτικά με τον προηγούμενο ηγέτη. Ο Finkin (1989) επισημαίνει ότι, ακόμα και αν η αντικατάσταση ενδείκνυται, δε μπορεί να επιτευχθεί εύκολα εξαιτίας της πιθανής αποστροφής, εκ μέρους των υποψήφιων στελεχών, ενασχόλησης με δύσκολες καταστάσεις και έλλειψης επιχειρημάτων, εκ μέρους της εταιρίας που βρίσκεται σε παρακμή, εξάλειψης της αποστροφής. Σε ειδικές περιπτώσεις, η αντικατάσταση αναμένεται να προσκρούσει σε άλλου είδους εμπόδια. Για παράδειγμα, στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας οι διασυνδέσεις-διαπροσωπικές σχέσεις (guanxi) των στελεχών με προμηθευτές, Αρχές κ.ά. αποτρέπουν την αντικατάσταση με στόχο τη διατήρηση ομαλών σχέσεων με τους συμμέτοχους (Bruton et al.: 2001). Παρολαυτά, τα εμπειρικά ευρήματα υπέρ τη μη αντικατάστασης είναι περιορισμένα. Οι Pearce II and Robbins (1994) εξετάζουν εταιρίες κλωστοϋφαντουργίας (μερίδιο αγοράς < 1%) που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1976-1985 στις ΗΠΑ και είτε ανέκαμψαν είτε όχι και συμπεραίνουν ότι η μη αντικατάσταση υιοθετείται σε μόνο 6 από 29 περιπτώσεις. Οι Kang and Shivdasani

(1997) εξετάζουν 92 εισηγμένες βιομηχανικές εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1985-1989 στην Ιαπωνία και συμπεραίνουν ότι η μη αντικατάσταση υιοθετείται σε ποσοστό 33%. Τέλος, οι Smith and Graves (2005) εξετάζουν 123 εισηγμένες εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που βρέθηκαν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και, σύμφωνα με την κατάστασή τους τον Ιανουάριο του 1992, είτε ανέκαμψαν (83 εταιρίες) είτε όχι (40 εταιρίες) και συμπεραίνουν ότι, αναφορικά με την αντικατάσταση, δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά ανάμεσα στις ευρισκόμενες και τις μη ευρισκόμενες σε χρηματοοικονομική δυσπραγία εταιρίες.

Ολοκληρώνοντας, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί η «μέση» οδός στο ζήτημα της αντικατάστασης που συνίσταται στη δημιουργία διοικητικής ομάδας από υφιστάμενα στελέχη και εξειδικευμένους επαγγελματίες (Muller: 1985). Η εν λόγω επιλογή απαλείφει, σε κάποιο βαθμό, τα μειονεκτήματα της αντικατάστασης και της μη αντικατάστασης. Αναλυτικότερα, παρέχει γνώση της εταιρίας και του κλάδου εκ μέρους των υφιστάμενων στελεχών και δε δημιουργεί κλίμα αβεβαιότητας. Επιπρόσθετα, επιτυγχάνονται τα προτερήματα των «ειδικών» όπως οι ικανότητες ηγεσίας, η ευελιξία, η ικανότητα και ισχύς λήψης αποφάσεων βάσει περιορισμένης πληροφόρησης και η εμπειρία καθοδήγησης της αλλαγής σε δύσκολους καιρούς (Gatti: 2002). Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι οι «ειδικοί», πχ σύμβουλοι ανάκαμψης, συνιστούν, ουσιαστικά, στελέχη με «ημερομηνία λήξης» δεδομένου ότι, λογικά, αποχωρούν μετά την ολοκλήρωση της Διαδικασίας. Κατά συνέπεια, έχουν κίνητρο να «υποθηκεύσουν» τη μακροχρόνια ευημερία προς όφελος της βραχυχρόνιας επιβίωσης στοχεύοντας στην παρουσίαση ταχέων αποτελεσμάτων. Κατά τους Landrum et al. (2000), οι διοικητικές ομάδες παρουσιάζουν σαφή πλεονεκτήματα συγκριτικά με τους (μεμονωμένους) ηγέτες και είναι καταλληλότερες για τη διοίκηση της Διαδικασίας. Μία «παραλλαγή» της παραπάνω προσέγγισης αφορά στην αντικατάσταση των υφιστάμενων στελεχών από στελέχη που προέρχονται από το εσωτερικό της εταιρίας (προαγωγή). Με αυτόν τον τρόπο, εξασφαλίζεται η γνώση του περιβάλλοντος της εταιρίας και η ομαλότερη μετάβαση στην περίοδο της αλλαγής, συγκριτικά με τη μετάβαση κατόπιν πρόσληψης νέων στελεχών. Ενδεικτικά, η προαγωγή στελεχών υιοθετήθηκε από την IBM UK (βλ. παραπάνω). Ωστόσο, η έρευνα του Gopinath (1991) που αναφέρθηκε παραπάνω συμπεραίνει ότι, από τα 27 στελέχη που αποχώρησαν, μόλις τα 7 αντικαταστάθηκαν με στελέχη από το εσωτερικό της εταιρίας.

6.4.4 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Η Διαδικασία ανάκαμψης συνιστά μη σχεδιασμένη αλλαγή και το στυλ που διοίκησης των σχεδιασμένων αλλαγών θεωρείται ακατάλληλο για τη διοίκηση της Διαδικασίας. Παρόμοια, λόγω των ιδιαιτεροτήτων που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή, υποστηρίζεται ότι τα στοιχεία των «παραδοσιακών» στυλ ηγεσίας δεν ικανοποιούν τις απαιτήσεις του στυλ ηγεσίας κατά τη Διαδικασία. Τα στοιχεία ηγεσίας που προβάλλουν ως κομβικά για τη Διαδικασία αφορούν στην **αποφασιστικότητα** και τη **συμμετοχή**. Ωστόσο, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος επιβίωσης, τόσο μικρότερο είναι το διαθέσιμο χρονικό διάστημα και η έκταση της συμμετοχής αναμένεται να περιοριστεί προς όφελος της αποφασιστικότητας. Η αμεσότητα δράσης επιτυγχάνεται, σύμφωνα με επιχειρηματολογία σε θεωρητικό και εμπειρικό επίπεδο, με την αντικατάσταση των υφιστάμενων στελεχών που παρέχει το απαιτούμενο έναυσμα για την αλλαγή και παρακινεί τους συμμέτοχους για υποστήριξη της Διαδικασίας. Ωστόσο, υποστηρίζεται ότι η αντικατάσταση δεν είναι πανάκεια και δύναται να έχει περαιτέρω αρνητική επίπτωση στην ήδη δυσχερή κατάσταση. Κατά συνέπεια, ως πιο ενδεδειγμένη λύση προτείνεται η διοίκηση της Διαδικασίας από εξειδικευμένους επαγγελματίες σε συνεργασία με τα υφιστάμενα στελέχη. Ολοκληρώνοντας, πρέπει να τονίσουμε ότι η άποψη υπέρ ή κατά της αντικατάστασης των στελεχών ενδέχεται να επηρεάζεται από την προκατάληψη των ατόμων αναλόγως της ιδιότητάς τους. Πιο συγκεκριμένα, τα στελέχη εταιριών έχουν κίνητρο να υποστηρίξουν ότι η Διαδικασία πρέπει να έρθει σε πέρας από τα υφιστάμενα στελέχη με στόχο την προστασία της φήμης και της «αξίας» τους. Αντίθετα, οι επαγγελματίες, πχ σύμβουλοι ανάκαμψης, έχουν κίνητρο να ταχθούν υπέρ της αντικατάστασης διότι η ενίσχυση της εν λόγω άποψης αναμένεται να αυξήσει τη ζήτηση των υπηρεσιών που προσφέρουν. Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι σε ερώτηση, σχετικά με την αντικατάσταση, που τέθηκε σε 24 σύμβουλους ανάκαμψης, μέλη του Συνδέσμου Διοίκησης Ανάκαμψης (Turnaround Management Association) των ΗΠΑ, οι απαντήσεις ήταν καθολικά υπέρ της αντικατάστασης όχι μόνο των ανώτατων στελεχών αλλά και του συνόλου των στελεχών που κατέχουν θέσεις «κλειδιά» (Oliver and Fredenberger: 1997). Οι ακαδημαϊκοί συνιστούν ομάδα χωρίς κίνητρο ή, τουλάχιστον, χωρίς ισχυρό κίνητρο για την υποστήριξη οποιασδήποτε άποψης διότι δεν έχουν προφανές όφελος από τη διατήρηση ή την αντικατάσταση

των στελεχών. Σε κάθε περίπτωση, αυτό που προέχει είναι η αξιολόγηση της εκάστοτε άποψης βάσει θεωρητικής τεκμηρίωσης και, κυριότερα, βάσει εμπειρικών αποδείξεων. Σύμφωνα με την ανάλυση που προηγήθηκε, η αντικατάσταση των στελεχών πριν την έναρξη της Διαδικασίας συνιστά την πιο διαδεδομένη «συνταγή». Ωστόσο, τονίζεται ότι η αντικατάσταση εμπίπτει, επίσης, στο περιεχόμενο της εταιρικής διακυβέρνησης και ενδέχεται να διαφέρει μεταξύ εταιριών με διαφορετικό επίπεδο διαχωρισμού διοίκησης-ιδιοκτησίας.

6.5 Διατύπωση του προτεινόμενου υποδείγματος Διαδικασίας ανάκαμψης

6.5.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η διαδικασία αντιμετώπισης της παρακμής συνιστά, ουσιαστικά, μη σχεδιασμένη αλλαγή και λαμβάνει χώρα σε συνθήκες που διαφέρουν από τις «φυσιολογικές» συνθήκες λειτουργίας της εταιρίας. Κατά συνέπεια, για τη δημιουργία ενός υποδείγματος «μη φυσιολογικής» αλλαγής, είναι απαραίτητη η αναθεώρηση των «παραδοσιακών» μεθόδων έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στις διαφορετικές συνθήκες. Η ανάλυση της τρέχουσας ενότητας στηρίζεται στην επισήμανση των ζητημάτων που επηρεάζουν σημαντικά τη Διαδικασία και, πιο συγκεκριμένα, την αρχή, τη μέση και το τέλος της. Η ενότητα ολοκληρώνεται με την παρουσίαση του προτεινόμενου υποδείγματος Διαδικασίας που συνιστά προϊόν συνδυασμού των κοινών σημείων των υφιστάμενων υποδειγμάτων και των κυριότερων σημείων των ζητημάτων που επηρεάζουν σημαντικά τη Διαδικασία. Η ανάλυση της τρέχουσας ενότητας είναι, βασικά, θεωρητική. Ωστόσο, όπου κρίνεται σκόπιμο, η θεωρητική ανάλυση «συμπληρώνεται» με εμπειρικά ευρήματα που αφορούν, κυρίως, στα συμπεράσματα μελετών περιπτώσεων.

6.5.2 ΤΟ ΕΝΑΥΣΜΑ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 6.4.3, η αντικατάσταση στελεχών συνιστά πιθανό έναυσμα. Σύμφωνα με τα υποδείγματα των Balgobin and Pandit

(2001) και Chowdhury (2002), πιθανά εναύσματα θεωρούνται, επίσης, η παρέμβαση συμμέτοχων (τράπεζες, πιστωτές, Πολιτεία, Τύπος, μέτοχοι, ενώσεις εργαζομένων) και η αναγνώριση των προβλημάτων από την υφιστάμενη διοίκηση. Μετά από εξέταση 22 εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και ξεκίνησαν τη διαδικασία ανάκαμψης κατά την περίοδο 1975-1988 στις ΗΠΑ, ο Gopinath (1991) συμπεραίνει ότι το έναυσμα προέρχεται από: α) τη μητρική εταιρία, β) την απειλή εξαγοράς, γ) επενδυτικούς οίκους, δ) το Κράτος (Κυβέρνηση), ε) τους ελεγκτές, στ) τους πιστωτές, ζ) τον Τύπο και η) τις ενώσεις εργαζομένων. Οι Grinyer et al. (1990) εξετάζουν 28 εταιρίες από το Ηνωμένο Βασίλειο που πέτυχαν υψηλή επίδοση σε σχέση με τον οικείο κλάδο την περίοδο 1970-1984 μετά από αντικατάσταση είτε του προέδρου διοικητικού συμβουλίου είτε του διευθύνοντα συμβούλου και συμπεραίνουν ότι, συχνά, απαιτούνται πέραν του ενός εναύσματα και, ανάλογα με το μέγεθος της εταιρίας, το έναυσμα πρέπει να είναι ισχυρότερο. Η προέλευση του εναύσματος εξαρτάται, σε μεγάλο βαθμό, από το ιδιοκτησιακό καθεστώς. Για παράδειγμα, όταν η ιδιοκτησία ταυτίζεται με τη διοίκηση, η πιθανότητα αναγνώρισης της παρακμής «εκ των έσω» περιορίζεται σημαντικά. Οι Bruton et al. (2001) αναφέρουν χαρακτηριστικά την περίπτωση των εταιριών στη νοτιοανατολική Ασία όπου η διοίκηση των εταιριών εκτελείται από τον ιδρυτή και μέλη της οικογένειας, φίλους και στενούς συνεργάτες του. Επιπρόσθετα, σε αυτές τις χώρες, υπάρχουν λόγοι που σχετίζονται με την κουλτούρα και επηρεάζουν τη στάση των διοικητικών στελεχών. Πιο συγκεκριμένα, πιστεύεται ότι ακόμα και η συζήτηση αρνητικών νέων οδηγεί σε κακοτυχία και, συχνά, τα στελέχη εξακολουθούν να ενεργούν «ως συνήθως» μέχρι το σημείο όπου η παρακμή είναι, πιθανώς, μη αναστρέψιμη.

Στην περίπτωση της British Steel Corporation (βλ. παράγραφο 6.3.2) το έναυσμα προήλθε από τις εκτεταμένες απεργιακές κινητοποιήσεις του προσωπικού (Pandit: 1998) ενώ στην περίπτωση της IBM UK (βλ. παράγραφο 6.3.5) το έναυσμα προήλθε από τη μητρική εταιρία μέσω της πίεσης για αλλαγές μεγάλης κλίμακας (Balgobin and Pandit: 2001).

6.5.3 Η ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

Το στάδιο καταγραφής και ανάλυσης της παρούσας κατάστασης συνιστά προαπαιτούμενο της Διαδικασίας (Balgobin and Pandit: 2001) και, παρά τις αυξημένες απαιτήσεις σε χρόνο (Michelin and Conklin Jr: 2004), θεωρείται το σημαντικότερο στάδιο (Di Primio: 1988). Ο πρώτος στόχος συνίσταται στον εντοπισμό των προβλημάτων, δηλαδή στο «τι συμβαίνει» (Pearson: 1977). Ο δεύτερος στόχος συνίσταται στον εντοπισμό των πόρων-δυνατοτήτων που περιλαμβάνουν τους διαθέσιμους υλικούς και άυλους πόρους και τις διαδικασίες μετατροπής τους σε προϊόντα και υπηρεσίες και διαμορφώνουν την εφικτότητα των ενεργειών (Gatti: 2002). Η αντικειμενικότητα (πρέπει να) συνιστά ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά της ανάλυσης (Herring: 1987) διότι εξασφαλίζει ότι τα προβλήματα που γίνονται αντιληπτά είναι τα πραγματικά (Finkin: 1993b). Επιπρόσθετα, αποτρέπει την εμφάνιση ενός εκ των συχνότερων λαθών και, πιο συγκεκριμένα, της προσπάθειας επίλυσης των προβλημάτων βάσει της υπάρχουσας πληροφόρησης και όχι της πληροφόρησης που απαιτείται (Zimmerman: 1986). Ο Finkin (1985) υποστηρίζει ότι οι ανεξάρτητες έρευνες, πχ από εταιρίες συμβούλων, χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη αντικειμενικότητα. Αντίθετα, σύμφωνα με 24 συμβούλους ανάκαμψης, μέλη του Συνδέσμου Διοίκησης Ανάκαμψης (Turnaround Management Association) των ΗΠΑ, η προσωπική παρατήρηση, οι εσωτερικές αναφορές και οι «ένας προς έναν» συναντήσεις συνιστούν καταλληλότερες μεθόδους συλλογής πληροφόρησης (Oliver and Fredenberger: 1997). Κατά καιρούς έχουν προταθεί μεθοδολογίες καταγραφής και ανάλυσης της παρούσας κατάστασης. Για παράδειγμα, ο Pearson (1977) παραθέτει έναν κατάλογο καταγραφής με έμφαση στις λειτουργίες των πωλήσεων και του μάρκετινγκ. Πιο συγκεκριμένα, η παρατήρηση αφορά στις υπηρεσίες υποστήριξης των πωλήσεων, τις υπηρεσίες μετά την πώληση (after sales services), τους στόχους, κίνητρα, εκπαίδευση και επίβλεψη των πωλητών, τη σύνδεση των πωλήσεων με τη λειτουργία παραγωγής, την αποδοχή ειδικών παραγγελιών, την αρμοδιότητα παροχής εκπτώσεων και τη συμμετοχή στη συλλογή (είσπραξη) απαιτήσεων. Η διερεύνηση των ζητημάτων μάρκετινγκ επικεντρώνεται στον προϋπολογισμό των προϊόντων που βρίσκονται στο στάδιο ανάπτυξης, τις καινοτομίες που εφαρμόζονται, την αποδοτικότητα εξόδων προώθησης και προβολής, τη σύνδεση με την έρευνα και ανάπτυξη και το επίπεδο και ποιότητα της έρευνας

αγοράς. Ο Janzen (1983) προτείνει την εξέταση του χαρτοφυλακίου προϊόντων-αγορών και, πιο συγκεκριμένα, της επιρροής των προϊόντων-αγορών στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα. Η εξεταζόμενη συμμετοχή κάθε προϊόντος αφορά στις πωλήσεις, το κόστος (μεταβλητό και σταθερό), την απασχόληση-χρήση παραγωγικής δυναμικότητας, την ταμειακή ροή και την απόδοση επένδυσης. Κατά τον Finkin (1985), ένα από τα πρώτα βήματα της καταγραφής αφορά στη λογιστική πληροφόρηση: τιμές προμηθειών, ποσότητες που λαμβάνονται υπόψη στον υπολογισμό του κόστους παραγωγής, λεπτομέρειες και έγκαιρη διαθεσιμότητα. Η πληροφόρηση για την λειτουργία παραγωγής προκύπτει, αρχικά, από την επιτόπου παρατήρηση: καθαριότητα, φύρα, περιβάλλον εργασίας, όγκος και διαχείριση ημιέτοιμων προϊόντων, χειρισμός εξοπλισμού και απουσίες πριν τη λήξη του ωραρίου. Επιπρόσθετα, εξετάζεται ο τύπος προϊόντων και ο όγκος παραγωγής, ο σχεδιασμός των εγκαταστάσεων (facility layout) και η παραγωγικότητα του εξοπλισμού. Ο Modiano (1987) υποστηρίζει ότι, εκτός της λειτουργίας των μεμονωμένων τμημάτων όπως το τμήμα προμηθειών, η εξέταση της σύνδεσης των τμημάτων συμβάλλει στον εντοπισμό προβλημάτων αποτελεσματικότητας, πχ η έλλειψη συνεργασίας μεταξύ μάρκετινγκ και παραγωγής οδηγεί στην εισαγωγή προϊόντων για τα οποία δεν υπάρχει δυνατότητα άμεσης παραγωγής ή παραγωγής στην επιθυμητή ποσότητα. Υπενθυμίζεται ότι οι παραπάνω μεθοδολογίες αναφέρονται περισσότερο ως παραδείγματα παρά ως τυπικές (standard) διαδικασίες. Οποιαδήποτε μέθοδος ανάλυσης πληροφόρησης, όπως η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Chakraborty and Dixit: 1992), πχ με τη μέθοδο DuPont, είναι κατάλληλη εφόσον συμβάλλει στον εντοπισμό προβλημάτων. «Παραδοσιακά» εργαλεία όπως η ανάλυση δυνάμεων-αδυναμιών-ευκαιριών-απειλών (SWOT analysis) είναι, επίσης, κατάλληλα για την καταγραφή της παρούσας κατάστασης. Τέλος, η ανάλυση, εκτός της υφιστάμενης κατάστασης, πρέπει να περιλαμβάνει εκτιμήσεις-υποθέσεις για τη μελλοντική κατάσταση των στοιχείων του Πλαισίου (Harker: 2001), πχ η ανάλυση των χρηματοοικονομικών πόρων πρέπει να περιλαμβάνει τον εντοπισμό των πιθανών πηγών άντλησης κεφαλαίων: αυτοχρηματοδότηση, μέτοχοι (εισφορά), επιπλέον δανεισμός (Carrington and Aurelio: 1976).

Η σημασία της ανάλυσης του Πλαισίου και της επιρροής του στην καταλληλότητα και εφικτότητα ενεργειών αποδεικνύεται από τις περιπτώσεις που αναφέρονται στη συνέχεια. Στην περίπτωση του ομίλου Fairmont (βλ. παράγραφο

6.4.3), η ανάλυση της κατάστασης ήταν το πρώτο βήμα που πραγματοποιήθηκε (Umbreit: 1996). Η εταιρία φωτογραφικών ειδών Kodak (ΗΠΑ), τη δεκαετία του 1990, επέλεξε την εκτεταμένη περιστολή παρόλο που η ανάλυση του Πλαισίου υποδείκνυε ότι το πρόβλημα ήταν η απώλεια μεριδίου από τον κύριο ανταγωνιστική, την Fuji (Ιαπωνία), που αποσπούσε μερίδιο αγοράς εισάγοντας καινοτόμα προϊόντα (Smith: 1998). Προκύπτει, λοιπόν, ότι οι εφικτές ενέργειες δεν είναι πάντα κατάλληλες. Το αντίστροφο αποδεικνύεται, επίσης, από κάποιες περιπτώσεις. Για την εταιρία επεξεργασίας μετάλλων Southern Cross (Αυστραλία) την περίοδο 1980-1996 και την εμπορική εταιρία T.Eaton (Καναδάς), τη δεκαετία του 1990, η κατάλληλη ενέργεια ήταν η είσοδος σε νέες αγορές. Ωστόσο, αμφότερες οι εταιρίες δε διέθεταν την απαιτούμενη γνώση του κλάδου (Harker and Sharma: 2000, Sheppard and Chowdhury: 2005). Η παραγωγός στρωμάτων ύπνου Restwell (Τζαμάικα), τη δεκαετία του 1980, επέλεξε ενέργειες για την αύξηση της ζήτησης που, ωστόσο, δε μπορούσε να ικανοποιήσει βάσει της παραγωγικής δυναμικότητάς της (Lawrence: 2003). Η καταγραφή πόρων είναι, επίσης, σημαντική διότι παρέχει δυνατότητα για επιλογή ενεργειών που θα συμβάλλουν στη δημιουργία θετικού κλίματος κατά τη Διαδικασία. Για παράδειγμα, η περιστολή θέσεων εργασίας στην αυτοκινητοβιομηχανία Fiat (Ιταλία) στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και την British Steel Corporation (βλ. παράγραφο 6.3.2) συνδυάστηκε με πρόγραμμα πρόωρης συνταξιοδότησης (Galimberti: 1986, Pandit: 1998). Η ανάλυση του Πλαισίου υποδεικνύει, επίσης, τις πιθανές πηγές άντλησης πόρων σε περιπτώσεις αντίστοιχης ανεπάρκειας. Οι ενέργειες ανάκαμψης του ομίλου Fairmont (βλ. παραπάνω) περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, την αγορά του ξενοδοχείου Plaza στη Νέα Υόρκη που πραγματοποιήθηκε με την εισφορά $100 εκ. από νέο μέτοχο (Umbreit: 1996). Στην περίπτωση της εταιρίας τηλεπικοινωνιών Italtel (Ιταλία), τη δεκαετία του 1980, ο ρόλος της Πολιτείας αποδείχθηκε καθοριστικής σημασίας καθώς η Διαδικασία χρηματοδοτήθηκε με επιχορήγηση 100 δισεκατομμυρίων λιρών από το Κράτος (Bellisario: 1985). Οι εργαζόμενοι που απολύθηκαν από την Fiat (βλ. παραπάνω) εξακολούθησαν να πληρώνονται κατά 90% από το Κράτος και 10% από την εταιρία (Galimberti: 1986). Παρόμοια, η Chrysler (βλ. παράγραφο 6.3.6) έλαβε δάνειο από την Κυβέρνηση ύψους $1,5 δις (Chowdhury: 2002). Τέλος, η αντικειμενικότητα της ανάλυσης μπορεί να επιτευχθεί μέσω έρευνας από εξωτερικούς φορείς όπως οι σύμβουλοι. Στην περίπτωση της AA Insurance (βλ. παράγραφο 6.4.2)

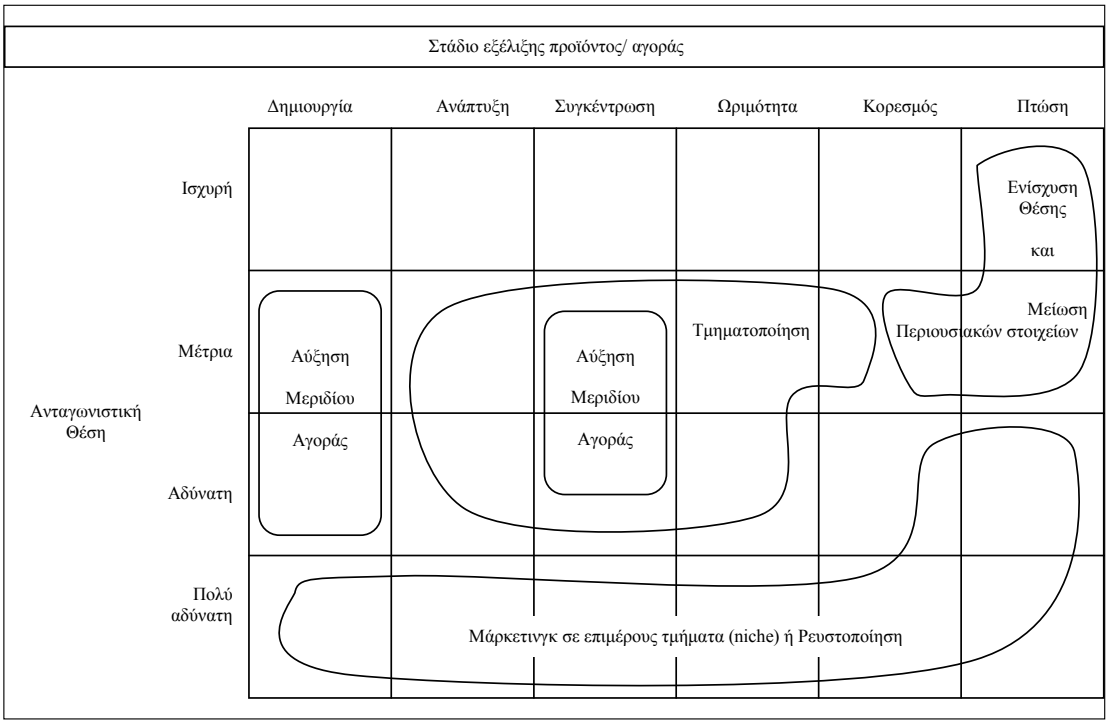
πραγματοποιήθηκε έρευνα για τη διαπίστωση του ηθικού των εργαζομένων (Smith and Hall: 1998).

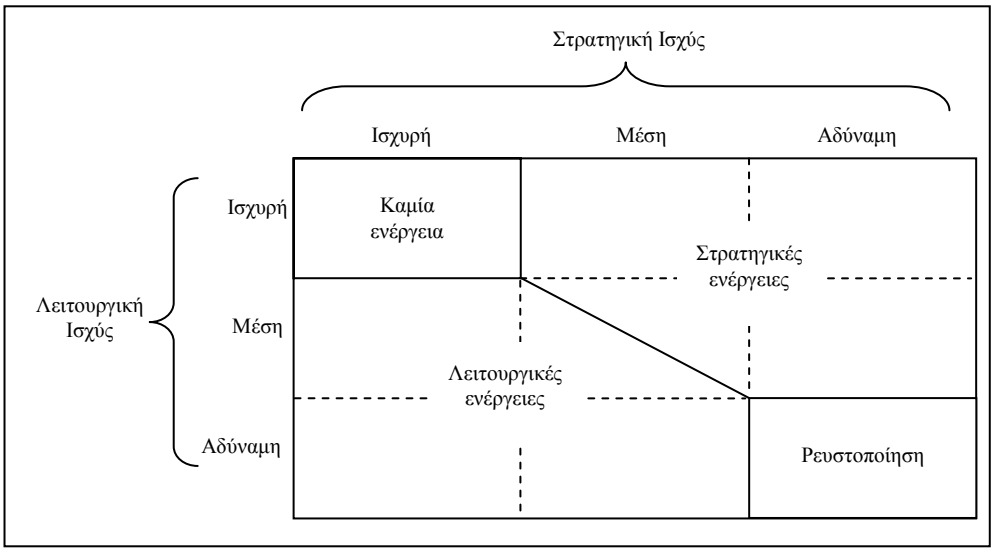
6.5.4 Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

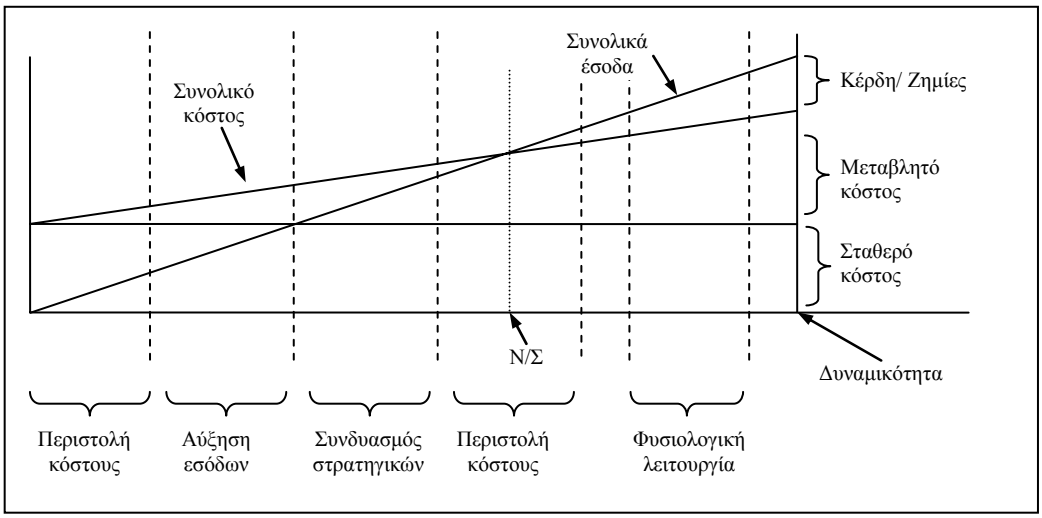
Οι ενέργειες ανάκαμψης, δηλαδή το Περιεχόμενο, αναλύθηκαν εκτενώς στο 5^{ο} κεφάλαιο και η επιλογή είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ανάλυση του Πλαισίου. Εφόσον το Πλαίσιο υποδεικνύει ότι μία ενέργεια είναι κατάλληλη, αποδεκτή και εφικτή, η απόφαση για την εφαρμογή της πρέπει να λαμβάνεται ανεξάρτητα από το πόσο «ριζοσπαστική» είναι ή θεωρείται η εν λόγω ενέργεια (Herring: 1987). Κατά τους Lohrke et al. (2004), η θεωρία αιτιοπροσδιορισμού (attribution theory) υποδεικνύει ότι οι άνθρωποι πάντα εξετάζουν και προσπαθούν να εξηγήσουν το «τι φταίει», έστω και υποσυνείδητα, δηλαδή ανεξάρτητα από το αν όντως εξετάζονται οι αιτίες ενός προβλήματος. Οι σχέσεις αιτίας-αποτελέσματος (cause-effect relationships) συμβάλλουν, κατά το Lawrence (2003), στον εντοπισμό των κατάλληλων λύσεων. Η σχετική προσέγγιση συνίσταται στην ανάλυση του προβλήματος, τον εντοπισμό της αιτίας και τη διαμόρφωση λύσης. Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι η ανάκαμψη δεν προϋποθέτει την επίλυση όλων των προβλημάτων και, ειδικότερα, την αντιμετώπιση της αιτίας (Bibeault: 1982). Για παράδειγμα, έστω ότι μία εταιρία λειτουργεί σε μία ώριμη αγορά ομοιογενούς προϊόντος (χωρίς ουσιαστικές διαφορές μεταξύ των παραγωγών) όπως η συσκευασμένη ζάχαρη. Έστω, επίσης, ότι το πρόβλημα συνίσταται στην πτώση των πωλήσεων εξαιτίας απώλειας μεριδίου αγοράς από τους ανταγωνιστές και η αιτία εντοπίζεται στην υψηλότερη τιμή. Η λύση, σύμφωνα με την παραπάνω προσέγγιση, συνίσταται στη μείωση τιμής με στόχο την ανάκτηση του μεριδίου αγοράς. Αν, για οποιοδήποτε λόγο (πχ λόγω κόστους), η λύση είναι ανέφικτη τότε η επίλυση του προβλήματος, υπό τη στενή έννοια, είναι αδύνατη. Ωστόσο, η αντιμετώπιση της κατάστασης μπορεί να επιτευχθεί μέσω άλλων ενεργειών όπως η είσοδος στην αγορά του συσκευασμένου κακάο (διαφοροποίηση) με εκμετάλλευση του δικτύου διανομής που δε συνιστά λύση υπό τη στενή έννοια. Κατά συνέπεια, η επιλογή των ενεργειών πρέπει να στηρίζεται περισσότερο στην πιθανή συνεισφορά στην ανάκαμψη και λιγότερο στην αντιμετώπιση των αιτιών του προβλήματος (Bibeault: 1982). Ο Hofer (1980) προτείνει μία απλή προσέγγιση για την επιλογή κατάλληλων και εφικτών ενεργειών που στηρίζεται στο συσχετισμό του επιπέδου ανάπτυξης των προϊόντων-αγορών με

την ανταγωνιστική θέση της εταιρίας και το συσχετισμό της στρατηγικής με τη λειτουργική ισχύ της εταιρίας. Επιπρόσθετα, παραθέτει ένα διάγραμμα όπου απεικονίζεται η επιρροή της σοβαρότητας της κατάστασης, ως συνάρτηση του νεκρού σημείου, στην εφικτότητα στρατηγικών. Η προσέγγιση των Thain and Goldthorpe (1989a) συνίσταται στην επιλογή ενεργειών βάσει τεσσάρων στοιχείων του Πλαισίου που παρουσιάζονται σε δύο μήτρες δύο διαστάσεων. Η σχηματική απεικόνιση των παραπάνω προτάσεων παρατίθεται, διαδοχικά, στα παρακάτω Σχήματα 6.6 και 6.7.

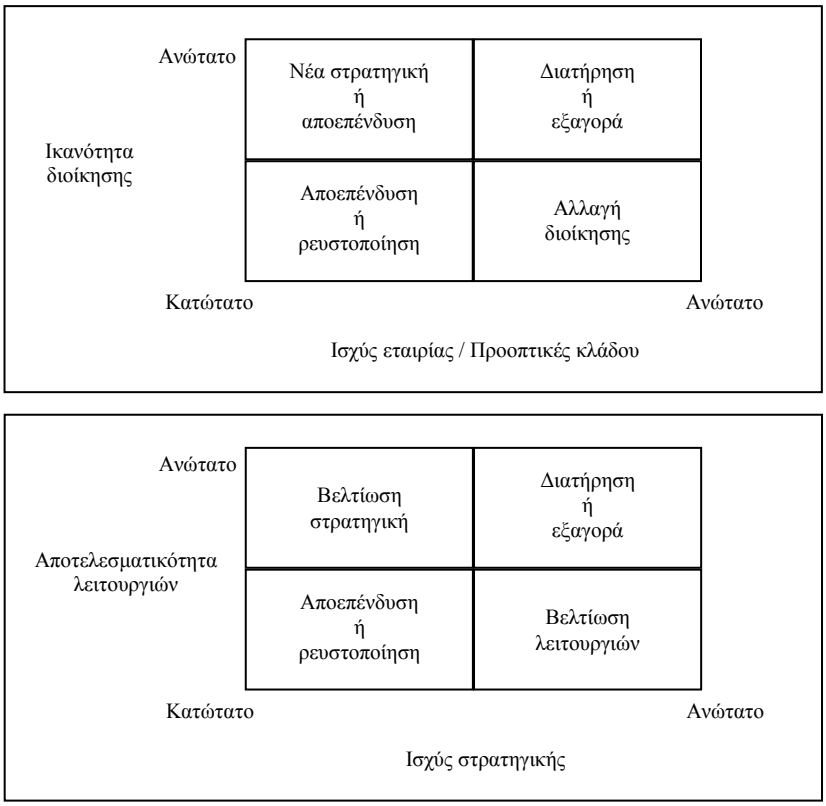
Σχήμα 6.6 Σχηματική απεικόνιση της επιλογής ενεργειών σύμφωνα με το Hofer (1980)







Σχήμα 6.7 Σχηματική απεικόνιση της επιλογής ενεργειών σύμφωνα με τους Thain and Goldthorpe (1989a)



Δεδομένου ότι οι παραπάνω προτάσεις είτε παραλείπουν είτε εξετάζουν κάποια στοιχεία του Πλαισίου εντός ευρύτερων κατηγοριών (πχ λειτουργική ισχύς), χρησιμεύουν περισσότερο ως «βάση εκκίνησης» παρά ως κανόνας για την αναζήτηση των κατάλληλων και εφικτών ενεργειών. Τονίζεται, επίσης, ότι η επιλογή ενεργειών αναμένεται αποτελεσματικότερη όταν ενσωματώνει εκτιμήσεις για το μέλλον. Για παράδειγμα, η συμβολή ενός προϊόντος στην ανάκαμψη εξαρτάται περισσότερο από

τη μελλοντική παρά από την παρελθούσα χρηματοοικονομική επίδοσή του και από τις απαιτήσεις σε πόρους που συνεπάγεται η συνέχιση της παραγωγής του. Ένα ακόμη στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη στην επιλογή ενεργειών αφορά στην αλληλεξάρτηση των ενεργειών. Το περιεχόμενο των ενεργειών που στοχεύουν στην παύση ή συγκράτηση της παρακμής («σταθεροποίηση» ή «παύση της αιμορραγίας») βρίσκεται σε αντίφαση με το περιεχόμενο των ενεργειών που στοχεύουν στη μακροχρόνια επιβίωση (Gopinath: 1991). Κατά συνέπεια, η επιλογή πρέπει να εξασφαλίζει την προστασία των πόρων και ικανοτήτων που θα απαιτηθούν για την εφαρμογή της μακροχρόνιας στρατηγικής της εταιρίας (Pearson: 1977). Επιπρόσθετα, όπου κρίνεται αναγκαίο, η οργανωσιακή-διοικητική διάρθρωση πρέπει να μεταβληθεί έτσι ώστε να είναι κατάλληλη για την εφαρμογή των ενεργειών που έχουν επιλεγεί (Michelin and Conklin Jr: 2004). Σημειώνεται, επίσης, ότι κάποιο τύποι οργανωσιακής-διοικητικής διάρθρωσης, όπως η οριζόντια (επίπεδη), παρέχουν την εντύπωση «συνιδιοκτησίας» συμβάλλοντας, έτσι, στην ενίσχυση της διάθεσης των ανθρώπων για συμμετοχή στη Διαδικασία (Reichert: 1988).

Η μελέτη περιπτώσεων υποδεικνύει ότι η επιλογή δεν περιλαμβάνει, απαραίτητα, όλους τους τύπους ενεργειών. Η Nissan (βλ. παράγραφο 6.4.3) ανέκαμψε μετά από διεύρυνση του χαρτοφυλακίου προϊόντων της με τρία νέα μοντέλα που απευθυνόντουσαν σε διαφορετικές ομάδες καταναλωτών και ίδρυση παραγωγικών μονάδων στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο το 1983 και 1984, αντίστοιχα (Ishizuna: 1990). Η αυτοκινητοβιομηχανία BMW[2] (Γερμανία) ανέκαμψε, στις αρχές της δεκαετίας του 1990, μετά από ενέργειες που αφορούσαν στην τιμολογιακή πολιτική, το προϊόν, τη διαφήμιση και το δίκτυο διανομής (Dolan: 1995). Η εταιρία τηλεφωνίας BT (Ηνωμένο Βασίλειο) ανέκαμψε, στα τέλη της δεκαετίας του 1980, μετά από υιοθέτηση νέων μεθόδων παροχής υπηρεσιών και την εφαρμογή νέων τεχνολογιών (Vaz: 1996). Τα ναυπηγεία Bazan Naval Shipyard (Ισπανία) ανέκαμψαν, τη δεκαετία του 1990, μετά από μεταβολή του χαρτοφυλακίου προϊόντων. Εξήλθαν από την αγορά ναυπήγησης πολεμικών πλοίων για το ισπανικό πολεμικό ναυτικό και εισήλθαν στην αγορά ναυπήγησης ταχύπλοων σκαφών μεταφοράς επιβατών και οχημάτων (οχηματαγωγά fast ferries). Διέθεταν τη δυνατότητα ναυπήγησης fast ferries αλλά όχι την απαιτούμενη τεχνογνωσία και πραγματοποιήθηκε η εκπαίδευση του προσωπικού σε νέες μεθόδους παραγωγής

[2]. Εκτενέστερη αναφορά έχει πραγματοποιηθεί στην παράγραφο 5.6.2.

(Navarro: 1998). Οι συγχωνευμένες Upjohn και Pharmacia (βλ. παράγραφο 6.4.2) ανέκαμψαν μετά από σύσταση κοινοπραξίας (joint venture) με την εταιρία βιοτεχνολογίας Amersham International (Ηνωμένο Βασίλειο) σε θέματα έρευνας, ανταλλαγή μαρκών με την φαρμακοβιομηχανία Johnson & Johnson (ΗΠΑ) με στόχο την έξοδο από την αγορά παυσίπονων και την είσοδο στην αγορά παιδιατρικών φαρμάκων και επικέντρωση στο μάρκετινγκ. Σε επίπεδο οργάνωσης, υπήρξε συντονισμός των λειτουργιών των δύο εταιριών και γεωγραφική ενοποίηση (Belcher and Nail: 2000). Οι παραπάνω περιπτώσεις υποδεικνύουν ότι οι ενέργειες περιστολής δε συνιστούν προαπαιτούμενο της ανάκαμψης. Κατά τους Castrogiovanni and Bruton (2000), η θεώρηση των ενεργειών περιστολής ως ξεχωριστό τμήμα της Διαδικασίας υπολείπεται, επίσης, θεωρητικής τεκμηρίωσης. Αντίστοιχα, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η στρατηγική ανακατεύθυνση δεν είναι απαραίτητη. Η εμπορική εταιρία Brunswick (ΗΠΑ) ανέκαμψε, τη δεκαετία του 1980, κατόπιν περιστολής κόστους και περιουσιακών στοιχείων, διοικητικής αποκέντρωσης και εφαρμογής συστημάτων Just-In-Time και αμοιβών παραγωγικότητας (Reichert: 1988). Η AA Insurance (βλ. παράγραφο 6.4.2) ανέκαμψε μετά από περιστολή 600 θέσεων εργασίας και 450 εθελουσίων εξόδων, ανασχεδιασμού των διαδικασιών, βελτίωση της εξυπηρέτησης πελατών, επένδυση σε πληροφοριακά συστήματα, αύξηση παραγωγικότητας και εκπαίδευση προσωπικού (Smith and Hall: 1998). Τέλος, η περίπτωση της Italtel (βλ. παράγραφο 6.5.3) υποδεικνύει ότι η επιλογή, εκτός των προβλημάτων και των δυνατοτήτων της εταιρίας, εξαρτάται από την αλληλεξάρτηση των ενεργειών. Αναλυτικότερα, η εταιρία υιοθέτησε καινοτομίες τεχνολογίες που βελτιώσαν την παραγωγικότητα επιτρέποντας, έτσι, την περιστολή θέσεων εργασίας κατά 30% (Bellisario: 1985).

6.5.5 Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΩΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Κατά τους Sudarsanam and Lai (2001), οι ενέργειες πρέπει να εφαρμόζονται με **ταχύτητα**, **ένταση** και **επιδεξιότητα** καθώς η βραδεία και ατελής εφαρμογή δύναται να επιβαρύνει περαιτέρω την ήδη δυσχερή κατάσταση. Για την επίτευξη των παραπάνω, απαιτείται διαρκής έλεγχος (Herring: 1987) συγκεντρωτικού χαρακτήρα (Pearson: 1977). Ο Gatti (2002) υποστηρίζει ότι η επιτυχία της εφαρμογής εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τις αξίες που υιοθετούνται από το σύνολο των ανθρώπων στο εσωτερικό της εταιρίας. Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 6.4.2, η διαμόρφωση

αξιών είναι, σε μεγάλο βαθμό, αποτέλεσμα του στυλ διοίκησης-ηγεσίας κατά τη Διαδικασία. Όσον αφορά στην ακολουθία ενεργειών, η σχετική έρευνα είναι ελλιπής (Pandit: 2000). Ο Thietart (1988) αναφέρει ότι ένα κοινό χαρακτηριστικό των επιτυχημένων προσπαθειών ανάκαμψης είναι η **ταυτόχρονη εφαρμογή** ενεργειών. Αντίθετα, ο Gatti (2002) υποστηρίζει ότι δεν υπάρχουν καθολικά αποδεκτοί κανόνες και, αναλόγως των ενεργειών, η εφαρμογή δύναται να είναι **διαδοχική ή ταυτόχρονη**. Για παράδειγμα, η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση δεν είναι πάντα απαραίτητη (Sudarsanam and Lai: 2001). Ωστόσο, αποκτά προτεραιότητα εφαρμογής όταν υφίσταται απειλή ανάληψης νομικής δράσης από τους πιστωτές που καθιστά αναγκαία την ανάκτηση του ελέγχου των περιουσιακών στοιχειών (Balgobin and Pandit: 2001) καθώς οποιαδήποτε άλλη ενέργεια δεν έχει κανένα απολύτως νόημα αν η εταιρία πρόκειται να πτωχεύσει στο προσεχές μέλλον (Hofer: 1980). Οι ενέργειες βελτίωσης της αποδοτικότητας, όταν απαιτούνται, εκτελούνται στην αρχή της εφαρμογής (Gatti: 2002). Η επίτευξη σύντομων αποτελεσμάτων είναι σημαντική διότι, εκτός της «παύσης της αιμορραγίας», αποκαθιστούν την αξιοπιστία της εταιρίας και πείθουν τους εργαζόμενους για τη δυνατότητα ανάκαμψης (Castrogiovanni and Bruton: 2000). Κατά τον Watkins (2004), μία μικρή επιτυχία συνεπάγεται δυσανάλογα θετικό αντίκτυπο στην ψυχολογία. Επίσης, τα αποτελέσματα κάποιων ενεργειών επηρεάζουν άλλες (Schober: 2004). Συνεπώς, οποιαδήποτε ενέργεια που δεν εξαρτάται από τη μερική ή συνολική ολοκλήρωση (αποτελέσματα) άλλης μπορεί να εκτελεστεί σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή και, κατά προτίμηση, το συντομότερο δυνατό. Κατά τον Buchanan (1939), η απαίτηση για πρόσθετους πόρους, υπό την έννοια της επιπλέον χρηματοδότησης, των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή είναι, σχεδόν, βέβαια. Δεδομένου ότι οι πόροι που δεν υπάρχουν πρέπει να δημιουργηθούν (Watkins: 2004), οι ενέργειες που δημιουργούν πόρους πρέπει να εκτελεστούν πριν από τις υπόλοιπες. Για παράδειγμα, αν το Σχέδιο προβλέπει γεωγραφική επέκταση με εξαγορά εταιρίας με τους πόρους που θα προκύψουν από την αποεπένδυση θυγατρικής, η αποεπένδυση πραγματοποιείται πριν την εξαγορά. Όπως σημειώνουν οι Carrington and Aurelio (1976) και Pearson (1977), το πρώτο βήμα στην εφαρμογή ενεργειών είναι η περιστολή των εξόδων που δεν αποφέρουν εισόδημα. Εκτός των υλικών πόρων, ενδέχεται να απαιτούνται, επίσης, άυλοι πόροι όπως οι σχετικοί με το ανθρώπινο δυναμικό. Για παράδειγμα, η παραγωγή ενός νέου προϊόντος απαιτεί τη στελέχωση του τμήματος παραγωγής με κατάλληλο δυναμικό. Ο Lainas (1999) υποστηρίζει ότι πρέπει να δίδεται

προτεραιότητα στη στελέχωση από το εσωτερικό της εταιρίας μετά από σχετική εκπαίδευση καθώς αυτό θα συμβάλλει στη διαμόρφωση συμμετοχικού κλίματος. Ωστόσο, η ανάκαμψη προϋποθέτει έμφαση στην πράξη και όχι στην εκπαίδευση διότι οι εταιρίες σε παρακμή δε διαθέτουν, συνήθως, τα απαιτούμενα χρονικά περιθώρια για εκπαίδευση (Finkin: 1985, Watkins: 2004). Κατά συνέπεια, όταν το υφιστάμενο δυναμικό δε διαθέτει τα απαιτούμενα προσόντα, η στελέχωση πραγματοποιείται με δυναμικό από το εξωτερικό της εταιρίας. Προφανώς, το δυναμικό που θα προσληφθεί πρέπει να διαθέτει τα προσόντα που δε διαθέτει το δυναμικό στο εσωτερικό της εταιρίας και οι προσλήψεις πρέπει να γίνονται με φειδώ (Pearson: 1977). Πρέπει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με τον Finkin (1989), η πρόσληψη αξιόλογου δυναμικού προσκρούει σε εμπόδια. Το πρώτο από αυτά αφορά στη δυσκολία προσέλκυσης αξιόλογου δυναμικού που να επιθυμεί να εργαστεί σε μία εταιρία με σχετικά αβέβαιο μέλλον. Επιπρόσθετα, η πρόσληψη επιβαρύνει το κόστος διότι το αξιόλογο δυναμικό πρέπει να αμειφθεί ανάλογα τόσο για τα προσόντα όσο και για την εξάλειψη της διστακτικότητάς του. Δεδομένου ότι, συχνά, η μείωση του κόστους συνιστά προτεραιότητα, η πρόσληψη είναι μία αναιτιολόγητη ενέργεια από άποψη κόστους. Λαμβάνοντας, επίσης, υπόψη ότι η πρόσληψη πραγματοποιείται ταυτόχρονα με τις απολύσεις, επιβαρύνει περαιτέρω το αρνητικό κλίμα ιδιαίτερα όταν η πολιτική της εταιρίας ήταν η προαγωγή δυναμικού «εκ των έσω». Τέλος, δεν υπάρχει εκ των προτέρων εγγύηση άμεσης προσαρμογής του νέου δυναμικού στις τρέχουσες συνθήκες και την κουλτούρα της εταιρίας. Η περιστολή του κόστους εργασίας (αμοιβές ή/ και θέσεις εργασίας) συνιστά μία ακόμη ενέργεια που πρέπει να εφαρμοστεί με προσοχή διότι συνεπάγεται απογοήτευση και ανασφάλεια μίας εκ των σημαντικότερων ομάδων συμμέτοχων, του ανθρώπινου δυναμικού (Smith and Hall: 1998). Επιπρόσθετα, οι Chen et al. (2001) υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τις απολύσεις ως ένδειξη αρνητικών μελλοντικών προοπτικών ακόμα και όταν θεωρείται ότι υιοθετούνται προς όφελος των μετόχων αλλά πραγματοποιούνται σε μικρότερη κλίμακα από την αναμενόμενη. Ο Pearson (1977) υποστηρίζει ότι πρόκειται για το πιο δυσάρεστο μέρος της Διαδικασίας και, κατά τον Finkin (1989), η σχετική απόφαση πρέπει να λαμβάνεται κατόπιν σχεδιασμού και όχι βιαστικά. Για παράδειγμα, η αναλογική περιστολή του κόστους εργασίας σε όλα τα τμήματα της εταιρίας με στόχο την «εξισορρόπηση» των αρνητικών ψυχολογικών επιπτώσεων είναι πλήρως αναιτιολόγητη όταν δε συμβαδίζει με τις απαιτήσεις του σχεδίου ανάκαμψης (Pearson: 1977). Σε αντίθεση με την απόφαση, η εφαρμογή της

περιστολής πρέπει να πραγματοποιείται σε σύντομο χρονικό διάστημα (Pearson: 1977, Finkin: 1985, Finkin: 1989) καθώς, όταν απαιτείται, η καθυστέρησή της αυξάνει τον κίνδυνο χειροτέρευσης της επίδοσης (Pearson: 1977) και η σταδιακή εφαρμογή της αποδυναμώνει το ηθικό εντός της εταιρίας[3] (Finkin: 1989). Υπάρχουν διάφοροι τρόποι αντιμετώπισης των αντιδράσεων στις απολύσεις όπως η εξασφάλιση της μελλοντικής απασχόλησης του δυναμικού που αποχωρεί από την εταιρία (Pearson: 1977), η επιλογή της μερικής απασχόλησης αντί της περιστολής θέσεων εργασίας (Michelin and Conklin Jr: 2004) και η περιστολή των αμοιβών και των προνομίων των ανώτατων διοικητικών στελεχών, για λόγους παρακίνησης, τουλάχιστον όσο διαρκεί η Διαδικασία (Ketelhohn et al.: 1991). Η περιστολή εξόδων «πολυτελείας», παρά τον περιορισμένο χρηματοοικονομικό αντίκτυπό της, κρίνεται σημαντική για τη διαμόρφωση θετικής στάσης εκ μέρους των εργαζομένων καθώς σηματοδοτεί ότι οι εργαζόμενοι δεν είναι οι μόνοι που υπόκεινται σε θυσίες για την επιβίωση της εταιρίας (Pearson: 1977). Όπως θα αναφερθεί παρακάτω, η συμμετοχή των εργαζομένων στο σχεδιασμό των ενεργειών και η παροχή εγγυήσεων για απολύσεις συγκεκριμένης έκτασης συμβάλλουν, επίσης, στον περιορισμό των αρνητικών ψυχολογικών επιπτώσεων. Πρέπει να σημειωθεί ότι η παροχή εγγυήσεων για απολύσεις συγκεκριμένης έκτασης ενδέχεται να μειώσει το βαθμό συμμετοχής, λόγω «κατοχύρωσης», του δυναμικού στη Διαδικασία. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η παρακίνηση επιτυγχάνεται με σχέδια επιβράβευσης για την επίτευξη των επιθυμητών αποτελεσμάτων (Muczyk and Steel: 1998).

Η περίπτωση των αλυσίδων εστιατορίων Shoney's και Boston Market (ΗΠΑ), τη δεκαετία του 1990, υποδεικνύει τη χρονική προτεραιότητα εφαρμογής των ενεργειών που στοχεύουν στη δημιουργία πόρων. Αμφότερες οι εταιρίες εκτέλεσαν ταυτόχρονα ενέργειες για τη δημιουργία πόρων και τη μακροχρόνια επιβίωση με αποτέλεσμα να μην ανακάμψουν (Chathoth et al.: 2006). Παρόμοια, η T.Eaton (βλ. παράγραφο 6.5.3) εφάρμοσε περιστολή μικρότερης έντασης συγκριτικά με την περιστολή που απαιτούταν για τη δημιουργία πόρων (Sheppard and Chowdhury: 2005). Η άντληση πόρων είναι ιδιαίτερα σημαντική όταν η επιβίωση της εταιρίας εξαρτάται από την εφαρμογή κάποιων ενεργειών. Η ανάκαμψη της Italtel (βλ. παράγραφο 6.5.3) απαίτησε χρηματοδότηση 500 εκατομμυρίων λιρών (Bellisario:

[3] Ο Finkin (1985) αναφέρει χαρακτηριστικά ότι, όταν η περιστολή δυναμικού είναι σταδιακή, οι Παρασκευές μετατρέπονται σε ημέρες «παράλυσης» των εργαζομένων καθώς αναμένουν να μάθουν ποιος δε θα εμφανιστεί στην εταιρία τη Δευτέρα.

1985) ενώ η εταιρία παραγωγής ηλεκτρονικών παιχνιδιών Atari, τη δεκαετία του 1980, οδηγήθηκε σε ρευστοποίηση διότι η μητρική Warner Communications αδυνατούσε να χρηματοδοτήσει την εφαρμογή ενεργειών ανάκαμψης (Gopinath: 1991). Η εφαρμογή ενεργειών περιστολής, εκτός της χρηματοοικονομικής ενίσχυσης, δημιουργεί κλίμα εμπιστοσύνης για την ορθότητα της Διαδικασίας. Η εμπιστοσύνη είναι σημαντική για τη μείωση των αντιδράσεων σε επίπονες ενέργειες όπως η περιστολή κόστους εργασίας. Στην περίπτωση της National Steel Corporation (βλ. παράγραφο 6.4.3), οι απολύσεις πραγματοποιήθηκαν μετά την εξασφάλιση της επιβίωσης της εταιρίας. Αυτό στόχευε στην αποφυγή δημιουργίας φόβου και αμφιβολιών στους εργαζόμενους καθώς η διοίκηση εξασφάλισε την εμπιστοσύνη τους χάρις στα αποτελέσματα που είχε επιτύχει (Tsurumi and Tsurumi: 1997). Η δημιουργία θετικού κλίματος μέσω περιστολής εξόδων «πολυτελείας» εφαρμόστηκε στη Brunswick (βλ. παράγραφο 6.5.4) που εκποίησε τα 2 από τα 3 ιδιόκτητα αεροσκάφη με τα οποία ταξίδευαν τα ανώτατα διοικητικά στελέχη και κατήργησε το εστιατόριο που προοριζόταν για αποκλειστική χρήση από τα εν λόγω στελέχη (Reichert: 1988). Παρόμοια, τα στελέχη που ηγούνταν της διαδικασίας ανάκαμψης της National Steel Corporation (βλ. παραπάνω) ταξίδευαν αεροπορικώς στην οικονομική θέση ενώ οι οδικές μεταβάσεις πραγματοποιούνταν με μισθωμένα οχήματα και διαμονή σε μη πολυτελή ξενοδοχεία (Tsurumi and Tsurumi: 1997). Η αντιμετώπιση του αρνητικού κλίματος που προκύπτει από την περιστολή κόστους εργασίας πραγματοποιείται, επίσης, με ενέργειες που ούτε δημιουργούν αλλά ούτε απαιτούν πόρους. Η περιστολή θέσεων εργασίας κατά 30% στην Italtel (βλ. παράγραφο 6.5.3) συνδυάστηκε με την εξασφάλιση της απασχόλησης για 2.000 (από τους συνολικά 8.459) απολυμένους σε άλλες εταιρίες του ομίλου Stet όπου ανήκε η εταιρία (Bellisario: 1985). Παρόμοια, η Brunswick (βλ. παραπάνω) εξασφάλισε, σε διάστημα 6 μηνών, τη μελλοντική απασχόληση του 90% των εργαζομένων που απέλυσε (Reichert: 1988).

6.5.6 ΤΟ ΣΧΕΔΙΟ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Η συστηματική παρακολούθηση της Διαδικασίας απαιτεί την καταγραφή της ανάλυσης, επιλογής και εφαρμογής ή, πιο απλά, τη σύνταξη ενός σχεδίου. Κατά το Harker (1996), η σύνταξη ενός σχεδίου ανάκαμψης έχει πρακτική και συμβολική σημασία. Πρακτική επειδή: α) παρέχει ξεκάθαρο όραμα, β) δίνει προτεραιότητα στη

δράση και γ) μεταβάλει στάσεις-συμπεριφορές. Συμβολική επειδή σηματοδοτεί προς τους συμμέτοχους: α) πειθαρχία στην προσπάθεια ανάκαμψης, β) ετοιμότητα για την αντιμετώπιση αλλαγών και γνώση-ικανότητα κατανόησης της εταιρίας και του κλάδου και γ) βαθμό και κατεύθυνση αλλαγής και διοίκησης της Διαδικασίας. Ένα ξεκάθαρο όραμα διευκολύνει την κατανόηση των στόχων που επιδιώκονται και των αποδεκτών συμπεριφορών κατά τη Διαδικασία (Zimmerman: 1986). Επιπρόσθετα, παρέχει σαφείς κατευθύνσεις για την αντιμετώπιση των αντισταθμίσεων (trade-offs) των ενεργειών (Modiano: 1987). Ο Zimmerman (1986) υποστηρίζει ότι η πλήρης μεταβολή των στάσεων-συμπεριφορών είναι ακατάλληλη και δύσκολη. Εφόσον σε μία εταιρία είναι, μάλλον, απίθανο οι στάσεις-συμπεριφορές να είναι στο σύνολό τους απολύτως σωστές ή λανθασμένες, η μεταβολή διέρχεται μέσω της μίξης παλαιών και νέων στάσεων-συμπεριφορών. Επίσης, κατά τη διαμόρφωση στάσεων-συμπεριφορών, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η υφιστάμενη κουλτούρα που διαφέρει ανά περίπτωση για διάφορους λόγους, όπως η εθνικότητα (Gowen III and Tallon: 2002). Το Σχέδιο περιλαμβάνει την ανάλυση της παρούσας κατάστασης, τις ενέργειες που θα εφαρμοστούν, τα αναμενόμενα αποτελέσματα (στόχους) υπό τη μορφή προϋπολογισμού (Pearson: 1977) και το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης των ενεργειών (Gatti: 2002). Κατά τη σύνταξη προϋπολογισμού, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η αλληλεπίδραση των ενεργειών που καθιστά δυσχερή την απομόνωση των αποτελεσμάτων των μεμονωμένων ενεργειών (Sudarsanam and Lai: 2001). Το χρονοδιάγραμμα διαμορφώνεται ανά περίσταση και εξαρτάται, γενικά, από τις αλλαγές που απαιτούνται και το πλήθος, τον τύπο και την αλληλεπίδραση των ενεργειών. Κατά συνέπεια δεν υπάρχουν «κανόνες» για τον ορισμό τιμής για το απαιτούμενο χρονικό διάστημα. Η παρουσίαση ενός ρεαλιστικού σχεδίου στους συμμέτοχους ενισχύει την επιχειρηματολογία της εταιρίας διότι, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, το Σχέδιο υποδεικνύει πειθαρχία, ετοιμότητα και ικανότητα. Δεδομένου ότι οι εταιρίες σε παρακμή έχουν εξαντλήσει μεγάλο μέρος των πηγών χρηματοδότησης (Carrington and Aurelio: 1976), το Σχέδιο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την επίτευξη επιπλέον χρηματοδότησης από τους κεφαλαιούχους. Πρέπει να σημειωθεί, ότι η απαίτηση ύπαρξης σχεδίου δεν αφορά μόνο στους κεφαλαιούχους διότι το Σχέδιο ενδέχεται να συνιστά προαπαιτούμενο της παροχής στήριξης εκ μέρους οποιουδήποτε συμμέτοχου (Harker: 2001). Για την ανάκαμψη της εταιρίας, πρέπει να γίνουν πολλά και πρέπει να γίνουν ταυτόχρονα (Zimmerman: 1986). Συνεπώς, ένα πλήρες Σχέδιο αποτελεί «οδηγό» δράσης. Ωστόσο, δεν πρέπει να είναι

«άκαμπτο» και επιβάλλεται η ανατροφοδότησή του με πληροφόρηση που προέρχεται από την εφαρμογή των ενεργειών. Η ανάγκη αναθεώρησης προκύπτει, αρχικά, από την αλληλεξάρτηση ενεργειών (Schober: 2004) και τις πιθανές αποκλίσεις με αρνητικές επιπτώσεις στην επίδοση (Gatti: 2002). Η παρακολούθηση των αποκλίσεων πραγματοποιείται μέσω του προϋπολογισμού και πρέπει να είναι τακτικότερη στα αρχικά στάδια της εφαρμογής των ενεργειών για τον εντοπισμό ενεργειών που δε συμβάλλουν στην αύξηση της εταιρικής αξίας (Pearson: 1977). Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 6.5.5, η επίτευξη των αναμενόμενων αποτελεσμάτων συμβάλλει στη δημιουργία θετικού κλίματος για τη συνέχεια της Διαδικασίας και, συνεπώς, η έγκαιρη διάγνωση των αποκλίσεων παρέχει μεγαλύτερα χρονικά περιθώρια διορθωτικής δράσης. Αποκλίσεις των πραγματικών αποτελεσμάτων από τα επιδιωκόμενα υποδεικνύουν λάθη στη διατύπωση των αρχικών στόχων, την επιλογή ακατάλληλων ή ανέφικτων ενεργειών ή τη λανθασμένη εφαρμογή ενεργειών. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι ο υπερβολικός έλεγχος, υπό την έννοια της συχνότητας και του πλήθους συστημάτων, πλήττει τόσο την αποτελεσματικότητα αυτού καθαυτού του ελέγχου (Zimmerman: 1986) όσο και το βαθμό παρακίνησης των εργαζομένων (Modiano: 1987). Η βούληση και η συμβολή όλων των ανθρώπων, η επικέντρωση στα σημαντικότερα ζητήματα και η εφαρμογή ίδιων κανόνων για το σύνολο των ανθρώπων συνιστούν προϋποθέσεις του «ορθού» ελέγχου (Zimmerman: 1986). Δεδομένου ότι το περιβάλλον μεταβάλλεται διαρκώς, η ανάγκη αναθεώρησης του Σχεδίου προκύπτει, επίσης, κατόπιν μεταβολών των παραγόντων του Πλαισίου, ιδιαίτερα όταν η εκτίμησή τους κατά τον αρχικό σχεδιασμό ήταν ανέφικτη (Pearson: 1977). Τονίζεται ότι η ανάγκη αναθεώρησης του Σχεδίου δεν προκύπτει μόνο κατόπιν αρνητικών εξελίξεων. Η επίτευξη αποτελεσμάτων σε συντομότερο χρονικό διάστημα από το αναμενόμενο και ο εντοπισμός ευκαιριών καθιστούν, επίσης, αναγκαία την αναθεώρηση του Σχεδίου καθώς δύνανται να οδηγήσουν σε ταχύτερη ανάκαμψη ή εφαρμογή κατάλληλων ενεργειών που, αρχικά, θεωρούνταν ανέφικτες.

6.5.7 Η ΕΚΒΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ

Η ολοκλήρωση της εφαρμογής των ενεργειών ανάκαμψης συνεπάγεται τον «υπολογισμό» του αποτελέσματος της Διαδικασίας. Υπενθυμίζεται ότι το αποτέλεσμα προσδιορίζεται από την εξέταση της μεταβλητής ή των μεταβλητών που

λήφθηκαν υπόψη ώστε η εταιρία να θεωρηθεί ευρισκόμενη σε παρακμή. Δεδομένου ότι η παρακμή αποδίδεται βάσει επίδοσης, τα πιθανά αποτελέσματα της Διαδικασίας είναι τα εξής: α) χειροτέρευση της επίδοσης, β) μη μεταβολή της επίδοσης, γ) βελτίωση της επίδοσης αλλά όχι σε σημείο ανάκαμψης και δ) βελτίωση της επίδοσης σε σημείο ανάκαμψης. Προφανώς, η μόνη περίπτωση όπου η Διαδικασία οδηγεί στο επιθυμητό αποτέλεσμα, δηλαδή την ανάκαμψη, είναι η «δ». Σε αυτήν την περίπτωση η εταιρία μπορεί να σχεδιάσει υπό «φυσιολογικές» συνθήκες τη μακροχρόνια στρατηγική της. Σε κάθε άλλη περίπτωση, η Διαδικασία θεωρείται αποτυχημένη διότι δεν οδηγεί στην απαιτούμενη βελτίωση της επίδοσης και επιβάλλεται η επανέναρξη της. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η διακύμανση της αποτυχίας επηρεάζει το νέο Πλαίσιο εντός του οποίου θα (ξανά-)λάβει χώρα η Διαδικασία. Η χειροτέρευση της επίδοσης θέτει περισσότερους περιορισμούς στη νέα Διαδικασία από τους περιορισμούς που τίθενται από τη μη μεταβολή ή βελτίωση της επίδοσης διότι οδηγεί σε όξυνση της σοβαρότητας της κατάστασης.

6.5.8 Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΓΙΑ ΣΥΝΕΧΙΣΗ Ή ΔΙΑΚΟΠΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ

Η εκκίνηση της Διαδικασίας δε σημαίνει απαραίτητα και ολοκλήρωσή της. Εφόσον έχουν καταγραφεί τα αναμενόμενα αποτελέσματα των ενεργειών ανάκαμψης, τα στελέχη που ηγούνται της Διαδικασίας καλούνται να αποφασίσουν για το ποια επιλογή, συνέχιση ή διακοπή, είναι η πιο συμφέρουσα για την εταιρία ή, ορθότερα, για τους μέτοχους της εταιρίας. Ουσιαστικά, το «δίλλημα» διατυπώνεται ως προσπάθεια για επιβίωση της εταιρίας ή ρευστοποίησή της τμηματικά ή ως σύνολο. Ο Calkins (1948) προτείνει ένα απλουστευμένο κριτήριο για τη λήψη απόφασης: αν, μετά τη Διαδικασία, τα λειτουργικά έσοδα της εταιρίας αναμένονται μεγαλύτερα από τα έξοδα, η συνέχιση της λειτουργίας μπορεί να θεωρηθεί εφικτή. Ωστόσο, οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση, όπως η απόφαση για συνέχιση ή ρευστοποίηση, προϋποθέτει τον υπολογισμό όχι μόνο των αναμενόμενων κερδών ή ταμειακών ροών αλλά και του σχετικού κινδύνου ή, εναλλακτικά, του κόστους χρηματοδότησης των επενδύσεων που απαιτούνται για την πραγματοποίηση των ταμειακών ροών. Πιο απλά, η συγκεκριμένη απόφαση (πρέπει να) στηρίζεται στη σύγκριση της εταιρικής αξίας υπό συνέχιση και της αξίας ρευστοποίησης της εταιρίας. Σύμφωνα, λοιπόν, με

το Hofer (1980), η απόφαση λαμβάνεται πριν την έναρξη εφαρμογής των ενεργειών ανάκαμψης και η Διαδικασία συνεχίζεται αν και μόνο αν η εταιρική αξία υπό συνέχιση είναι μεγαλύτερη από την αξία ρευστοποίησης. Κατά συνέπεια, η ρευστοποίηση δε σημαίνει αποτυχία όταν συνιστά την επιλογή με τη μεγαλύτερη αξία (Pearson: 1977). Η αξία ρευστοποίησης, τμηματικά ή ως σύνολο, υπολογίζεται σαφώς ευκολότερα από την αξία της συνέχισης λειτουργίας και ισοδυναμεί, ουσιαστικά, με την τιμή πώλησης που μπορεί να επιτευχθεί μειωμένη κατά τα κόστη ρευστοποίησης. Τα κόστη ρευστοποίησης περιλαμβάνουν τις αμοιβές επαγγελματιών που εμπλέκονται στη συναλλαγή (Buchanan: 1939), όπως οι εκτιμητές ακινήτων, οι συμβολαιογράφοι κλπ. Στην περίπτωση της τμηματικής ρευστοποίησης, η αξία μειώνεται, επίσης, κατά το ποσό που αντιστοιχεί στο κόστος των απαιτούμενων δραστηριοτήτων (εφόσον επιβαρύνει τον πωλητή), όπως η αποσυναρμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων[4] (Buchanan: 1939). Η ευχέρεια τμηματικής ρευστοποίησης εξαρτάται, σύμφωνα με τον Buchanan (1939), από το βαθμό εξειδίκευσης και ενσωμάτωσης των περιουσιακών στοιχείων. Στο βαθμό εξειδίκευσης έχουμε αναφερθεί, ήδη, στην παράγραφο 5.4.2.2 και την ενότητα 4.7. Ο βαθμός ενσωμάτωσης αφορά στην ευχέρεια απομόνωσης του περιουσιακού στοιχείου και συνδέεται ευθέως με το κόστος αποσυναρμολόγησης. Για παράδειγμα, η τμηματική ρευστοποίηση του δικτύου φυσικού αερίου ενός εργοστασίου (υψηλός βαθμός ενσωμάτωσης) είναι, πρακτικά, ασύμφορη ή αδύνατη αλλά δε συμβαίνει το ίδιο με τους ηλεκτρονικούς υπολογιστές (μηδενικός βαθμός ενσωμάτωσης). Η απόφαση για συνέχιση ή ρευστοποίηση εξαρτάται από τη διαπραγματευτική ισχύ και την εκτίμηση των μελλοντικών προοπτικών της εταιρίας εκ μέρους των μετόχων και των πιστωτών. Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 4.4.1, οι εν λόγω εκτιμήσεις δύνανται να διαφέρουν. Κατά συνέπεια, υπάρχει το ενδεχόμενο άσκησης της ισχύος εκ μέρους εκάστης ομάδας με στόχο την επίτευξη όσο το δυνατό μεγαλύτερου οφέλους από τη συνέχιση ή ρευστοποίηση της εταιρίας. Για παράδειγμα, αν το προϊόν ρευστοποίησης επαρκεί μόνο για την ικανοποίηση των πιστωτών, η αξία προς τους μετόχους είναι μηδενική. Συνεπώς, οι μέτοχοι έχουν κίνητρο να υπερτιμήσουν την αξία της εταιρίας υπό συνέχιση για να πείσουν τους πιστωτές ότι η συνέχιση της λειτουργίας είναι προτιμότερη από τη ρευστοποίηση, ελπίζοντας ότι ο ισχυρισμός τους θα επαληθευτεί

[4] Για παράδειγμα, η τμηματική ρευστοποίηση ενός αεροσκάφους προϋποθέτει αποσυναρμολόγηση των κινητήρων, των ηλεκτρονικών συστημάτων κλπ.

μελλοντικά (James: 1996). Σε περίπτωση επαλήθευσης, οι μέτοχοι θα αποκομίσουν αξία που δε θα αποκόμιζαν αν η συνέχιση είχε απορριφθεί (Wruck: 1990).

Η περίπτωση της εμπορικής εταιρίας WT Grant (ΗΠΑ), τη δεκαετία του 1970, αποδεικνύει ότι, όταν δεν υπάρχει συμφωνία για την εταιρική αξία, η ρευστοποίηση συνιστά, ουσιαστικά, αποτέλεσμα της διαπραγματευτικής ισχύος είτε των πιστωτών είτε των μετόχων. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η ισχύς των τραπεζιτών και της ομάδας των λοιπών πιστωτών ήταν αρκετή για να οδηγήσει την εταιρία σε ρευστοποίηση παρά τη δημόσια έκφραση πεποίθησης εκ μέρους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Τύπου για τη δυνατότητα ανάκαμψης της εταιρίας (Gopinath: 1991).

6.5.9 ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 6.4.2, δύο κρίσιμα στοιχεία του στυλ διοίκησης-ηγεσίας της Διαδικασίας είναι η επικοινωνία και η συμμετοχή σε όλα τα στάδια. Ο Pearson (1977) την παρομοιάζει με την επικοινωνία οδοντίατρου-ασθενή όπου ο γιατρός ενημερώνει πριν από κάθε βήμα για το τι πρόκειται να κάνει. Στα αρχικά στάδια της Διαδικασίας, η επικοινωνία στοχεύει στη δημιουργία αίσθησης του «επείγοντος» (urgency) που είναι σημαντική για την επίτευξη της στήριξης των συμμέτοχων (Herring: 1987, Freedman: 1996). Το «επείγον» στοχεύει στην κατανόηση, εκ μέρους όλων των συμμέτοχων, ότι τα προβλήματα της εταιρίας απαιτούν δράση και καθολική υποστήριξη. Αυτό διευκολύνει σημαντικά το έργο των στελεχών που ηγούνται της Διαδικασίας (Watkins: 2004). Όσον αφορά στην ανάλυση της κατάστασης, η επικοινωνία συμβάλλει στη συλλογή πληροφόρησης (Pearson: 1977) μέσω της συμμετοχής όλων των ανθρώπων της εταιρίας (Harker: 1996). Η επικοινωνία είναι, επίσης, απαραίτητη στην επιλογή ενεργειών διότι, μία ιδέα ενδέχεται να θεωρείται ορθή από τα διοικητικά στελέχη αλλά αυτό δε συνεπάγεται ότι είναι αποδεκτή από τους εργαζόμενους που, φυσιολογικά, θα αντισταθούν σε ενέργειες που έχουν σχεδιαστεί χωρίς τη συμμετοχή τους (Van Nimwegen and Kleiner: 2000). Οι Gibson and Billings (2003) επισημαίνουν ότι η κατανόηση του σκεπτικού των ανθρώπων και η επίτευξη δέσμευσης στην αλλαγή είναι από τα δυσκολότερα αλλά και τα σημαντικότερα σημεία της Διαδικασίας. Η διαμόρφωση θετικής στάσης προϋποθέτει την αλλαγή σκέψεων, συναισθημάτων και πράξεων που, σε κάποιο βαθμό, επιτυγχάνεται από το όραμα που παρέχεται από το Σχέδιο. Ωστόσο,

αυτό καθαυτό το όραμα δεν εξασφαλίζει την αποδοχή των αλλαγών καθώς, στις εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή, οι άνθρωποι δε συμβιβάζονται εύκολα με την ιδέα ότι το όφελος απαιτεί θυσία (Gibson and Billings: 2003). Κατά συνέπεια, απαιτείται γνωστοποίηση και εξήγηση των λόγων που επιβάλλουν την αλλαγή, διαβεβαίωση για τη δυνατότητα συμμετοχής των ατόμων στην αλλαγή, προετοιμασία των ατόμων για την αλλαγή και εξήγηση του τρόπου μέτρησης της συμβολής κάθε ατόμου στην επίτευξη των επιθυμητών αποτελεσμάτων (Gibson and Billings: 2003). Η επικοινωνία συμβάλλει, επίσης, στην αύξηση της πιθανότητας αποδοχής του Σχεδίου (Finkin: 1993a). Η συμμετοχή-συνεισφορά όλου του ανθρώπινου δυναμικού (Zimmerman: 1986) και, γενικά, όλων των συμμέτοχων αυξάνει την πιθανότητα επιτυχίας της Διαδικασίας (Balgobin and Pandit: 2001). Ωστόσο, αναλόγως του Πλαισίου και του Περιεχομένου, κάποιοι συμμέτοχοι θεωρούνται πιο σημαντικοί για την αποδοχή του Σχεδίου. Για παράδειγμα, η σημασία των πιστωτών εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στις υποχρεώσεις της εταιρίας: υψηλό ποσοστό συνεπάγεται μεγαλύτερη σημασία και αντίστροφα. Κατά συνέπεια, η εξασφάλιση της υποστήριξης ενός πιστωτή με υψηλό ποσοστό συμμετοχής στις υποχρεώσεις της εταιρίας μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως επιχείρημα για την εξασφάλιση της υποστήριξης των πιστωτών με χαμηλότερο ποσοστό συμμετοχής στις υποχρεώσεις της εταιρίας (Michelin and Conklin Jr: 2004). Η διαπραγμάτευση του Σχεδίου πρέπει να είναι ειλικρινής με ιδιαίτερη προσοχή στις υποσχέσεις που παρέχονται στους συμμέτοχους (Pearson: 1977). Πρέπει, επίσης, να σημειωθεί ότι οι αντιδράσεις των συμμέτοχων αναμένονται ισχυρότερες όταν η διαπραγμάτευση πραγματοποιείται από τα υφιστάμενα διοικητικά στελέχη. Τα εν λόγω στελέχη συνδέονται άρρηκτα με το παρελθόν της εταιρίας και είναι λογικό να αποτελούν «κόκκινο πανί» για κάποιους συμμέτοχους ανεξάρτητα από το αν και κατά πόσο ευθύνονται για την παρακμή (Sudarsanam and Lai: 2001). Αντίθετα, όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 6.4.3, υπάρχουν λιγότεροι λόγοι αντίδρασης στη διαπραγμάτευση (τουλάχιστον στα αρχικά στάδια της) με νέα στελέχη ή συμβούλους που δε σχετίζονται με το παρελθόν της εταιρίας. Η επικοινωνία είναι, επίσης, σημαντική στην ανατροφοδότηση του Σχεδίου διότι η βελτίωση της αποδοτικότητας των ανθρώπων είναι πιθανότερη όταν γνωρίζουν την αξιολόγησή τους, δηλαδή το βαθμό επίτευξης των αναμενόμενων αποτελεσμάτων (Gibson and Billings: 2003). Πρέπει να σημειωθεί ότι η αποτελεσματική επικοινωνία και η παρακίνηση των εργαζομένων εξαρτάται από τα στελέχη που ηγούνται της Διαδικασίας και την άμεση ανάμειξή τους (Pearson: 1977,

Balgobin and Pandit: 2001, Barker III: 2005). Ανάλογα με το πλήθος συμμέτοχων, η επικοινωνία, μέσω της προσωπικής ανάμιξης, ενδέχεται να απαιτεί λιγότερο ή περισσότερο χρόνο. Ωστόσο, ο Harker (1996) επισημαίνει ότι οι «εκπτώσεις» στην επικοινωνία με στόχο την εξοικονόμηση χρόνου δεν αιτιολογούνται διότι η ορθή διοίκηση χρόνου, ειδικά στην αρχή της Διαδικασίας, υποδεικνύει την επένδυση χρόνου στο παρόν για την εξοικονόμηση χρόνου στο μέλλον. Αντίθετα, ο Watkins (2004) υποστηρίζει ότι, στην αρχή της Διαδικασίας, επιτρέπονται «αποκλίσεις» από την επικοινωνία και τη συμμετοχή, ακόμα και προσταγές, τουλάχιστον μέχρι τη διασφάλιση των απαιτούμενων πόρων για τη συνέχεια.

Στην περίπτωση της Italtel (βλ. παράγραφο 6.5.3), το Σχέδιο γνωστοποιήθηκε στους μέτοχους και την κυβέρνηση, συζητήθηκε με τους εργαζομένους και ανακοινώθηκε στον Τύπο (Bellisario: 1985). Παρόμοια, οι εργαζόμενοι της AA Insurance (βλ. παράγραφο 6.4.2) λάμβαναν συνεχή ενημέρωση για την πορεία της Διαδικασίας και είχαν τη δυνατότητα να υποβάλλουν προτάσεις για τη διόρθωση των προβλημάτων που παρουσιαζόντουσαν (Smith and Hall: 1998). Υποστηρίζεται, επίσης, ότι οι επικοινωνία πρέπει να πραγματοποιείται από τα στελέχη που ηγούνται της Διαδικασίας. Ο νέος διευθύνων σύμβουλος που ηγήθηκε της Διαδικασίας στις συγχωνευμένες Upjohn και Pharmacia (βλ. παράγραφο 6.4.2) συνέταξε το Σχέδιο βάσει των προσωπικών επαφών με στελέχη και των συζητήσεων με εργαζομένους μετά από επιτόπου επισκέψεις σε εγκαταστάσεις των εταιριών (Belcher and Nail: 2000). Ο νέος διευθύνων σύμβουλος που ηγήθηκε της Διαδικασίας στον όμιλο Fairmont (βλ. παράγραφο 6.4.3), στις αρχές της δεκαετίας του 1990, προέβη σε προσωπικές επαφές με «μεγάλους» πελάτες και τουριστικά πρακτορεία για την επίτευξη συμφωνιών (Umbreit: 1996). Παρόμοια, ο διευθύνων σύμβουλος που ηγήθηκε της ανάκαμψης της Mitsubishi (βλ. παράγραφο 6.4.2) πραγματοποίησε πολυάριθμες συναντήσεις με τους συμμέτοχους με στόχο την καταγραφή και κατανόηση της κατάστασης και τη σηματοδότηση των επερχόμενων αλλαγών (Jacoby: 2004). Στην περίπτωση της Philips (βλ. παράγραφο 6.3.4), η απόφαση για την περιστολή θέσεων λήφθηκε από μία ομάδας εργασίας 120 ατόμων και όχι από τα ανώτατα διοικητικά στελέχη (Freedman: 1996). Η εταιρία παραγωγής μοτοσικλετών Harley-Davidson (ΗΠΑ) μετέβαλε, τη δεκαετία του 1980, την πολιτική «τα λευκά κολάρα (στελέχη) σκέφτονται και τα μπλε κολάρα (εργαζόμενοι) εκτελούν» σε πολιτική «όλοι σκέφτονται και όλοι εκτελούν» (Van Nimwegen and Kleiner: 2000). Κατόπιν εξέτασης 4 εταιριών παραγωγής μηχανολογικού εξοπλισμού από την

Αυστραλία[5], με 300-500 εργαζομένους την περίοδο 1980-1994, ο Harker (1996) συμπεραίνει ότι η ανάλυση της κατάστασης πραγματοποιήθηκε με τη συμμετοχή όλων των ιεραρχικών επιπέδων της εταιρίας.

6.5.10 ΤΕΧΝΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 6.5.5, δεν υπάρχουν «κανόνες» για το πώς αναπτύσσεται η εφαρμογή ενεργειών. Παρόμοια, δεν υπάρχουν «κανόνες» για τους δεσμούς (σχέσεις) μεταξύ των ενεργειών εξαιτίας της έλλειψης σχετικής έρευνας (Pandit: 2000). Για τη διαμόρφωση διαδοχικών φάσεων ή σταδίων πρέπει να ληφθούν υπόψη 2 πτυχές της Διαδικασίας: συγκεκριμένη ροή ενεργειών και εξέλιξη σε διαφορετικά στάδια (Schober: 2004). Κατά τους Balgobin and Pandit (2001), τα στάδια της Διαδικασίας επικαλύπτονται εκ των πραγμάτων και, σύμφωνα με τον Schober (2004), η συχνά υποτιθέμενη γραμμική σχέση μεταξύ των σταδίων δεν είναι αιτιολογημένη. Ως εκ τούτου, ο όρος «ροή» (flow) είναι προτιμότερος του όρου «ακολουθία» (sequence) για την περιγραφή της σχέσης μεταξύ των σταδίων. Η ύπαρξη διακριτών σταδίων υπονοεί τη διατύπωση κριτηρίων μετάβασης από κάποιο στάδιο σε επόμενο. Τέτοια κριτήρια είναι ο χρόνος, ο τύπος ενέργειας και η επίδοση. Ο Schober (2004) υποστηρίζει ότι ο διαχωρισμός των σταδίων βάσει χρόνου είναι ακατάλληλος διότι η διάρκεια των ενεργειών διαφέρει ανά περίσταση και, παρόμοια, ο τύπος των ενεργειών συνιστά ακατάλληλο κριτήριο, δεδομένου ότι η διαδικασία δεν περιλαμβάνει απαραίτητα όλους τους τύπους των ενεργειών. Κατά συνέπεια, προτείνει ως καταλληλότερο κριτήριο τη μεταβολή επίδοσης σημειώνοντας ότι δεν είναι απαραίτητο να είναι μονοτονική, δηλαδή προς μία κατεύθυνση, όσο διαρκεί η Διαδικασία. Το βασικό πλεονέκτημα της επίδοσης, ως κριτήριο διαχωρισμού των σταδίων, αφορά στη μη εξάρτησή της από το χρόνο και τον τύπο ενεργειών. Συνεπώς, μπορεί να χρησιμοποιηθεί, τουλάχιστον, για τη μετάβαση από την αρχή στο τέλος της Διαδικασίας. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι η χρήση του εν λόγω κριτηρίου για τη μετάβαση από κάποιο ενδιάμεσο στάδιο σε επόμενο είναι, επίσης, προβληματική. Πιο απλά, δεν είναι δυνατό να καθοριστεί μία γενικά αποδεκτή μεταβολή της επίδοσης έτσι ώστε να θεωρηθεί ότι κάποιο στάδιο έχει ολοκληρωθεί. Το παραπάνω πρόβλημα δεν υφίσταται στο επίπεδο της μεμονωμένης εταιρίας επειδή το Σχέδιο περιλαμβάνει,

[5] Δεν αναφέρονται επωνυμίες.

εκ των πραγμάτων, ποσοτικά κριτήρια επίδοσης για τη μετάβαση από κάποιο στάδιο σε επόμενο. Όσον αφορά στη διάρκεια της Διαδικασίας, είναι προφανές ότι ο καθορισμός ενιαίου χρονικού ορίζοντα είναι μη ρεαλιστικός. Η διάρκεια αναμένεται να επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες όπως ο χρόνος διαπραγμάτευσης του σχεδίου ανάκαμψης, η απαίτηση ή μη δημιουργίας πόρων κλπ. Σε σχετικούς όρους, θεωρείται λογικό η εφαρμογή των ενεργειών να διαρκέσει περισσότερο από το διάστημα που απαιτείται για την ανάλυση του Πλαισίου και την επιλογή ενεργειών (Gibson and Billings: 2003). Από την παρουσίαση των υποδειγμάτων στην ενότητα 6.3, προκύπτει ότι ο εκτιμώμενος χρόνος για κάθε στάδιο (φάση) της Διαδικασίας διαμορφώνεται ως εξής. Η ανάλυση του Πλαισίου αναμένεται να διαρκέσει από 1 εβδομάδα έως 1 μήνα, ανάλογα με το μέγεθος της εταιρίας (Pearson: 1977, Scherrer: 2003). Η σύνταξη Σχεδίου ολοκληρώνεται σε 15-30 ημέρες (Bibeault: 1982) ή 1-2 μήνες (Scherrer: 2003) και, κατά τον Pearson (1977), το Σχέδιο πρέπει να οριστικοποιηθεί εντός, περίπου, 30 ημερών. Όπου απαιτείται «σταθεροποίηση», το σχετικό στάδιο διαρκεί από 6 μήνες έως 1 έτος και η ολοκλήρωση της Διαδικασίας απαιτεί 1-2 ακόμη έτη (Scherrer: 2003). Συνολικά, βάσει των υφιστάμενων υποδειγμάτων, η Διαδικασία αναμένεται να διαρκέσει, περίπου, 2 έτη. Η εξέταση των ποσοτικών ορισμών παρακμής και ανάκαμψης που παρατέθηκαν στο δεύτερο κεφάλαιο, μεταξύ των οποίων ο ορισμός που προτάθηκε, υποδεικνύει ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, η διάρκεια ανάκαμψης υπολογίζεται σε 2-3 έτη. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, ο ορισμός διάρκειας 2-3 ετών για τη Διαδικασία θεωρείται ρεαλιστικός. Ωστόσο, υπενθυμίζεται ότι η εν λόγω πρόταση δε συνιστά «κανόνα» και πρέπει να εξειδικεύεται κατά περίπτωση λαμβάνοντας υπόψη την αντιστάθμιση (trade-off) μεταξύ χρονικής διάρκειας και αποτελεσματικότητας της Διαδικασίας.

6.5.11 ΤΟ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ

Το προτεινόμενο υπόδειγμα συνιστά, ουσιαστικά, συνδυασμό των υποδειγμάτων που έχουν, ήδη, παρουσιαστεί και των υποδείξεων που αναφέρθηκαν από την ενότητα 6.4 μέχρι το παρόν σημείο. Σε κάθε στάδιο παρατίθενται τα σημαντικότερα σημεία χωρίς, όμως, πρόθεση υποκατάστασης της αναλυτικής παρουσίασης που έχει προηγηθεί. Τα στάδια έχουν ως εξής:

1ο Στάδιο – Έναυσμα

Παραδοχή της παρακμής και απόφαση για δράση από οποιαδήποτε πηγή εναύσματος. Απόφαση για αντικατάσταση ή μη των υφιστάμενων διοικητικών στελεχών βάσει ικανοτήτων και πιθανού αντίκτυπου στους συμμέτοχους. Σαφή πλεονεκτήματα της αντικατάστασης.

2ο Στάδιο – Ανάλυση Πλαισίου

Καταγραφή και ανάλυση προβλημάτων και δυνατοτήτων. Εξέταση απειλής του ελέγχου των περιουσιακών στοιχείων. Επικοινωνία με συμμέτοχους για τη διαπίστωση προβλημάτων και την εκτίμηση πρόθεσης στήριξης. Διαμόρφωση εκτιμήσεων για το μέλλον.

3ο Στάδιο – Επιλογή Περιεχομένου, Σχέδιο και Απόφαση

I. Επιλογή Περιεχομένου

Αναλόγως των προβλημάτων (όχι πάντα) και των δυνατοτήτων με προσοχή στην ύπαρξη απειλής προς τον έλεγχο των περιουσιακών στοιχείων. Ενσωμάτωση της αλληλεξάρτησης-αλληλεπίδρασης των ενεργειών. Μεταβολή της διοικητικής-οργανωσιακής διάρθρωσης σύμφωνα με τις ενέργειες που επιλέγονται. Συμμετοχή του ανθρώπινου δυναμικού.

II. Σύνταξη Σχεδίου

Βασικά στοιχεία: α) Πλαίσιο, β) Περιεχόμενο, γ) Προϋπολογισμός-Στόχοι και δ) Χρονοδιάγραμμα. Επικοινωνία με συμμέτοχους για τη σύνταξη.

III. Απόφαση για Συνέχιση ή Ρευστοποίηση

Σύγκριση αξίας συνέχισης και αξίας ρευστοποίησης. Μεγαλύτερη βεβαιότητα για την αξία ρευστοποίησης. Λαμβάνονται υπόψη τα κόστη και οι δυσχέρειες ρευστοποίησης. Εξαρτάται από τη διαπραγματευτική ισχύ των πιστωτών και μετόχων.

IV. Διαπραγμάτευση και Οριστικοποίηση Σχεδίου

Επικοινωνία με συμμέτοχους για την αποδοχή του Σχεδίου. Ειλικρινής διαπραγμάτευση και υποσχέσεις που μπορούν να τηρηθούν.

4ο Στάδιο: Εφαρμογή ενεργειών και ανατροφοδότηση Σχεδίου

I. Εφαρμογή ενεργειών

Έμφαση σε: α) χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση, αν απειλείται ο έλεγχος περιουσιακών στοιχείων, β) ενέργειες που δημιουργούν πόρους, αν απαιτούνται, γ) ενέργειες που επηρεάζουν και επηρεάζονται από άλλες και δ) ενέργειες συμβολικού «τύπου» (σηματοδότησης). Άμεση και ταχεία έναρξη και εκτέλεση των ενεργειών που δεν απαιτούν πόρους. Αδυναμία χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης συνεπάγεται ρευστοποίηση (εξωδικαστικώς) ή συνέχιση της Διαδικασίας στα πλαίσια της πτώχευσης (δικαστικώς).

II. Ανατροφοδότηση Σχεδίου

Μετά από θετικές ή αρνητικές αποκλίσεις των αποτελεσμάτων και την εμφάνιση απειλών ή ευκαιριών. Επικοινωνία της ανατροφοδότησης ιδιαίτερα στο εσωτερικό της εταιρίας.

5^{ο} Στάδιο: Αποτέλεσμα

I. Επιτυχία

Βελτίωση της επίδοσης τουλάχιστον στο βαθμό που απαιτείται για ανάκαμψη. «Φυσιολογικές» συνθήκες σχεδιασμού της μακροχρόνιας στρατηγικής.

II. Αποτυχία

Μη επίτευξη της απαιτούμενης βελτίωσης της επίδοσης. Υποπεριπτώσεις:

Α) Βελτίωση της επίδοσης αλλά όχι στον απαιτούμενο βαθμό.

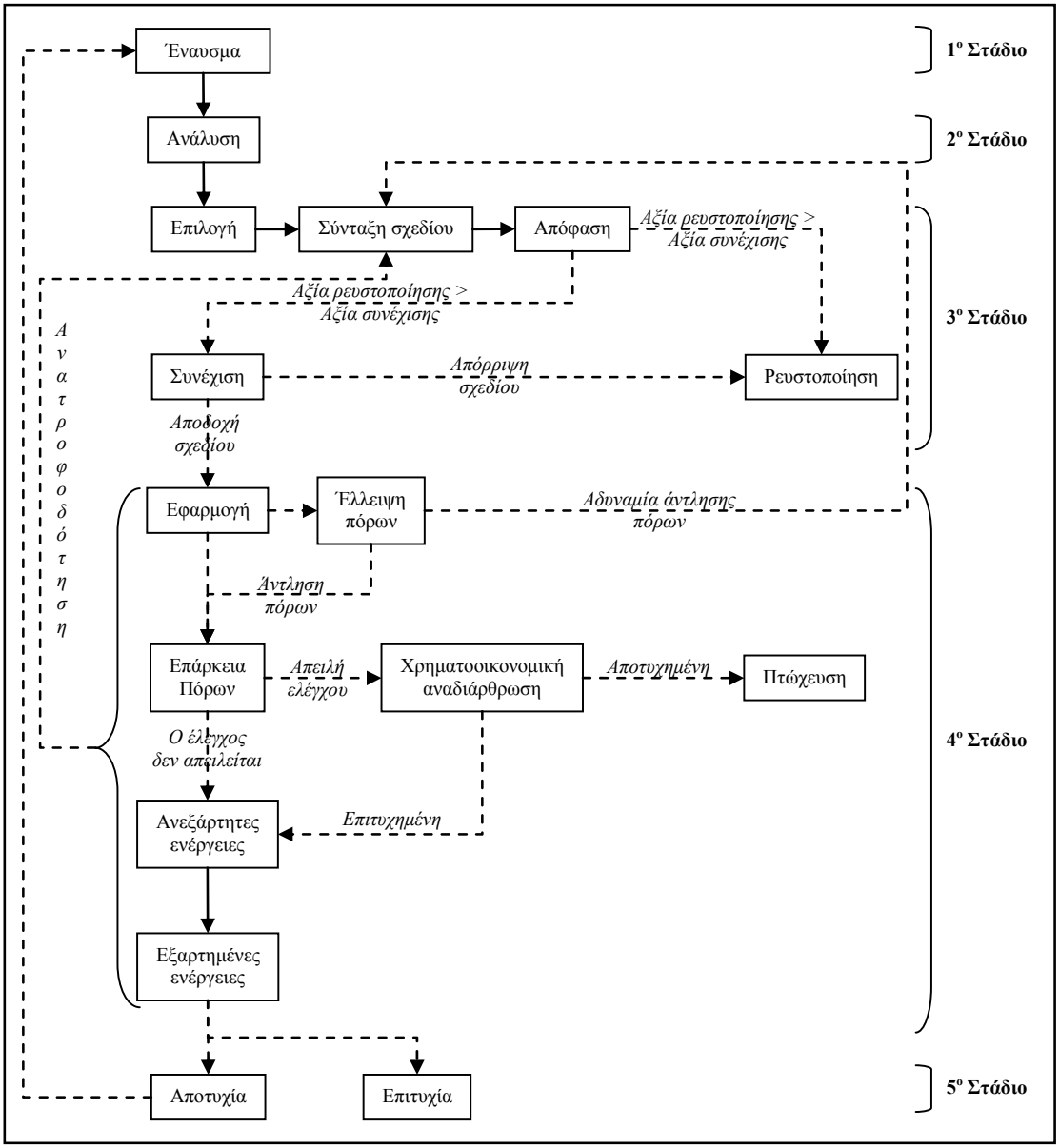
Β) Μη μεταβολή της επίδοσης

Γ) Χειροτέρευση της επίδοσης

Επιστροφή στην αρχική κατάσταση (παρακμή) με μείωση, μη μεταβολή ή αύξηση της σοβαρότητας της κατάστασης, αντίστοιχα.

Η γραφική απεικόνιση του υποδείγματος παρουσιάζεται στο παρακάτω Σχήμα 6.8.

Σχήμα 6.8 Σχηματική απεικόνιση του προτεινόμενου υποδείγματος Διαδικασίας



Πριν προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση, κρίνεται σκόπιμο να παραθέσουμε κάποιες εξηγήσεις για την ερμηνεία του Σχήματος 6.8. Το πλαίσιο με τον τίτλο «ρευστοποίηση» αναφέρεται σε όλες τις ενέργειες που θεωρούνται τερματισμός της λειτουργίας. Κατά συνέπεια, εκτός της ρευστοποίησης (τμηματικά ή ως σύνολο), περιλαμβάνονται ενέργειες όπως η εξαγορά της εταιρίας και, κατά μία άποψη, η συγχώνευση (βλ. αναλυτικότερα παράγραφο 5.5.2). Όσον αφορά στο πλαίσιο με τίτλο «ανεξάρτητες ενέργειες», αναφέρεται στις ενέργειες που δεν εξαρτώνται από την εξέλιξη ή την ολοκλήρωση άλλων ενεργειών. Το εν λόγω πλαίσιο στοχεύει στην επισήμανση της δυνατότητας έναρξης κάποιων ενεργειών στην αρχή του σταδίου

εφαρμογής ή/ και μετά τις ενέργειες δημιουργίας πόρων (αν απαιτούνται) ή/ και τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση (αν απαιτείται). Για παράδειγμα, η παύση παραγωγής κάποιων προϊόντων δεν απαιτεί την ολοκλήρωση άλλων ενεργειών. Αντίστοιχα, το πλαίσιο με τίτλο «εξαρτώμενες ενέργειες» αναφέρεται στις ενέργειες που εκκινούν μετά τη μερική ή πλήρη ολοκλήρωση άλλων ενεργειών. Για παράδειγμα, η παραγωγή ενός νέου προϊόντος ενδέχεται να απαιτεί πραγματοποίηση έρευνας και ανάπτυξης ή/ και επένδυσης σε περιουσιακά στοιχεία.

Ο διαχωρισμός των σταδίων της Διαδικασίας, όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 6.5.10, πραγματοποιείται βάσει τριών κριτηρίων: χρόνος, τύπος ενεργειών και επίδοση. Το Σχήμα 6.8 επιχειρεί να αποδώσει μία ρεαλιστική ροή των σταδίων λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς που τίθενται από τα παραπάνω κριτήρια. Αρχικά, οποιαδήποτε Διαδικασία προσδιορίζεται από την αρχή, το τέλος και, προφανώς το ενδιάμεσο τμήμα της. Κατά συνέπεια, οι τρεις βασικές φάσεις τίθενται σε χρονική σειρά και το $1^{ο}$ και $5^{ο}$ στάδιο αντιστοιχούν στην αρχή και το τέλος. Παρόμοια θα ήταν η τοποθέτηση των εν λόγω σταδίων αν χρησιμοποιούταν το κριτήριο επίδοσης: η αρχή αντιστοιχεί σε επίδοση που καθιστά την εταιρία ευρισκόμενη σε παρακμή και το τέλος αντιστοιχεί είτε στην επίδοση που απαιτείται για να θεωρηθεί ότι η εταιρία έχει ανακάμψει είτε στην επίδοση που καθιστά την εταιρία εκ νέου ευρισκόμενη σε παρακμή. Υπενθυμίζεται ότι ο ποσοτικός ορισμός της ανάκαμψης (βλ. παράγραφο 2.3.4) περιλαμβάνει, εκτός των άλλων, το χρονικό ορίζοντα βελτίωσης της επίδοσης. Σε διαφορετική περίπτωση, η διάρκεια της Διαδικασίας θα μπορούσε, τουλάχιστον θεωρητικά, να είναι αόριστη (άπειρη) και, προφανώς, κάτι τέτοιο είναι μη ρεαλιστικό. Είναι προφανές ότι το «πρόβλημα» με το διαχωρισμό σταδίων αφορά, κυρίως, στην ενδιάμεση φάση. Όπως φαίνεται στο Σχήμα 6.8, τα στάδια της ενδιάμεσης φάσης διαχωρίζονται βάσει του τρίπτυχου ανάλυση-επιλογή-εφαρμογή. Στο τρέχον σημείο κρίνεται σκόπιμο να παρατεθούν κάποια σχόλια για τις «ιδιαιτερότητες» κάθε σταδίου και την επιρροή τους στη εξέλιξη της Διαδικασίας. Για την πληρέστερη παρουσίαση του ζητήματος θα χρησιμοποιήσουμε τα παρακάτω πιθανά «σενάρια».

Η ύπαρξη απειλής συνεπάγεται ανάγκη για χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση. Αν οι μέτοχοι και οι πιστωτές εκτιμούν ότι η πιο συμφέρουσα επιλογή είναι η συνέχιση της λειτουργίας, η εταιρία προχωρά στην εφαρμογή ενεργειών με προτεραιότητα στη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση. Σε αυτό το σημείο ενδέχεται να απαιτούνται πόροι για τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση. Αν

δεν απαιτούνται πόροι ή επιτυγχάνεται η δημιουργία των αναγκαίων πόρων, η εταιρία προχωρά στην εν λόγω ενέργεια απομακρύνοντας την απειλή και, ακολούθως, στις υπόλοιπες ενέργειες. Αν η δημιουργία πόρων είναι αδύνατη ακόμα και μετά την αναθεώρηση του Σχεδίου, η πραγματοποίηση της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης δεν είναι δυνατή και, κατά συνέπεια, η εταιρία «επιστρέφει» στην προγενέστερη κατάσταση της απειλής. Αυτό σημαίνει ότι οι πιστωτές θα αναλάβουν νομική δράση που θα οδηγήσει σε πτώχευση.

Υποθέτοντας ότι η ανάλυση Πλαισίου υποδεικνύει ότι δεν υπάρχει απειλή, η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση δεν είναι αναγκαία και η εταιρία θα συνεχίσει τη Διαδικασία αν οι μέτοχοι εκτιμούν ότι η συνέχιση είναι προτιμότερη από τη ρευστοποίηση και εγκρίνουν το Σχέδιο καθώς οι πιστωτές δεν έχουν ισχύ να οδηγήσουν την εταιρία σε πτώχευση. Η εφαρμογή ενεργειών ενδέχεται να απαιτεί πόρους. Αν δεν απαιτούνται πόροι ή επιτυγχάνεται η δημιουργία των αναγκαίων πόρων, η εταιρία προχωρά στην εφαρμογή των υπόλοιπων ενεργειών. Αν η δημιουργία πόρων είναι αδύνατη ακόμα και μετά την αναθεώρηση του Σχεδίου, δεν είναι δυνατή η ολοκλήρωση της Διαδικασίας και η εταιρία θα οδηγηθεί σε ρευστοποίηση.

6.5.12 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

Τα υφιστάμενα υποδείγματα Διαδικασίας ανάκαμψης επικεντρώνονται, πλην περιορισμένων εξαιρέσεων, στην περιγραφή σταδίων που μεσολαβούν ανάμεσα στην παρακμή και την ανάκαμψη. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι ενέργειες περιστολής θεωρούνται προαπαιτούμενο και προηγούνται των ενεργειών που στοχεύουν στη μακροχρόνια επιβίωση της εταιρίας. Ωστόσο, τα εν λόγω υποδείγματα δεν ενσωματώνουν, συνήθως, σημαντικά ζητήματα που επηρεάζουν τόσο την εξέλιξη όσο και την έκβαση της Διαδικασίας.

Η θεωρητική ανασκόπηση και η μελέτη περιπτώσεων υποδεικνύουν, αρχικά, ότι τα προσόντα που απαιτούνται για τη διοίκηση της Διαδικασίας διαφέρουν από τα αντίστοιχα προσόντα διοίκησης των εταιριών υπό «φυσιολογικές» συνθήκες. Κατά συνέπεια, η αντικατάσταση των ανώτατων διοικητικών στελεχών, συχνά, θεωρείται,

προαπαιτούμενο της έναρξης της Διαδικασίας. Όσον αφορά στην επιλογή και εφαρμογή των ενεργειών, προκύπτει ότι δεν υπάρχουν απόλυτοι «κανόνες» και η ορθότητά τους στηρίζεται αφενός στην αντικειμενική πληροφόρηση, αφετέρου στις εκάστοτε απαιτήσεις της Διαδικασίας: σοβαρότητα κατάστασης, αλληλεξάρτηση ενεργειών, έλλειψη πόρων και ανάγκη σηματοδότησης προθέσεων. Ένα σημαντικό στοιχείο της Διαδικασίας αφορά στο σχέδιο που χρησιμεύει στον έλεγχο και αναθεώρηση της Διαδικασίας, την επίτευξη της υποστήριξης των συμμέτοχων και την παρακίνηση των ανθρώπων στο εσωτερικό της εταιρίας. Η Διαδικασία ενδέχεται να διακοπεί ανάλογα με τις προθέσεις των κεφαλαιούχων και τις εκάστοτε συνθήκες και ολοκληρώνεται επιτυχώς μόνο όταν οδηγεί σε αντιμετώπιση της παρακμής βάσει της απαιτούμενης βελτίωσης της επίδοσης. Η επικοινωνία με τους συμμέτοχους και η συμμετοχή τους στην ανάλυση της κατάστασης και την επιλογή και εφαρμογή των ενεργειών συμβάλλουν στην επιτυχή ολοκλήρωση της Διαδικασίας και εξαρτώνται, σε μεγάλο βαθμό, από τα ηγετικά χαρακτηριστικά των διοικητικών στελεχών.

Σε αντίθεση με τα υφιστάμενα υποδείγματα, το προτεινόμενο υπόδειγμα ενσωματώνει το σύνολο των διαφορετικών ενδεχομένων («σεναρίων») που πιθανώς προκύπτουν κατά τη Διαδικασία. Αρχικά, διατυπώνονται σαφώς τα σημεία και οι προϋποθέσεις διακοπής και επιτυχούς ή ανεπιτυχούς ολοκλήρωσης της Διαδικασίας. Επιπρόσθετα, η εξέλιξη της Διαδικασίας καθορίζεται ανάλογα με τα εκάστοτε δεδομένα και απεικονίζεται μέσω πιθανών «οδών». Η παραπάνω προσέγγιση περιγράφεται απλά με τη φράση «τι θα γίνει αν» (what if) και εξασφαλίζει συνεχή ροή ενεργειών ή, πιο απλά, μη ύπαρξη «αδιέξοδου» κατόπιν μεταβολής των υποθέσεων βάσει των οποίων σχεδιάζεται η Διαδικασία. Κατά συνέπεια, το υπόδειγμα είναι προσαρμόσιμο σε διαφορετικές συνθήκες και, ως εκ τούτου, ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες που επιχειρούν να αντιμετωπίσουν την παρακμή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

7.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου

Στο παρόν κεφαλαίο εξετάζουμε σε εμπειρικό επίπεδο την εταιρική παρακμή και ανάκαμψη στην Ελλάδα χρησιμοποιώντας ένα δείγμα εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιριών κατά την περίοδο 1995-2009. Στόχος του κεφαλαίου είναι η παροχή εμπειρικών αποδείξεων για την ισχύ ή μη υποθέσεων που προέκυψαν από τη θεωρητική ανασκόπηση του τέταρτου και πέμπτου κεφαλαίου της παρούσας εργασίας. Αρχικά, περιγράφεται η διαδικασία δειγματοληψίας που περιλαμβάνει τη διατύπωση ποσοτικών κριτηρίων παρακμής και ανάκαμψης και την επιλογή εταιριών που παράκμασαν και ανέκαμψαν, την επιλογή εταιριών που παράκμασαν και δεν ανέκαμψαν και την επιλογή αντίστοιχων εταιριών που δεν παράκμασαν. Η αντιστοίχηση των εταιριών πραγματοποιείται βάσει τριών κριτηρίων που υιοθετούνται από παρόμοιες έρευνες: χρονική περίοδος, κλάδος λειτουργίας και μέγεθος. Στη συνέχεια, η ανάλυση επικεντρώνεται στη μελέτη της εταιρικής παρακμής. Αναλυτικότερα, περιγράφεται η επίδοση των εταιριών και ελέγχονται οι σχετικές διαφορές μεταξύ των ομάδων εταιριών. Ακολούθως, αναλύεται το Πλαίσιο εντός του οποίου λαμβάνει χώρα η παρακμή και επιχειρείται η πρόβλεψη της παρακμής μέσω εκτίμησης σχετικού υποδείγματος και επαλήθευσής του με δεδομένα μεταγενέστερης χρονικής περιόδου. Στην τελευταία ενότητα του κεφαλαίου παρατίθεται, αρχικά, η ανάλυση της επίδοσης των εταιριών στη μετά παρακμή χρονική περίοδο και, ακολούθως, περιγράφεται το Πλαίσιο εντός του οποίου

λαμβάνει χώρα η ανάκαμψη. Στη συνέχεια, εξετάζονται οι ενέργειες, δηλαδή το Περιεχόμενο, που εφαρμόζονται με στόχο την ανάκαμψη και οι αντίστοιχες διαφορές μεταξύ των εταιριών που ανακάμπτουν και των εταιριών που δεν ανακάμπτουν. Η ενότητα ολοκληρώνεται με τη σύνθεση πληροφόρησης για την επίδοση, το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο με στόχο την εκτίμηση υποδείγματος της πιθανότητας ανάκαμψης.

7.2 Παρουσίαση της δειγματοληψίας εταιριών που θα εξεταστούν στην παρούσα εμπειρική έρευνα

7.2.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η παρούσα έρευνα αφορά σε ανώνυμες εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Η επιλογή εισηγμένων εταιριών προς διερεύνηση οφείλεται στη διαθεσιμότητα δεδομένων για τις εν λόγω εταιρίες. Οι λογιστικές καταστάσεις αντλούνται, κυρίως, από τη βάση δεδομένων Corporate Benchmarking Financial Analysis της εταιρίας Hellastat AE (δωρεάν πρόσβαση μέσω του Πανεπιστημίου Μακεδονίας) για την περίοδο 2000-2009. Τα αντίστοιχα δεδομένα για την προ-2000 περίοδο αντλούνται από τους Ισολογισμούς των εταιριών που δημοσιεύονται στο Φύλλο Εφημερίδας Κυβέρνησης (ΦΕΚ). Τα ΦΕΚ χρησιμοποιούνται, επίσης, για την άντληση δεδομένων επί εταιρικών πράξεων όπως οι συγχωνεύσεις και οι μεταβολές επωνυμίας. Τα δεδομένα που αφορούν στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου και, πιο συγκεκριμένα, στα ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων των εταιριών αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα του ΧΑΑ και καλύπτουν τη χρονική περίοδο 2000-2009. Η κατάταξη των εταιριών σε κλάδους, για τις ανάγκες της αντιστοίχησης, προκύπτει από τη σχετική πληροφόρηση που παρέχεται από το ΧΑΑ, βασίζεται στο μοντέλο Industry Classification Benchmark, αφορά στο έτος 2005 και πραγματοποιείται βάσει ενός τετραψήφιου κωδικού όπου τα δύο πρώτα ψηφία υποδεικνύουν τον υπερκλάδο και τα δύο τελευταία τον υποκλάδο λειτουργίας της εταιρίας. Για παράδειγμα, ο κωδικός 3763 υποδεικνύει ότι η εταιρία λειτουργεί στον υπερκλάδο «Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά» και τον υποκλάδο «Ρουχισμός & Αξεσουάρ». Η αλλαγή κλάδου για κάποια εταιρία επιβεβαιώνεται από

την σχετική πληροφόρηση στην ιστοσελίδα του ΧΑΑ. Πρέπει, επίσης, να σημειωθεί ότι η παρούσα έρευνα καλύπτει δύο χρονικές περιόδους. Στην προ-2005 περίοδο, οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται βάσει των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων (ΕΛΠ) ενώ από το 2005 και έπειτα συντάσσονται βάσει των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ). Όπου κρίνεται αναγκαίο, παρέχονται σχετικές εξηγήσεις για τα λογιστικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται.

7.2.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΛΗΨΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΑΡΑΚΜΑΣΑΝ

7.2.2.1 Ποσοτικά κριτήρια για την επιλογή των εταιριών που παράκμασαν

Σύμφωνα με τον ποσοτικό ορισμό που παρατέθηκε στην παράγραφο 2.4.2, η παρακμή ορίζεται ως τρία διαδοχικά έτη όπου δεν ικανοποιείται τουλάχιστον μία εκ των δύο ομάδων κεφαλαιούχων (μέτοχοι ή πιστωτές) στο πρώτο έτος (έτος 1) και αμφότερες οι ομάδες κεφαλαιούχων στο δεύτερο έτος (έτος 2) και οι μόνιμες ζημίες είναι μεγαλύτερες, σε απόλυτη τιμή, των αποσβέσεων στο τρίτο έτος (έτος 3). Ωστόσο, υπενθυμίζεται ότι ο παραπάνω ορισμός δεν είναι «άκαμπτος» υπό την έννοια ότι, στην πράξη, η παραπάνω αλληλουχία γεγονότων και τα ποσοτικά κριτήρια δύνανται να διαφέρουν. Για παράδειγμα, είναι πιθανό οι μόνιμες ζημίες να είναι, σε απόλυτη τιμή, μικρότερες ή μεγαλύτερες αλλά «πολύ κοντά» στις αποσβέσεις ή, παρόμοια, οι μόνιμες ζημίες να είναι μεγαλύτερες, σε απόλυτη τιμή, των αποσβέσεων αλλά η άμεση ρευστότητα να είναι αισθητά μικρότερη της μονάδας, πχ ίση με 0,2. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η κρίση του ερευνητή διαδραματίζει, εξορισμού, σημαντικό ρόλο στην απόφαση για το αν και πότε επέρχεται η παρακμή. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι ο χαρακτηρισμός μίας εταιρίας ως ευρισκόμενης σε παρακμή προϋποθέτει ότι η επίδοση πριν το έτος 1 είναι τέτοια που δεν εμπίπτει στα ποσοτικά κριτήρια του ορισμού της παρακμής. Πιο απλά, ορίζεται ότι η παρακμή λαμβάνει χώρα μετά από ένα έτος όπου η εταιρία ικανοποιεί αμφότερες τις ομάδες κεφαλαιούχων. Ας υποθέσουμε ότι η εταιρία Α ικανοποιεί τα ποσοτικά κριτήρια παρακμής για τα έτη 1998, 1999 και 2000. Επίσης, υποθέτουμε ότι οι μόνιμες ζημίες της Α είναι, σε απόλυτη τιμή, μεγαλύτερες των αποσβέσεων το 1997. Είναι προφανές ότι η επίδοση του 1998 όχι μόνο δε μπορεί να χαρακτηριστεί χειρότερη της επίδοσης του 1997 αλλά, αντίθετα, παρουσιάζει βελτίωση από το ένα έτος στο άλλο. Κατά

συνέπεια, δεν είναι ξεκάθαρο αν η παρακμή εκκινεί το 1997 ή το 1998. Το «υγιές» έτος πριν την παρακμή ορίζεται ως έτος 0. Συνοπτικά, τα ποσοτικά κριτήρια της παρακμής έχουν ως εξής:

Έτος	Κριτήριο
0	ΑΡ ≥ 1, ΜΑ/ΧΤ ≥ 1 και ΑΙΚ ≥ ΑΧΚ
1	ΑΡ < 1, ΜΑ/ΧΤ < 1 ή/ και ΑΙΚ < ΑΧΚ
2	ΑΡ < 1, ΜΑ/ΧΤ < 1 και ΑΙΚ < ΑΧΚ
3	|ΜΑ – ΧΤ| ≥ ΑΣ

$$\text{ΑΡ} = \text{Άμεση Ρευστότητα} = \frac{\text{ΚΕ} - \text{ΑΠ}}{\text{ΒΥ}}$$

$$\text{ΑΙΚ}_{\text{ΜΑ>ΧΤ}} = \text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{[(1-\phi)*(\text{ΜΑ} - \text{ΧΤ})] + \text{ΑΣ}}{\text{ΙΚ}}, \text{ αν ΜΑ/ΧΤ> 1 και}$$

$$= \frac{\text{ΜΑ} - \text{ΧΤ} + \text{ΑΣ}}{\text{ΙΚ}}, \text{ αν ΜΑ/ΧΤ<1}$$

	ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΚΑΤΑ ΕΛΠ	ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΚΑΤΑ ΔΠΧΠ
ΚΕ	Κυκλοφορούν ενεργητικό	Κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού
ΑΠ	Αποθέματα	Αποθέματα
ΒΥ	Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Τρέχουσες υποχρεώσεις
Φ	Φορολογικός συντελεστής	
ΜΑ	Μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	Κέρδη προ τόκων, φόρων ή Λειτουργικό αποτέλεσμα
ΧΤ	Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	Χρηματοοικονομικά έξοδα
ΑΣ	Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	Αποσβέσεις
ΙΚ	Ίδια κεφάλαια	Καθαρή θέση
ΑΧΚ	Απόδοση χωρίς κίνδυνο (risk free rate)	

Σχετικά με τα ΜΑ, σημειώνεται ότι κατά την περίοδο των ΔΠΧΠ το κονδύλι «κόστος αναδιοργάνωσης» προστίθεται διότι αποτελεί «άπαξ» κόστος (one-time cost). Όσον αφορά στην ΑΙΚ, είναι προφανές ότι ο σχετικός υπολογισμός υποθέτει ότι δεν υπάρχει φορολογία σε περίπτωση ζημιών και τα μόνιμα κέρδη φορολογούνται ενιαία με σταθερό συντελεστή. Βέβαια, οι εν λόγω υποθέσεις είναι πιθανό να μην ισχύουν στην πράξη καθώς μία εταιρία ενδέχεται να καταβάλλει φόρο εισοδήματος ακόμα και όταν προκύπτουν ζημίες καθώς το πόσο φόρου κάθε χρήσης προκύπτει βάσει όχι μόνο των μόνιμων αποτελεσμάτων χρήσης αλλά και των έκτακτων αποτελεσμάτων χρήσης, των κερδών προηγούμενων χρήσεων, των αποτελεσμάτων φορολογικών ελέγχων κλπ. Κατά συνέπεια, αν τα μετά φόρου μόνιμα αποτελέσματα υπολογιστούν με αφαίρεση του φόρου χρήσης από τα προ φόρου μόνιμα αποτελέσματα, θα «αφαιρέσουμε», ουσιαστικά, το στοιχείο της «μονιμότητας» των αποτελεσμάτων που επιδιώκεται από τον ποσοτικό ορισμό της ανάκαμψης και της παρακμής. Όσον αφορά στο φορολογικό συντελεστή που χρησιμοποιείται, σημειώνεται ότι, σύμφωνα με το ν.2238/1994, το σχετικό ποσοστό για τις ημεδαπές εισηγμένες ανώνυμες εταιρίες

ισούταν με 40% (άρθρο 109) μέχρι και το 2004 όποτε μειώθηκε, με το ν.3296/2004, σε 35% για το 2005, 32% για το 2006, 29% για το 2007 και 25% για τα επόμενα έτη (άρθρο 6). Πρέπει, επίσης, να σημειωθεί ότι οι αποσβέσεις προστίθενται στα μόνιμα αποτελέσματα διότι συνιστούν έξοδα που μειώνουν τα φορολογητέα κέρδη αλλά δεν απαιτούν ταμειακή εκροή. Τέλος, ο ποσοτικός ορισμός απαιτεί τη σύγκριση της ΑΙΚ με την ΑΧΚ. Η ετήσια ΑΧΚ υπολογίζεται βάσει του επιτοκίου των έντοκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου διάρκειας 12 μηνών. Πιο συγκεκριμένα, ως ετήσια ΑΧΚ ορίζεται ο μέσος όρος επιτοκίου όλων των γραμματίων που εκδόθηκαν εντός κάθε έτους. Τα σχετικά στοιχεία λήφθηκαν από την ιστοσελίδα της Τράπεζας της Ελλάδος και παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα 7.1.

Πίνακας 7.1 Απόδοση χωρίς κίνδυνο για την περίοδο 1995-2009

Έτος	Πλήθος εκδόσεων	Μέσος όρος επιτοκίου	Έτος	Πλήθος εκδόσεων	Μέσος όρος επιτοκίου
1995	19	15,8%	2003	3	2,3%
1996	15	13,1%	2004	4	2,2%
1997	18	10,4%	2005	5	2,2%
1998	14	1,6%	2006	4	3,1%
1999	13	9,0%	2007	4	4,0%
2000	11	6,1%	2008	4	4,8%
2001	4	3,8%	2009	4	1,6%
2002	4	3,2%			

7.2.2.2 Δειγματοληψία των εταιριών που παράκμασαν σύμφωνα με τα κριτήρια της παρούσας έρευνας

Αρχικά, ζητήθηκε από τη βάση δεδομένων να δημιουργηθεί κατάλογος με το σύνολο των εισηγμένων εταιριών, κατά το έτος 2009, εξαιρώντας τους κλάδους υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, τραπεζών, ασφαλειών, ακίνητης περιουσίας και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η ενέργεια αυτή οδήγησε στην επιλογή 237 εταιριών. Μία εταιρία αποκλείστηκε εξαρχής διότι δε διέθετε Αριθμό Μητρώου Ανώνυμων Εταιριών (ΑΜΑΕ) από την Ελλάδα[1]. Στη συνέχεια υπολογίστηκαν, βάσει των δεδομένων από τις λογιστικές καταστάσεις, τα μόνιμα αποτελέσματα κάθε εταιρίας για την περίοδο 2000-2009 και καταγράφηκαν οι εταιρίες με μόνιμες ζημίες βάσει ενοποιημένων αποτελεσμάτων (όπου υπάρχουν) σε, τουλάχιστον, ένα έτος. Το πλήθος των διαθέσιμων παρατηρήσεων διαφέρει από έτος σε έτος λόγω συγχωνεύσεων, διαγραφών από το ΧΑΑ κλπ. Στον πίνακα 7.2 που ακολουθεί καταγράφονται: α) το πλήθος των εταιριών με μόνιμες ζημίες ανά έτος και συνολικά για την περίοδο 2000-2009, β) το πλήθος των διαθέσιμων εταιριών ανά έτος και

[1] Πρόκειται για την MERMEREN KOMBINAT A.D. PRILEP με έδρα στην πόλη BITOLA της Πρώην Γιουγκοσλαβικής Δημοκρατίας της Μακεδονίας.

συνολικά (ως μέσος όρος) για την περίοδο 2000-2009, γ) το ποσοστό, βάσει διαθέσιμων περιπτώσεων, των εταιριών με μόνιμες ζημίες και οι ετήσιες μεταβολές του και δ) το πλήθος των εταιριών με μόνιμες ζημίες σε περισσότερα από ένα έτη, σε τουλάχιστον 1, 2, 3 κλπ έτη και σε κανένα έτος συνολικά για την περίοδο 2000-2009.

Πίνακας 7.2 Στοιχεία για τις εταιρίες με μόνιμες ζημίες για την περίοδο 2000-2009

Έτος (α)	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2000-2009**
Πλήθος εταιριών με μόνιμες ζημίες (β)	26	40	56	49	47	65	72	61	92	106	61 (μέσος όρος)
Διαθέσιμες παρατηρήσεις (γ)	236	236	235	236	236	236	236	234	230	224	234 (μέσος όρος)
% εταιριών με μόνιμες ζημίες βάσει διαθέσιμων παρατηρήσεων (δ) = (β) / (γ)	11%	17%	24%	21%	20%	28%	31%	26%	40%	47%	26%
Ετήσια μεταβολή	-	*54%*	*41%*	*-13%*	*-4%*	*38%*	*11%*	*-15%*	*53%*	*18%*	*330% (από το 2000 στο 2009)*

Πλήθος εταιριών με μόνιμες ζημίες σε ακριβώς:

1 έτος	**2 έτη**	**3 έτη**	**4 έτη**	**5 έτη**	**6 έτη**	**7 έτη**	**8 έτη**	**9 έτη**	**10 έτη**
40	27	28	25	10	15	13	6	2	4

Πλήθος εταιριών με μόνιμες ζημίες σε τουλάχιστον:

1 έτος	**2 έτη**	**3 έτη**	**4 έτη**	**5 έτη**	**6 έτη**	**7 έτη**	**8 έτη**	**9 έτη**	**10 έτη**
170	130	103	75	50	40	25	12	6	4

Πλήθος εταιριών με μόνιμες ζημίες σε κανένα έτος:
66

Εξετάζοντας το ποσοστό των εταιριών με μόνιμες ζημίες και τις ετήσιες μεταβολές του (σειρά δ), παρατηρούμε ότι μέχρι και το 2004 το ποσοστό των εταιριών με μόνιμες ζημίες δεν ξεπερνά το 24% ενώ μετά το 2004 το ποσοστό αυτό αυξάνεται φθάνοντας ακόμα και στο 47% το 2009. Για το σύνολο της χρονικής περιόδου, προκύπτει ότι, κατά μέσο όρο, το 26% των εταιριών εμφανίζει μόνιμες ζημίες και πρέπει να επισημανθεί ότι το ποσοστό των εταιριών με μόνιμες ζημίες τριπλασιάστηκε από το 2000 στο 2009. Επιπρόσθετα, 170 εταιρίες (73%), από τις 234 εμφάνισαν, κατά μέσο όρο, μόνιμες ζημίες σε ένα, τουλάχιστον, έτος ενώ 130 εταιρίες (56%) εμφάνισαν μόνιμες ζημίες σε δύο, τουλάχιστον, έτη. Είναι, επίσης, αξιοσημείωτο ότι μόλις 66 εταιρίες δεν εμφάνισαν μόνιμες ζημίες σε κανένα από τα έτη που εξετάζονται.

Ακολούθως, ξεκινώντας από το 2000, για κάθε εταιρία που εμφάνισε μόνιμες ζημίες σε κάποιο έτος εξετάστηκαν «προς τα πίσω» και «προς τα εμπρός» οι τιμές της ΑΡ και της ΑΙΚ για να διαπιστωθεί αν η εταιρία χαρακτηρίζεται ως ευρισκόμενη σε

παρακμή μετά από ένα «υγιές» έτος. Για παράδειγμα, αν μία εταιρία εμφάνισε μόνιμες ζημίες το 2000 τότε εξετάζεται, αρχικά, αν οι μόνιμες ζημίες υπερβαίνουν, σε απόλυτη τιμή, τις αποσβέσεις. Αν ναι, το 2000 ικανοποιεί το ποσοτικό κριτήριο του έτους 3 και προχωρούμε σε εξέταση των τιμών των δεικτών ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ για το 1999, 1998 και 1997. Αν το 2000 οι μόνιμες ζημίες δεν υπερβαίνουν, σε απόλυτη τιμή, τις αποσβέσεις, τότε εξετάζουμε αν κάτι τέτοιο συμβαίνει το 2001 ή το 1999 κ.ο.κ. Η παραπάνω διαδικασία επαναλαμβάνεται για τα υπόλοιπα έτη εξαιρώντας, κάθε φορά, τις εταιρίες που έχουν εξεταστεί με αφορμή την επίδοσή τους σε προγενέστερα έτη. Σημειώνεται ότι όπου υπήρχαν ενδείξεις για χειροτέρευση της επίδοσης στα τέλη της δεκαετίας του 1990, πχ η εταιρία εμφανίζει μόνιμες ζημίες το 2000, 1999 και 1998, η εξέταση επεκτείνεται «προς τα πίσω» μέχρι το έτος 1996 με συνέπεια το «παλαιότερο υγιές» έτος, δηλαδή το έτος 0, να είναι το 1995. Η «προς τα εμπρός» ανάλυση ολοκληρώνεται το 2009 που συνιστά το «νεότερο» έτος 3. Κάποιες εταιρίες αποκλείστηκαν από την περαιτέρω εξέταση επειδή οι μόνιμες ζημίες ήταν «σποραδικού» χαρακτήρα, πχ σε ένα μόνο έτος πριν και μετά από δύο υγιή έτη. Παρόμοια, αποκλείστηκαν οι εταιρίες για τις οποίες οι μόνιμες ζημίες δεν κατέστησαν σε κανένα έτος υψηλότερες, σε απόλυτη τιμή, των αποσβέσεων. Αποκλείστηκαν, επίσης, οι εταιρίες για τις οποίες κατέστη αδύνατο να εντοπιστεί «υγιές» έτος πριν την παρακμή με εξαίρεση τις εταιρίες για τις οποίες τα κριτήρια του «υγιούς» έτους δεν ικανοποιούνται σε οριακό βαθμό. Στον πίνακα 7.3 που ακολουθεί παρουσιάζονται, σε αύξουσα χρονολογική σειρά βάσει του έτους 0, οι 44 εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή, σύμφωνα με τον ορισμό της παρούσας έρευνας, κατά την περίοδο 1996-2009. Στην πρώτη στήλη του πίνακα αναφέρεται ο διακριτικός τίτλος της εταιρίας αντί της πλήρους επωνυμίας προς εξοικονόμηση χώρου. Στη δεύτερη στήλη αναφέρεται ο ΑΜΑΕ. Η αναφορά του ΑΜΑΕ κρίνεται σκόπιμη διότι κάποιες εταιρίες μετέβαλαν την επωνυμία τους ή συγχωνεύτηκαν με αποτέλεσμα η σημερινή (το 2010) επωνυμία τους να διαφέρει από εκείνην κατά την περίοδο που εξετάζουμε. Στην τρίτη στήλη αναφέρεται ο υποκλάδος λειτουργίας της εταιρίας και στην τέταρτη στήλη αναφέρονται οι χρονολογίες της παρακμής. Στην πέμπτη στήλη παρατίθενται παραπομπές σε υποσημείωση όπου περιγράφονται σημαντικά γεγονότα που έλαβαν χώρα από το έτος 0 έως και το έτος 3: μεταβολή επωνυμίας, συγχώνευση ή παύση διαπραγμάτευσης των τίτλων (διαγραφή) στο ΧΑΑ. Η ένδειξη «καμία» υποδεικνύει ότι τέτοιου είδους γεγονότα δε συνέβησαν κατά την παραπάνω περίοδο. Οι πράξεις

χρονολογούνται στο έτος λήψης της σχετικής απόφασης ή έγκρισης της πράξης από τα αρμόδια όργανα, πχ υπουργεία ή ΧΑΑ.

Πίνακας 7.3 Στοιχεία για τις 44 εταιρίες που παράκμασαν την περίοδο 1996-2009

(1)	(2)	(3)	(4)				(5)
ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΟΣ ΤΙΤΛΟΣ	**ΑΜΑΕ**	**ΚΛΑΔΟΣ**	**ΠΑΡΑΚΜΗ**				**ΠΡΑΞΕΙΣ**
			T= 0	T= 1	T= 2	T= 3	
ΑΦΟΙ ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	14554	2357	1995	1996	1997	1998	Καμία
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	2326	3763	1997	1998	1999	2000	Καμία
ΚΛΩΝΑΤΕΞ	13469	3763	1998	1999	2000	2001	Καμία
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	11314	5759	1998	1999	2000	2001	Καμία
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΕΣΒΟΥ	12470	5759	1998	1999	2000	2001	Καμία
ΑΛΥΣΙΔΑ	8666	3765	1999	2000	2001	2002	Καμία
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	10344	3577	1999	2000	2001	2002	Καμία
ΑΚΡΙΤΑΣ	11141	3726	2000	2001	2002	2003	Καμία
ΕΙΚΟΝΑ – ΗΧΟΣ	20843	5379	2000	2001	2002	2003	Καμία
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	23302	3763	2000	2001	2002	2003	Καμία
ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ	1870	9574	2000	2001	2002	2003	Καμία
ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ	13950	5557	2000	2001	2002	2003	Καμία
MICROLAND	27671	5379	2000	2001	2002	2003	[1]
Γ.Θ. ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ	2640	6535	2001	2002	2003	2004	[2]
ΖΑΜΠΑ	7890	3722	2001	2002	2003	2004	Καμία
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	1343	1757	2001	2002	2003	2004	Καμία
LogicDIS	22699	9533	2001	2002	2003	2004	[3]
ΑΣΤΗΡ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	41850	5753	2002	2003	2004	2005	Καμία
ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	6049	3573	2002	2003	2004	2005	Καμία
ΝΕΩΡΙΟ	31745	2753	2002	2003	2004	2005	[4]
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	602	2357	2002	2003	2004	2005	[5]
ΚΛΩΣΤΟΫΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	18586	3763	2003	2004	2005	2006	Καμία
ΕΛΦΙΚΟ	9596	3763	2003	2004	2005	2006	Καμία
VIVERE	25316	5379	2003	2004	2005	2006	[6]
ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ	23192	3763	2004	2005	2006	2007	[7]
ΓΕΝΕΡ	3630	2357	2004	2005	2006	2007	Καμία
ΖΗΝΩΝ	18302	2757	2004	2005	2006	2007	Καμία
ΑΤΕΡΜΩΝ	14183	5555	2005	2006	2007	2008	Καμία
ΕΛΛΗΝΙΚΗΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	8409	3763	2005	2006	2007	2008	Καμία
ΙΝΤΡΑΚΟΜ	13906	9578	2005	2006	2007	2008	[8]
ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	7697	1357	2005	2006	2007	2008	Καμία
CARDICO	3760	3577	2005	2006	2007	2008	Καμία
FINTEXPORT	13107	3763	2005	2006	2007	2008	Καμία

[1] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ MICROLAND ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2003 (ΦΕΚ 10539/08-10-2003)

[2] Συγχώνευση με απορρόφηση από την «ΛΑΝ ΝΕΤ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΕ» και μεταβολή επωνυμίας σε «ΛΑΝ ΝΕΤ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ και ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ» το 2002 (ΦΕΚ 7468/17-07-2002). Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ» και μεταβολή επωνυμίας σε «ΛΑΝ-ΝΕΤ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2003 (ΦΕΚ 12832/04-12-2003)

[3] Συγχώνευση με απορρόφηση της «INFORMATION DYNAMICS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΝ ΓΕΝΕΙ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ» το 2003 (ΦΕΚ 11293/22-10-2003). Συγχώνευση με απορρόφηση της «A.I.P.S. CONSULTING ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ» το 2004 (ΦΕΚ 15201/30-12-2004). Συγχώνευση με απορρόφηση των «ΕΜΠΕΙΡΟΓΝΩΜΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ», «ΙΝΦΟΣΕΡΒ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ» και «LOGICIN ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ» το 2004 (ΦΕΚ 15207/30-12-2004)

[4] Μεταβολή επωνυμίας σε «ΝΕΩΡΙΟΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ» το 2005 (ΦΕΚ 102/07-01-2005)

[5] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΥΠΟΔΟΜΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2002 (ΦΕΚ 9955/30-09-2002)

[6] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΜΟΥΣΙΚΗΣ ΓΛΥΦΑΔΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ» το 2004 (ΦΕΚ 6319/18-06-2004). Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΜΟΥΣΙΚΗΣ ΗΡΑΚΛΕΙΟΥ ΚΡΗΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2005 (ΦΕΚ 13281/30-12-2005)

[7] Μεταβολή της επωνυμίας σε «Γ. ΛΕΒΕΝΤΑΚΗΣ ΤΕΧΤΙLES ΒΑΜΒΑΚΙ ΝΗΜΑ ΥΦΑΣΜΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2004 (ΦΕΚ 13638/11-11-2004). Συγχώνευση με απορρόφηση των κλάδων «Εκκόκκισης και Εμπορίας Βάμβακος» (απόσχιση – εισφορά) των ανώνυμων εταιριών «BELCOT ΑΕΒΕ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΞΑΓΩΓΙΚΗ ΑΓΡΟΤΙΚΗ» και «ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΒΑΜΒΑΚΟΣ ΚΑΙ ΤΟΜΑΤΟΠΟΛΤΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2005 (ΦΕΚ 1390/03-03-2005). Παύση διαπραγμάτευσης (διαγραφή) στο ΧΑΑ στις 20-11-2007

[8] Μεταβολή επωνυμίας σε «ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ» το 2005 (ΦΕΚ 13120/23-12-2005)

FORTHNET	34461	9535	2005	2006	2007	2008	[9]
INFO-QUEST	5419	9533	2005	2006	2007	2008	Καμία
UNIBRAIN	21328	9537	2005	2006	2007	2008	[10]
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΙΔΑΣ	13512	2357	2006	2007	2008	2009	[11]
ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	7887	3722	2006	2007	2008	2009	Καμία
ΚΑΤΣΕΛΗ	13492	3577	2006	2007	2008	2009	[12]
ΜΑΙΛΛΗΣ	2716	2723	2006	2007	2008	2009	Καμία
ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	1264	3722	2006	2007	2008	2009	[13]
ΠΡΟΦΙΛ ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	9615	1757	2006	2007	2008	2009	Καμία
ALTEC	17825	9533	2006	2007	2008	2009	Καμία
LAVIPHARM	14010	4577	2006	2007	2008	2009	Καμία

[9] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΕΣ ΕΥΡΥΖΩΝΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2006 (ΦΕΚ 2820/28-04-2006)

[10] Μεταβολή της επωνυμίας σε «HELLAS ON LINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2008 (ΦΕΚ 2710/09-05-2008). Συγχώνευση με απορρόφηση της «HELLAS ON LINE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΣΥΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ» το 2008 (ΦΕΚ 2842/14-05-2008)

[11] Συγχώνευση με απορρόφηση της «EDRATEC ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΩΝ ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ ΚΑΙ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ» το 2006 (ΦΕΚ 9701/09-09-2006)

[12] Συγχώνευση με απορρόφηση των «ΑΛΛΑΤΙΝΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΙΔΩΝ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ, ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΙΩΝ, ΤΕΧΝΙΚΩΝ, ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ» και «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2008 (ΦΕΚ 14207/30-12-2008). Μεταβολή του διακριτικού τίτλου σε «NUTRIART ΑΒΕΕ» το 2009 (ΦΕΚ 8126/09-07-2009)

[13] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ELECTROLINK ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΣΥΣΚΕΥΩΝ» το 2009 (ΦΕΚ 3552/07-05-2009)

Πριν προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση κρίνεται σκόπιμο να τονίσουμε ότι ο αποκλεισμός μίας εταιρίας δε σημαίνει, απαραίτητα, ότι δε βρέθηκε σε παρακμή. Αντιθέτως, σε κάποιες περιπτώσεις η παρακμή υπήρξε ιδιαίτερα οξεία και περιλάμβανε ακόμα και ανάληψη νομικής δράσης εκ μέρους των συμμέτοχων και, πιο συγκεκριμένα, των πιστωτών. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αφορά στην εταιρία «Πουλιάδης και συνεργάτες» (ΑΜΑΕ: 15406) από τον υποκλάδο «Τεχνολογία – Υπηρεσίες Ηλεκτρονικών Υπολογιστών». Σύμφωνα με τις εκθέσεις των ορκωτών ελεγκτών, στο τέλος του 2004 δεν εκκρεμούσε σε βάρος της εταιρίας καμία δικαστική διαμάχη που θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την οικονομική κατάσταση ή λειτουργία της αλλά στο τέλος του 2005 εκκρεμούσε η εκδίκαση αγωγών από 6 προμηθευτές και η αίτηση των πιστωτριών τραπεζών Εθνική και Eurobank για υπαγωγή της εταιρίας σε καθεστώς ειδικής εκκαθάρισης. Ωστόσο, ο υπολογισμός των δεικτών ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ για το 2004, δηλαδή ένα έτος πριν την ανάληψη νομικής δράσης από τους πιστωτές, οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η εταιρία δε βρισκόταν σε παρακμή. Αναλυτικότερα, βάσει των ενοποιημένων μεγεθών, ο δείκτης ΜΑ/ΧΤ ισούταν με 2,4, η ΑΡ με 1 και η ΑΙΚ με 11,9%, δηλαδή πενταπλάσια της ΑΧΚ για το 2004 (= 2,2%). Το 2005, όμως, ο δείκτης ΜΑ/ΧΤ μειώθηκε κατά 221%, από 2,4 σε -2,19, η ΑΡ κατά 36%, από 1 σε 0,64, οι μόνιμες ζημίες ήταν, σε απόλυτη τιμή, 4,6 φορές υψηλότερες των αποσβέσεων και, προφανώς, δεν τίθεται θέμα ΑΙΚ για το εν λόγω έτος. Εκτός αυτών, τα ίδια κεφάλαια

μειώθηκαν κατά 123,3% σε σχέση με το προηγούμενο έτος: από €100.966.840 σε -€23.556.647. Είναι εμφανές ότι η παραπάνω κατάσταση προσομοιάζει περισσότερο σε καταστάσεις «κρίσης» παρά σε σταδιακή πτώση της επίδοσης. Κατά συνέπεια, βρίσκεται εκτός του ενδιαφέροντος της παρούσας έρευνας.

7.2.2.3 Προκαταρκτικά σχόλια για τη σύνθεση του δείγματος των εταιριών που παράκμασαν

Στον πίνακα που ακολουθεί καταγράφονται οι 44 εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή βάσει του έτους 1 και του υποκλάδου λειτουργίας με στόχο την παροχή πληροφόρησης για τη χρονική κατανομή των εταιρικών παρακμών και την εξαγωγή συμπερασμάτων για τους κλάδους με τις περισσότερες περιπτώσεις παρακμής την περίοδο 1996-2009.

Πίνακας 7.4 Πλήθος και ποσοστό εταιριών που παράκμασαν σύμφωνα με το πρώτο έτος της παρακμής και τον υποκλάδο

(1)	(2)												(3)	
	Έτος 1													
Κλάδοι	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**Σύνολο***	
1357											1		1	2%
1757							1					1	2	5%
2357	1							1		1		1	4	9%
2723												1	1	2%
2753								1					1	2%
2757										1			1	2%
3573								1					1	2%
3577					1						1	1	3	7%
3722							1					2	3	7%
3726						1							1	2%
3763			1	1		1			2	1	2		8	18%
3765					1								1	2%
4577												1	1	2%
5379						2			1				3	7%
5555											1		1	2%
5557						1							1	2%
5753								1					1	2%
5759				2									2	5%
6535							1						1	2%
9533							1				1	1	3	7%
9535											1		1	2%
9537											1		1	2%
9574						1							1	2%
9578											1		1	2%
Σύνολο†	1	0	1	3	2	6	4	4	3	3	9	8	44	100%
	2%	0%	2%	7%	5%	14%	9%	9%	7%	7%	20%	18%	100%	

* Πλήθος εταιριών και ποσοστό ως προς το συνολικό πλήθος εταιριών (= 44)

† Πλήθος εταιριών και ποσοστό ως προς το συνολικό πλήθος εταιριών (= 44)

Όσον αφορά στη χρονική κατανομή των εταιρικών παρακμών, παρατηρούμε ότι οι περισσότερες ξεκινούν το 2001, 2006 και 2007 και 1 στις 4, περίπου, εταιρίες εισέρχεται σε παρακμή από το 2006 και έπειτα. Υπενθυμίζεται, επίσης, ότι, από τα

στοιχεία που αναφέρθηκαν στον πίνακα 7.4, προκύπτει ότι τα υψηλότερα ποσοστά εταιριών με μόνιμες ζημίες παρατηρούνται το 2008 και 2009. Συνεπώς, υπάρχουν ενδείξεις ότι, από το 2006 και έπειτα, το ΧΑΑ βιώνει μία δυσμενή κατάσταση αναφορικά με την επίδοση των εισηγμένων εταιριών. Αυτό υποδεικνύει, καταρχήν, τη διερεύνηση της επιρροής των συνθηκών του περιβάλλοντος στην εταιρική παρακμή πριν και μετά το 2006 καθώς, πριν το 2006, αξιοσημείωτο ποσοστό εμφανίζεται μόνο το 2001. Όσον αφορά στους υποκλάδους με τις περισσότερες περιπτώσεις παρακμής, ο 3763 «Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά – Ρουχισμός & Αξεσουάρ» είναι ο μοναδικός με διψήφιο ποσοστό (18%) περιπτώσεων την περίοδο 1996-2009 και ακολουθεί ο 2357 «Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών – Κατασκευές» με 9%. Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι οι εν λόγω υποκλάδοι είναι εκ των πολυπληθέστερων του ΧΑΑ και, συνεπώς, δε θα ήταν ορθό να συμπεράνουμε ότι εμφανίζουν σημαντικά υψηλότερα ποσοστά παρακμής σε σχέση με τους υπόλοιπους υποκλάδους. Διευρύνοντας την ανάλυση σε υπερκλάδους, το 39% των περιπτώσεων αφορά στον 3700 «Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά» και το 15% στον 9500 «Τεχνολογία».

7.2.2.4 Ποσοτικά κριτήρια για την επιλογή των εταιριών που ανέκαμψαν και την επιλογή εταιριών που δεν ανέκαμψαν

Ο ποσοτικός ορισμός που παρατέθηκε στην παράγραφο 2.4.2 υποδεικνύει ότι η ανάκαμψη ορίζεται μετά το έτος 3, δηλαδή μετά το έτος με τη χειρότερη επίδοση ως εξής. Στο έτος 4 οι μόνιμες ζημίες είναι μικρότερες των αποσβέσεων, στο έτος 5 ικανοποιείται τουλάχιστον μία εκ των δύο ομάδων κεφαλαιούχων και στο έτος 6 ικανοποιούνται αμφότερες οι ομάδες κεφαλαιούχων. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε κατά την παρουσίαση των ποσοτικών κριτηρίων παρακμής στην παράγραφο 7.2.2.1, ο παραπάνω ορισμός δεν είναι «άκαμπτος» υπό την έννοια ότι στην πράξη η παραπάνω αλληλουχία γεγονότων και οι τιμές των δεικτών επίδοσης δύνανται να διαφέρουν. Για παράδειγμα, είναι πιθανό στο έτος 6, ή σε προγενέστερο, ο δείκτης ΜΑ/ΧΤ να είναι μεγαλύτερος του ενός και η ΑΙΚ να είναι μικρότερη αλλά «πολύ κοντά» στην ΑΧΚ, πχ 3,4% έναντι 3,5%. Επίσης, είναι πιθανό κάποιο από τα έτη 4 ή 5 να μην υφίσταται, δηλαδή η εταιρία να επιτυγχάνει την ικανοποίηση των κεφαλαιούχων χωρίς να έχει προηγηθεί σταδιακή βελτίωση της επίδοσης. Παρόμοια, η ικανοποίηση των κεφαλαιούχων ενδέχεται να λαμβάνει χώρα πριν τη συμπλήρωση τριών ετών μετά το έτος 3, πχ στο έτος 4 ή 5. Στις παραπάνω περιπτώσεις, η απόφαση για το αν η εταιρία ανέκαμψε ή όχι βασίζεται στην κρίση του ερευνητή. Σημειώνεται, ακόμη, ότι βάσει

του ποσοτικού ορισμού ανάκαμψης, το μέγιστο δυνατό χρονικό διάστημα εντός του οποίου εξετάζεται το αν η εταιρία ανέκαμψε ή όχι ισούται με τρία έτη μετά το έτος 3. Συνεπώς, οι εταιρίες που δεν επιτυγχάνουν την ικανοποίηση των κεφαλαιούχων το πολύ τρία έτη μετά το έτος 3 θεωρούνται ότι δεν ανέκαμψαν. Το ίδιο συμβαίνει όταν στα τρία έτη μετά την παρακμή η εταιρία συγχωνεύεται με απορρόφηση από κάποια άλλη εταιρία με αποτέλεσμα να μην λειτουργεί πλέον ως ξεχωριστό νομικό πρόσωπο. Τα ποσοτικά κριτήρια της ανάκαμψης έχουν ως εξής (ο υπολογισμός των δεικτών και τα λογιστικά μεγέθη για τις περιόδους ΕΛΠ και ΔΠΧΠ έχουν αναφερθεί, ήδη, στην παράγραφο 7.2.2.1):

ΕΤΟΣ	ΚΡΙΤΗΡΙΑ*
4	$\|MA - XT\| \leq A\Sigma$
5	$AP \geq 1$ & $MA \geq XT$ *Ή / Και* $AIK \geq AXK$
6	$AP \geq 1$ & $MA \geq XT$ Και $AIK \geq AXK$

* με πλάγια γραφή υποδεικνύονται τα έτη που, ενδεχομένως, δεν υφίστανται στην πράξη

Πριν προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση, κρίνεται αναγκαίο να παρατεθεί ένα σύντομο σχόλιο για τα ποσοτικά κριτήρια της ανάκαμψης. Το κριτήριο του, τουλάχιστον, ενός έτους ικανοποίησης αμφότερων των ομάδων κεφαλαιούχων ενδεχομένως θεωρείται αρκετά «χαλαρό», ως κριτήριο, για να αποφανθούμε ότι μία εταιρία ανέκαμψε. Πιο απλά, ίσως είναι «ριψοκίνδυνο» να αποφανθούμε ότι μία εταιρία ανέκαμψε επειδή πέτυχε την ικανοποίηση των κεφαλαιούχων σε ένα έτος ιδιαίτερα όταν αυτό συμβαίνει ακριβώς μετά την παρακμή, δηλαδή στο έτος 4. Ωστόσο, πρέπει να επισημάνουμε δύο σημεία της ανάλυσης που προηγήθηκε. Το πρώτο αφορά στα λογιστικά μεγέθη που λαμβάνονται υπόψη για τη μέτρηση της επίδοσης και, πιο συγκεκριμένα, την εστίαση στα λειτουργικά αποτελέσματα που αποκλείει την επιρροή έκτακτων γεγονότων στην επίδοση όταν τα εν λόγω γεγονότα δεν έχουν αντίκτυπο στα μόνιμα αποτελέσματα της εταιρίας. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι μία εταιρία σε παρακμή εκποιεί μέρος των εμπορικών χρεογράφων που διαθέτει πραγματοποιώντας κέρδη. Τα εν λόγω κέρδη συνιστούν έκτακτα αποτελέσματα και δεν επηρεάζουν τα μόνιμα αποτελέσματα και, κατ' επέκταση, τις μεταβλητές επίδοσης[1]. Ας υποθέσουμε περαιτέρω ότι τα κέρδη ή, ορθότερα, η ταμειακή ροή από την παραπάνω συναλλαγή χρησιμοποιείται για την εξόφληση ενός βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανείου οδηγώντας σε μείωση των χρεωστικών τόκων. Σε αυτήν την περίπτωση υπάρχει επίπτωση στα μόνιμα αποτελέσματα καθώς αυτά δε

[1] Με εξαίρεση την άμεση ρευστότητα που επηρεάζεται από μεταβολές του κυκλοφορούντος ενεργητικού όπου περιλαμβάνονται τα χρεόγραφα.

θα επιβαρυνθούν στο μέλλον από τους χρεωστικούς τόκους του συγκεκριμένου δανείου. Αν, αντί των μόνιμων αποτελεσμάτων, υιοθετούσαμε κάποιο λογιστικό μέγεθος που επηρεάζεται από τα έκτακτα αποτελέσματα, πχ τα κέρδη προ φόρων, θα υπήρχε το ενδεχόμενο «παραπλάνησης» από την πρόσκαιρη βελτίωση της συνολικής κερδοφορίας λόγω έκτακτων κερδών. Το δεύτερο σημείο που χρήζει επισήμανσης αφορά στην κατάσταση που έχουν περιέλθει οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή. Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με τα κριτήρια που υιοθετούνται στην παρούσα εργασία, στο τελευταίο έτος παρακμής, δηλαδή στο έτος 3, οι εταιρίες όχι μόνο αδυνατούν να ικανοποιήσουν τους κεφαλαιούχους αλλά αντιμετωπίζουν, επίσης, ζημίες που εγείρουν αμφιβολίες για τη μακροχρόνια επιβίωση εξαιτίας του μόνιμου χαρακτήρα τους. Κατά συνέπεια, η αποκατάσταση της μόνιμης κερδοφορίας και της ικανοποίησης των κεφαλαιούχων διασφαλίζει ότι η εταιρία είναι σε θέση να σχεδιάσει υπό ομαλότερες συνθήκες τη μελλοντική στρατηγική της. Ολοκληρώνοντας, πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι η ανάκαμψη δεν ταυτίζεται με τη μακροχρόνια ευημερία αλλά με τη διαμόρφωση των απαραίτητων συνθηκών για την επιδίωξη της μακροχρόνιας ευημερίας. Πιο απλά, η επιτυχής αντιμετώπιση της πτωτικής επίδοσης σε δεδομένη χρονική περίοδο δε σημαίνει, απαραίτητα, ότι η εταιρία δε θα υποστεί εκ νέου πτώση επίδοσης σε μεταγενέστερη χρονική περίοδο ή ότι θα είναι ικανή να αντιμετωπίσει με επιτυχία μελλοντική πτώση της επίδοσης.

7.2.2.5 Δειγματοληψία των εταιριών που ανέκαμψαν και των εταιριών που δεν ανέκαμψαν

Σύμφωνα με τα ποσοτικά κριτήρια που παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη παράγραφο, ως έτος ανάκαμψης ορίζεται το πρώτο έτος μετά την παρακμή όπου η τιμή των δεικτών ΑΡ και ΜΑ/ΧΤ είναι ίση ή μεγαλύτερη της μονάδας και η τιμή της ΑΙΚ είναι ίση ή μεγαλύτερη της ΑΧΚ. Σε κάθε άλλη περίπτωση, θεωρούμε ότι η εταιρία δεν ανέκαμψε. Ως μη ανάκαμψη θεωρείται, επίσης, η απώλεια της νομικής υπόστασης και, πιο συγκεκριμένα, η απορρόφηση της εταιρίας από άλλη που οδηγεί σε διαγραφή από τα μητρώα των ανώνυμων εταιριών (διαγραφή του ΑΜΑΕ). Ο πίνακας 7.5 που ακολουθεί είναι όμοιος με τον πίνακα 7.3 υπό τη διαφορά ότι αντί των ετών παρακμής αναφέρεται το έτος ανάκαμψης. Όπου υφίσταται απόκλιση από τα ποσοτικά κριτήρια ανάκαμψης παρατίθεται σχετική υποσημείωση. Η ένδειξη «ΟΧΙ» υποδεικνύει ότι η εταιρία δεν πέτυχε την ικανοποίηση των κεφαλαιούχων στα έτη 4, 5 ή 6, δηλαδή εντός τριών ετών μετά το έτος 3. Η ένδειξη «Α» υποδεικνύει ότι

δε είναι δυνατό να προσδιοριστεί αν η εταιρία ανέκαμψε λόγω έλλειψης δεδομένων και αφορά στις εξής περιπτώσεις: α) το έτος 3 είναι το 2007 και η εταιρία δεν ανακάμπτει ή δε χάνει τη νομική υπόστασή της εντός του 2008 ή 2009 και β) το έτος 3 είναι το 2008 και η εταιρία δεν ανακάμπτει ή δε χάνει τη νομική υπόστασή της εντός του 2009. Τέλος, οι παραπομπές σε υποσημειώσεις που αναφέρονται στην πέμπτη στήλη του πίνακα 7.5 αφορούν μόνο στις εταιρίες για τις οποίες είναι δυνατό να αποφανθούμε αν ανέκαμψαν ή όχι και σε πράξεις που πραγματοποιήθηκαν είτε εντός των τριών ετών μετά την παρακμή, για τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν, είτε μέχρι και το έτος ανάκαμψης, για τις εταιρίες που ανέκαμψαν.

Πίνακας 7.5 Διαχωρισμός των εταιριών που παράκαμψαν σε εταιρίες που ανέκαμψαν και εταιρίες που δεν ανέκαμψαν

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΟΣ ΤΙΤΛΟΣ	**ΑΜΑΕ**	**ΚΛΑΔΟΣ**	**ΑΝΑΚΑΜΨΗ** T= 4, 5 ή 6	**ΠΡΑΞΕΙΣ**
ΑΦΟΙ ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	14554	2357	2001[1]	Καμία
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	2326	3763	ΟΧΙ	Καμία
ΚΛΩΝΑΤΕΞ	13469	3763	ΟΧΙ	Καμία
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	11314	5759	2003	Καμία
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΕΣΒΟΥ	12470	5759	2002	Καμία
ΑΛΥΣΙΔΑ	8666	3765	2003	Καμία
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	10344	3577	2005[2]	[3]
ΑΚΡΙΤΑΣ	11141	3726	2004	[4]
ΕΙΚΟΝΑ – ΗΧΟΣ	20843	5379	ΟΧΙ	Καμία
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	23302	3763	ΟΧΙ	[5]
ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ	1870	9574	2006	Καμία
ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ	13950	5557	ΟΧΙ	Καμία
MICROLAND	27671	5379	2005	[6]
Γ.Θ. ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ	2640	6535	ΟΧΙ	Καμία
ΖΑΜΠΑ	7890	3722	ΟΧΙ	Καμία
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	1343	1757	2006	Καμία
LogicDIS	22699	9533	2007	[7]
ΑΣΤΗΡ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	41850	5753	ΟΧΙ	Καμία
ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	6049	3573	ΟΧΙ	Καμία
ΝΕΩΡΙΟ	31745	2753	ΟΧΙ	Καμία
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	602	2357	ΟΧΙ	Καμία
ΚΛΩΣΤΟΫΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	18586	3763	ΟΧΙ	[8]

[1] Το 2001 ΑΡ= 2,74, ΜΑ/ΧΤ= 3,33 και ΑΙΚ= 3% (ΑΧΚ= 3,8%)

[2] Το 2005 ΑΡ= 0,51, ΜΑ/ΧΤ= 0,91 και ΑΙΚ= 7,2% (ΑΧΚ= 2,2%)

[3] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΜΥΛΟΙ ΑΓΙΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΑΕ» το 2004 (ΦΕΚ 2663/01-04-2004)

[4] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΠΡΑΞΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΞΥΛΕΙΑΣ, ΕΙΔΩΝ ΕΠΙΠΛΟΠΟΙΙΑΣ, ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΙΓΚΑΛΕΡΙΑΣ» το 2004 (ΦΕΚ 3053/16-04-2004)

[5] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2004 (ΦΕΚ 15253/31-12-2004). Συγχώνευση με απορρόφηση των «FANCO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΙΔΩΝ ΕΝΔΥΣΗΣ», «ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΡΟΔΟΠΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» και «GALLOP ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΕΣΩΡΟΥΧΩΝ & ΕΙΔΩΝ ΕΝΔΥΣΗΣ» το 2006 (ΦΕΚ 14009/29-12-2006)

[6] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ALTCOM ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ» το 2005 (ΦΕΚ 4254/13-06-2005)

[7] Συγχώνευση με απορρόφηση των «LOGIC DIS GLOBAL SERVICES ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» και «ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΑΕ» το 2005 (ΦΕΚ 13289/30-12-2005). Απόκτηση του συνόλου των μετοχών των «SINGULAR SOFTWARE ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ» και «SINGULAR INTEGRATOR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ» το 2006 (ΦΕΚ 9541/06-09-2006). Μεταβολή επωνυμίας σε «ΣΙΝΓΚΙΟΥΛΑΡ ΛΟΤΖΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ» (διακριτικός τίτλος «SINGULARLOGIC S.A.») το 2006 (ΦΕΚ 9552/06-09-2006). Συγχώνευση με απορρόφηση της «SINGULARLOGIC SOFTWARE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ» το 2006 (ΦΕΚ 14000/29-12-2006)

[8] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΒΙΟΠΟΛ ΑΝΩΝΥΜΗ ΑΓΡΟΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ» το 2007 (ΦΕΚ 3/02-01-2008)

ΕΛΦΙΚΟ	9596	3763	ΟΧΙ	Καμία
VIVERE	25316	5379	2008	[9]
ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ	23192	3763	Α	Καμία
ΓΕΝΕΡ	3630	2357	Α	[10]
ΖΗΝΩΝ	18302	2757	2009	Καμία
ΑΤΕΡΜΩΝ	14183	5555	Α	Καμία
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	8409	3763	Α	Καμία
ΙΝΤΡΑΚΟΜ	13906	9578	Α	Καμία
ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	7697	1357	Α	Καμία
CARDICO	3760	3577	Α	Καμία
FINTEXPORT	13107	3763	Α	Καμία
FORTHNET	34461	9535	Α	Καμία
INFO-QUEST	5419	9533	2009	Καμία
UNIBRAIN	21328	9537	Α	[11]
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΙΔΑΣ	13512	2357	Α	-
ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	7887	3722	Α	-
ΚΑΤΣΕΛΗ	13492	3577	Α	-
ΜΑΙΛΛΗΣ	2716	2723	Α	-
ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	1264	3722	Α	-
ΠΡΟΦΙΛ ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	9615	1757	Α	-
ALTEC	17825	9533	Α	-
LAVIPHARM	14010	4577	Α	-

[9] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΚΑΖΙΝΟ ΚΑΙ ΞΕΝΙΑ ΘΡΑΚΗΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2007 (ΦΕΚ 10079/31-08-2007)

[10] Παύση διαπραγμάτευσης (διαγραφή) στο ΧΑΑ στις 15-05-2009

[11] Απορρόφηση του κλάδου δικτύου σταθερών ηλεκτρονικών επικοινωνιών και παροχής υπηρεσιών σταθερής τηλεφωνίας και ευρυζωνικών υπηρεσιών (DSL) της «VODAFONE – ΠΑΝΑΦΟΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΑΕ» το 2009 (ΦΕΚ 14811/29-12-2009)

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι για 17 από τις 44 εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή είναι αδύνατον να αποφανθούμε αν ανέκαμψαν ή όχι. Κατά συνέπεια, αυτές οι εταιρίες θα περιληφθούν στην ανάλυση που αφορά μόνο στην παρακμή (σε επόμενη ενότητα). Όσον αφορά στις υπόλοιπες 27 εταιρίες, οι 13 (48%) ανέκαμψαν σύμφωνα με τα κριτήρια που υιοθετούνται στην παρούσα εργασία. Λαμβάνοντας υπόψη το ποσοστό των εταιρών που ανέκαμψαν και το περιορισμένο μέγεθος του δείγματος εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή δε θα ήταν ασφαλές να συμπεράνουμε ότι, στην Ελλάδα, οι περισσότερες εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή ανακάμπτουν στα τρία έτη που έπονται της παρακμής. Το παραπάνω συμπέρασμα μεταβάλλεται ελάχιστα αν ορίσουμε ότι οι εταιρίες ανακάμπτουν, εντός της τριετίας μετά την παρακμή, εφόσον επιτύχουν την ικανοποίηση τουλάχιστον μίας εκ των δύο ομάδων κεφαλαιούχων σε ένα έτος και την ικανοποίηση αμφότερων των ομάδων κεφαλαιούχων στο επόμενο έτος. Σε αυτήν την περίπτωση, μόλις 3 από τις 13 εταιρίες που ανέκαμψαν μετακινούνται στην ομάδα εταιριών που δεν ανέκαμψαν. Ολοκληρώνοντας, σημειώνεται ότι, λαμβάνοντας υπόψη τις 24 εταιρίες με διαθέσιμα δεδομένα μέχρι και το έτος 6, παρατηρούμε ότι οι περισσότερες ανακάμψεις πραγματοποιούνται στην αρχή της χρονικής περιόδου που εξετάζουμε. Αναλυτικότερα, 8 από τις 13 (61%) εταιρίες για τις οποίες το έτος 3 είναι το 2003 ή προγενέστερο ανακάμπτουν ενώ, αντίθετα, μόλις 3 από τις 11 (27%) εταιρίες για τις

οποίες το έτος 3 είναι το 2004 ή μεταγενέστερο ανακάμπτουν. Η διαφορά των ποσοστών ανάκαμψης ανάμεσα στις παραπάνω χρονικές περιόδους, σε συνδυασμό με τα συμπεράσματα σχετικά με τα υψηλότερα ποσοστά ζημιογόνων εταιριών και παρακμής που αναφέρθηκαν στις παραγράφους 7.2.2.2 και 7.2.2.3, αντίστοιχα, ενισχύει την παρακίνηση διερεύνησης της επιρροής των συνθηκών του περιβάλλοντος στην παρακμή και την ανάκαμψη.

7.2.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΛΗΨΙΑΣ ΥΓΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

7.2.3.1 Ποσοτικά κριτήρια για την επιλογή των υγιών εταιριών

Η επιλογή των εταιριών που δε βρέθηκαν σε παρακμή ή, εναλλακτικά, των υγιών εταιριών, βασίζεται στα ίδια ποσοτικά κριτήρια με την επιλογή των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή. Αναλυτικότερα, για κάθε εταιρία που βρέθηκε σε παρακμή επιλέχθηκε μία εταιρία που: α) λειτουργεί στον ίδιο υποκλάδο βάσει του σχετικού τετραψήφιου κωδικού, β) δε σχετίζεται ιδιοκτησιακά με άμεσο, πχ έλεγχος της μίας εταιρίας από την άλλη[1], ή έμμεσο τρόπο, πχ έλεγχος των δύο εταιριών από το ίδιο φυσικό ή νομικό πρόσωπο[2], γ) δεν ικανοποιεί τα ποσοτικά κριτήρια της παρακμής από το έτος 0 έως και το έτος ανάκαμψης (έτος 4, 5 ή 6) όταν η αντίστοιχη παρακμάζουσα εταιρία ανακάμπτει, από το έτος 0 έως και το έτος 6 όταν η αντίστοιχη παρακμάζουσα εταιρία δεν ανακάμπτει και από το έτος 0 έως και το έτος 3 όταν δεν είναι δυνατόν να προσδιοριστεί αν η αντίστοιχη παρακμάζουσα εταιρία ανακάμπτει ή όχι και δ) είναι εισηγμένη την χρονική περίοδο εξέτασής της. Σημειώνεται ότι το μέγεθος χρησιμοποιείται κατά προσέγγιση ως κριτήριο επιλογής των υγιών εταιριών για να αποφύγουμε τις ακραίες διαφορές. Ως εκ τούτου αποκλείσαμε μία εταιρία[3] από την περαιτέρω ανάλυση διότι οι πιθανές προς αντιστοίχηση εταιρίες υπολείπονταν εμφανώς σε μέγεθος (βάσει του ενεργητικού). Κατά συνέπεια, η ανάλυση που ακολουθεί αφορά σε 43 εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή και σε 43, αντίστοιχα, υγιείς εταιρίες.

[1] Η μία εταιρία κατέχει την πλειονότητα των δικαιωμάτων ψήφου της άλλης.
[2] Για παράδειγμα, ο Α ελέγχει την εταιρία Β και η εταιρία Β ελέγχει την εταιρία Γ. Συνεπώς, ο Α ελέγχει έμμεσα την εταιρία Γ.
[3] Πρόκειται για την ΙΝΤΡΑΚΟΜ (ΑΜΑΕ: 13906).

7.2.3.2 Δειγματοληψία των υγιών εταιριών σύμφωνα με τα κριτήρια της παρούσας έρευνας

Κατά τη δειγματοληψία των εταιριών που δε βρέθηκαν σε παρακμή προέκυψαν τα εξής. Για το κριτήριο (α), σε επτά περιπτώσεις το κριτήριο του τετραψήφιου κωδικού κλάδου ήταν αδύνατο να ικανοποιηθεί εξαιτίας της έλλειψης υγιών εταιριών από συγκεκριμένους υποκλάδους. Σε πέντε από τις επτά περιπτώσεις χρησιμοποιήθηκε το κριτήριο των τριών ψηφίων του κλάδου. Για παράδειγμα, η ΕΙΚΟΝΑ-ΗΧΟΣ αντιστοιχίστηκε με την ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ. Σε μία περίπτωση η αντιστοίχηση βασίστηκε στο διψήφιο κωδικό (υπερκλάδος). Πιο συγκεκριμένα, η UNIBRAIN από τον υποκλάδο 9537 «Τεχνολογία – Λογισμικό» αντιστοιχίστηκε με την ΙΝΤΕΡΤΕΚ από τον υποκλάδο 9572 «Τεχνολογία – Υλικό Υπολογιστών». Σε μία περίπτωση η αντιστοίχηση βασίστηκε στο πρώτο ψηφίο του υποκλάδου και, κυρίως, στη διερεύνηση του αντικειμένου εργασιών των εταιριών. Αναλυτικότερα, η VIVERE από τον υποκλάδο 5379 «Εμπόριο – Εξειδικευμένο Λιανικό Εμπόριο» αντιστοιχίστηκε με την ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ & ΕΙΚΟΝΑΣ από τον υποκλάδο 5553 «Μέσα Ενημέρωσης – Τηλεόραση και Ψυχαγωγία» διότι μετά από μελέτη των εσόδων των δύο εταιριών προέκυψε ότι έχουν παρεμφερές αντικείμενο εργασιών που σχετίζεται με την ψυχαγωγία και τα θεάματα[4]. Σε μία περίπτωση, αντιστοιχίστηκαν, κατ' εξαίρεση, δύο υγιείς εταιρίες λόγω της σημαντικής μεταβολής της δραστηριότητας της εταιρίας που βρέθηκε σε παρακμή. Πιο συγκεκριμένα, τα έσοδα της Γ.Θ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ (μετέπειτα ΛΑΝ-ΝΕΤ) για το 2001 προέρχονται από υπηρεσίες βαφείου-φινιριστηρίου, σύμφωνα με τις σημειώσεις του ελεγκτή στον ισολογισμό του εν λόγω έτους. Ωστόσο, από το 2002 και έπειτα, το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων προέρχεται από τις τηλεπικοινωνίες και η εταιρία κατατάσσεται στον υποκλάδο 6535 «Τηλεπικοινωνίες – Σταθερή Τηλεφωνία». Κατά συνέπεια, η εν λόγω εταιρία αντιστοιχίστηκε με την ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ 3Α για το 2001 και με την ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ για το 2002 και έπειτα. Σημειώνεται ότι η ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ δραστηριοποιείται στον υποκλάδο 2791 «Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες – Υποστηρικτικές Υπηρεσίες προς Επιχειρήσεις» αλλά το αντικείμενό της είναι συναφές με τις τηλεπικοινωνίες. Επιπρόσθετα, η ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ συνιστά τη μοναδική αποδεκτή επιλογή αντιστοίχησης καθώς, εκτός της Γ.Θ.

[4] Η VIVERE εκμεταλλεύεται καταστήματα πώληση δίσκων μουσικής και ταινιών και η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ & ΕΙΚΟΝΑΣ δραστηριοποιείται στην εκμετάλλευση τηλεοπτικών ταινιών σε κινηματογράφους και σχετικά καταστήματα ενοικίασης για λιανικούς καταναλωτές.

ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ, η μοναδική εταιρία από τον υποκλάδο 6535 είναι ο Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος που δεν επιλέχθηκε λόγω μεγέθους και ιδιαίτερων χαρακτηριστικών. Σχετικά με το κριτήριο (β), υφίστανται επιφυλάξεις για την προ-2000 περίοδο διότι η απαιτούμενη πληροφόρηση δεν είναι διαθέσιμη και υποθέτουμε ότι η σχέση ιδιοκτησίας το 2000 ισχύει, επίσης, για την περίοδο πριν το 2000. Αναφορικά με το κριτήριο (γ), σε κάποιες περιπτώσεις υπήρξε απόκλιση από τα ποσοτικά κριτήρια επίδοσης διότι ήταν αδύνατον να εντοπιστούν εταιρίες που ικανοποιούν πλήρως τα εν λόγω κριτήρια[5]. Ωστόσο, το πλήθος και η έκταση των αποκλίσεων είναι περιορισμένης σημασίας και το κριτήριο «|ΜΑ – ΧΤ|> ΑΣ» δεν παραβιάστηκε σε καμία περίπτωση υγιούς εταιρίας και κανέναν έτος. Επιπρόσθετα, ακόμα και με τις εν λόγω αποκλίσεις, η επίδοση των υγιών εταιριών εξακολουθεί να είναι υψηλότερη της επίδοσης των εταιριών που παράκμασαν. Βάσει των παραπάνω, οι υγιείς εταιρίες παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα 7.6. Στην πρώτη και δεύτερη στήλη αναφέρονται, αντίστοιχα, ο διακριτικός τίτλος και ο υποκλάδος των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή. Στη τρίτη, τέταρτη και πέμπτη στήλη αναφέρονται, αντίστοιχα, ο διακριτικός τίτλος, ο υποκλάδος και ο αριθμός μητρώου ανώνυμων εταιριών (ΑΜΑΕ) της αντίστοιχης υγιούς εταιρίας. Στην έκτη στήλη αναφέρεται η χρονική περίοδος εξέτασης της υγιούς εταιρίας. Αν η αντίστοιχη παρακμάζουσα εταιρία ανέκαμψε, η εν λόγω περίοδος εκτείνεται από το έτος 0 μέχρι και το έτος της ανάκαμψης. Αν η αντίστοιχη παρακμάζουσα εταιρία δεν ανέκαμψε, η εν λόγω περίοδος εκτείνεται από το έτος 0 μέχρι και το έτος 6. Αν η κατάληξη της παρακμής της αντίστοιχης παρακμάζουσας εταιρίας είναι απροσδιόριστη, η εν λόγω περίοδος εκτείνεται από το έτος 0 μέχρι και το έτος 3. Στην έβδομη στήλη παρατίθενται παραπομπές σε υποσημειώσεις όπου περιγράφονται οι εταιρικές πράξεις των υγιών εταιριών κατά τη χρονική περίοδο εξέτασής τους.

Πίνακας 7.6 Αντιστοίχηση εταιριών που παράκμασαν και υγιών εταιριών για την περίοδο 1996-2009

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ		**ΥΓΙΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ**				
ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΟΣ ΤΙΤΛΟΣ	**ΚΛΑΔΟΣ**	**ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΟΣ ΤΙΤΛΟΣ**	**ΚΛΑΔΟΣ**	**ΑΜΑΕ**	**ΕΤΗ**	**ΠΡΑΞΕΙΣ**
ΑΦΟΙ ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	2357	ΒΙΟΤΕΡ	2357	6048	1995-2001	Καμία
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	3763	ALSINCO	3763	34545	1997-2003	[6]
ΚΛΩΝΑΤΕΞ	3763	ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	3763	8279	1998-2004	Καμία
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	5759	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	5759	14274	1998-2003	Καμία

[5] Οι περισσότερες αποκλίσεις αφορούν στο κριτήριο της ΑΡ.

[6] Συγχώνευση με απορρόφηση της «L' HORRIZONTE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ, ΔΕΡΜΑΤΙΝΩΝ ΕΙΔΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΔΗΜΑΤΩΝ» το 2003 (ΦΕΚ 13481/19-12-2003)

Ν.Ε.Λ.	5759	ΣΤΡΙΝΤΖΗ	5759	27574	1998-2002	Καμία
ΑΛΥΣΙΔΑ	3765	RIDENCO	3765	13569	1999-2003	[7]
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	3577	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	3577	10016	1999-2005	Καμία
ΑΚΡΙΤΑΣ	3726	ALBIO	3726	10237	2000-2004	[8]
ΕΙΚΟΝΑ – ΗΧΟΣ	5379	ΗΛΕΚΤΡ. ΑΘΗΝΩΝ	5375	19940	2000-2006	[9]
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	3763	FOLLIE FOLLIE	3763	18989	2000-2006	Καμία
ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ	9574	C.P.I.	9572	32624	2000-2006	Καμία
ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ	5557	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	5557	2351	2000-2006	Καμία
MICROLAND	5379	ΠΛΑΙΣΙΟ	5379	16601	2000-2005	Καμία
Γ.Θ. ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ	6535	ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ 3Α	3763	13322	2001	Καμία
		ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ	2791	33090	2002-2007	Καμία
ΖΑΜΠΑ	3722	YALCO	3722	8349	2001-2007	[10]
ΣΩΛΗΝ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ	1757	ΚΑΛΠΙΝΗΣ – ΣΙΜΟΣ	1757	7365	2001-2006	Καμία
LogicDIS	9533	PROFILE	9533	33358	2001-2007	[11]
ΑΣΤΗΡ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	5753	ΓΕΚΕ	5753	1932	2002-2008	Καμία
ΕΥΡΩΣ. ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	3573	ΣΕΛΟΝΤΑ	3573	23166	2002-2008	[12]
ΝΕΩΡΙΟ	2753	ΕΛΤΡΑΚ	2753	7922	2002-2008	Καμία
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	2357	ΜΗΧΑΝΙΚΗ	2357	8440	2002-2008	[13]
ΚΛΩΣΤ. ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	3763	ELMEC	3763	6357	2003-2009	[14]
ΕΛΦΙΚΟ	3763	ΕΛΒΕ	3763	15832	2003-2009	[15]
VIVERE	5379	ΕΠΙΧ. ΗΧΟΥ & ΕΙΚΟΝ.	5553	4403	2003-2008	[16]
ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ	3763	ΜΟΥΖΑΚΗΣ	3763	1187	2004-2007	Καμία
ΓΕΝΕΡ	2357	ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ ΛΑΠΠΑΣ	2357	5828	2004-2007	[17]
ΖΗΝΩΝ	2757	ΚΛΕΜΑΝ	2757	10920	2004-2008	Καμία
ΑΤΕΡΜΩΝ	5555	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΙΒΑΝΗ	5557	29964	2005-2008	Καμία
ΕΛ.ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	3763	ΜΙΝΕΡΒΑ	3763	8411	2005-2008	Καμία
ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	1357	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	1357	11188	2005-2008	[18]
CARDICO	3577	ELBISCO	3577	16312	2005-2008	Καμία
FINTEXPORT	3763	FASHION BOX	3763	33728	2005-2008	Καμία
FORTHNET	9535	DIONIC	9537	34192	2005-2008	Καμία
INFO-QUEST	9533	BYTE	9533	21223	2005-2009	Καμία
UNIBRAIN	9537	ΙΝΤΕΡΤΕΚ	9572	17099	2005-2008	Καμία
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΙΔΑΣ	2357	ΜΟΧΛΟΣ	2357	9988	2006-2009	Καμία
ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	3722	FG EUROPE	3722	13413	2006-2009	Καμία
ΚΑΤΣΕΛΗ	3577	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	3577	20474	2006-2009	Καμία

[7] Συγχώνευση με απορρόφηση των «ΙΔΕΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ» και «ATLANTIC SPORTSWEAR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΙΔΩΝ ΕΝΔΥΣΕΩΣ ΚΑΙ ΥΠΟΔΗΣΕΩΣ» το 2003 (ΦΕΚ 13921/31-12-2003)

[8] Μεταβολή επωνυμίας σε «ALBIO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ» το 2000 (ΦΕΚ 2535/06-04-2000)

[9] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ TRADE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2003 (ΦΕΚ 11525/29-10-2003)

[10] Συγχώνευση με απορρόφηση της «VELLIFEST ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑ ΕΙΔΩΝ ΟΙΚΙΑΚΗΣ ΧΡΗΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2002 (ΦΕΚ 5525/21-06-2002)

[11] Συγχώνευση με απορρόφηση των «BECOM ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ» και «ΑΝΑΛΥΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2004 (ΦΕΚ 13739/16-11-2004)

[12] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΟΒΡΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2001 (ΦΕΚ 99/07-01-2001). Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΤΡΙΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΣ» το 2002 (ΦΕΚ 32/03-01-2002). Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΔΙΟΛΚΟΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2003 (ΦΕΚ 13894/31-12-2003). Συγχώνευση με απορρόφηση των «ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΣΕΛΑΝΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» και «ΑΣΤΑΡΤΗ - EUROFISH HELLAS ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΕΞΑΓΩΓΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΙΧΘΥΩΝ ΚΑΙ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2007 (ΦΕΚ 1517/02-03-2007). Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΠΑΡΚΟ ΠΕΡΔΙΚΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2007 (ΦΕΚ 14361/21-12-2007)

[13] Συγχώνευση με απορρόφηση των «ΑΦΟΙ ΚΑΠΕΤΑΝΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», «Γ. ΡΟΥΣΣΟΣ – Χ. ΣΥΜΦΟΡΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΕ», «ΒΙΟΜΗΛΚΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», «ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΑΣΚΟΥΝΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», «ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Π. ΠΕΧΛΙΒΑΝΙΔΗΣ ΑΕ» και «ΒΙΕΧ ΜΕΤΑΛΛΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2002 (ΦΕΚ 6200/28-06-2002). Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2007 (ΦΕΚ 3/02-01-2008)

[14] Συγχώνευση με απορρόφηση των «FACTORY OUTLET, ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΕΚΠΤΩΤΙΚΩΝ ΠΟΛΥΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΩΝ, ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΕΡΓΩΝ ΚΑΙ ΨΥΧΑΓΩΓΙΑΣ» και «FACTORY OUTLET AIRPORT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΕΚΠΤΩΤΙΚΩΝ ΠΟΛΥΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΩΝ» το 2009 (ΦΕΚ 14956/31-12-2009)

[15] Συγχώνευση με απορρόφηση της «OAKS ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΑΕ» το 2005 (ΦΕΚ 13244/29-12-2005)

[16] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΙΝΗΜΑΤΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ» το 2006 (ΦΕΚ 12889/27-11-2006)

[17] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ – ΥΙΟΙ ΕΥΘ. ΠΑΠΑΓΙΑΝΝΗ ΑΕ» το 2005 (ΦΕΚ 1132/21-02-2005). Συγχώνευση με απορρόφηση της «NET STYLE ΕΜΠΟΡΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ – ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ – ΔΕΡΜΑΤΙΝΩΝ ΕΙΔΩΝ – ΑΞΕΣΟΥΑΡ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2007 (ΦΕΚ 12563/29-10-2007)

[18] Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΘΡΑΠΛΑΣΤ – ΜΕΓΑΣΑΚΚΟΙ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΩΝ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΚΑΙ ΥΛΙΚΩΝ» το 2006 (ΦΕΚ 13689/19-12-2006)

ΜΑΙΛΛΗΣ	2723	CROWN	2723	6499	2006-2009	Καμία
ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	3722	FOURLIS	3722	13110	2006-2009	Καμία
ΠΡΟΦΙΛ ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	1757	ΑΛΚΟ	1753	22502	2006-2009	Καμία
ALTEC	9533	LOGISMOS	9533	14514	2006-2009	Καμία
LAVIPHARM	4577	VETERIN	4577	8057	2006-2009	[19]

[19] Συγχώνευση με απορρόφηση των «ΛΑΜΔΑ ΝΤΙΤΕΡΤΖΕΝΤ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», «ΕΒΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΒΙΟΛΟΓΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ» και «ELPHARMA ΑΝΩΝΥΜΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΧΗΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ» και μεταβολή επωνυμίας σε «ALAPIS ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ, ΧΗΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΒΙΟΛΟΓΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ» το 2007 (ΦΕΚ 3503/24-05-2007). Συγχώνευση με απορρόφηση των «BIODOMUS ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ – ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΩΝ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ», «ΦΑΡΜΑΛΕΞ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ», «ΡΗΒΟΛΝΤ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΠΡΟΩΘΗΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΝΟΣΟΚΟΜΕΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» και «ALAPIS CROPSCIENCE ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΧΗΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ – ΛΙΠΑΣΜΑΤΩΝ – ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΙΚΟΥ ΥΛΙΚΟΥ – ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ – ΑΠΟΘΗΚΕΥΤΙΚΩΝ ΧΩΡΩΝ» το 2008 (ΦΕΚ 12426/04-11-12). Συγχώνευση με απορρόφηση των «LAMDA APPLIED ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΟ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» και «ALAPIS PHARMA ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2009 (ΦΕΚ 3805/26-05-2009). Συγχώνευση με απορρόφηση της «ΠΝΓ ΓΕΡΟΛΥΜΑΤΟΣ ΥΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΟΜΟΡΦΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» το 2009 (ΦΕΚ 14804/29-12-2009)

7.3 Περιγραφή, ερμηνεία και πρόβλεψη της εταιρικής παρακμής στην Ελλάδα για την περίοδο 1995-2009

7.3.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Στην παρούσα ενότητα εξετάζουμε, αρχικά, την επίδοση των υγιών εταιριών και των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή διενεργώντας τις σχετικές συγκρίσεις ανάμεσα στις δύο ομάδες. Θεωρητικά, αναμένουμε σημαντικές διαφορές αναφορικά με τους δείκτες ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ. Ωστόσο, τέτοιου είδους διαφορές πρέπει να ελεγχθούν για τη στατιστική σημαντικότητά τους έτσι ώστε να καταστεί δυνατή η περαιτέρω ερμηνεία της παρακμής. Πιο απλά, αν οι παραπάνω διαφορές δεν είναι σημαντικές, δεν υπάρχει ουσιαστική τεκμηρίωση της προσπάθειας ερμηνείας της παρακμής. Αντίθετα, η επαλήθευση της σημαντικότητας των παραπάνω διαφορών συνιστά τη βάση εκκίνησης για τη διερεύνηση των αιτιών και των συμπτωμάτων της παρακμής. Στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας αναφερθήκαμε εκτενώς στις αρνητικές συνέπειες της παρακμής και την ανάγκη περιορισμού ή, ιδανικά, εξάλειψής τους. Κατά συνέπεια, ο κύριος στόχος της παρούσας ενότητας είναι η δημιουργία «κανόνων» πρόβλεψης της παρακμής, κατόπιν μελέτης των διαφορών μεταξύ των υγιών εταιριών και εκείνων που παρακμάζουν. Τέτοιοι κανόνες ή υποδείγματα συμβάλλουν στην έγκαιρη λήψη κατάλληλων μέτρων όταν διαπιστωθεί ότι μία

εταιρία οδεύει προς την παρακμή και συνιστούν εργαλεία λήψης αποφάσεων για διάφορες ομάδες συμμέτοχων που ενδιαφέρονται, για διάφορους εξατομικευμένους λόγους, για τη χρηματοοικονομική ευρωστία της εταιρίας. Για παράδειγμα, οι πιστωτές επιδιώκουν τη χορήγηση πίστωσης σε εταιρίες που δε θα αντιμετωπίσουν προβλήματα επίδοσης με στόχο να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο απώλειας των κεφαλαίων τους. Η Πολιτεία καλείται, συχνά, να παράσχει υποστήριξη σε επενδυτικά σχέδια των εταιριών υπό τη μορφή επιχορηγήσεων ή δανείων και, συνεπώς, η ορθότερη εκτίμηση των μελλοντικών προοπτικών των εταιριών και η ενίσχυση των βιώσιμων επενδύσεων είναι σημαντική σε όρους κοινωνικής δικαιοσύνης καθώς συμβάλλει στην προστασία των δημόσιων πόρων, την εξασφάλιση θέσεων εργασίας και, γενικά, την ενίσχυση της κοινωνικής ευμάρειας. Τα παραπάνω παραδείγματα συνιστούν ενδεικτικές αναφορές στη χρησιμότητα των υποδειγμάτων πρόβλεψης της εταιρικής παρακμής και στοχεύουν, απλώς, στην αιτιολόγηση της ενασχόλησης με το συγκεκριμένο ζήτημα.

7.3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΑΡΑΚΜΑΣΑΝ ΤΩΝ ΥΓΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ

7.3.2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης

Στην παρούσα παράγραφο ασχολούμαστε με την καταγραφή και ανάλυση της επίδοσης, βάσει των δεικτών ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ, των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και των υγιών εταιριών. Το δείγμα που χρησιμοποιείται για τους σκοπούς της σχετικής ανάλυσης αποτελείται από τις 43 εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή την περίοδο 1996-2009 και τις, αντίστοιχες, 43 υγιείς εταιρίες σύμφωνα με τη δειγματοληψία που παρουσιάστηκε στην προηγούμενη ενότητα. Αρχικά, θα αναφερθούμε στην επίδοση των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και, ακολούθως, στην επίδοση των υγιών εταιριών κατά την ίδια χρονική περίοδο. Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε τις σχετικές συγκρίσεις μεταξύ των δύο ομάδων εταιριών και θα ολοκληρώσουμε με την επισήμανση των σημαντικότερων συμπερασμάτων της ανάλυσης.

Στην περίπτωση της εξέτασης κάθε ομάδας εταιρών, η ανάλυση επικεντρώνεται, χάριν συντομίας, στις παρατηρήσεις για τις οποίες η κατανομή της

εκάστοτε μεταβλητής προσεγγίζει την κανονική. Ο έλεγχος για την κατανομή πραγματοποιείται με το κριτήριο Kolmogorovo-Smirnov: αν KS-SIG> 0,05, η υπόθεση της κανονικής κατανομής δεν απορρίπτεται. Σε κάθε περίπτωση αναφέρουμε το πλήθος των αρχικών παρατηρήσεων ΝΑ και το πλήθος παρατηρήσεων κατόπιν αποκλεισμού των τιμών που «ευθύνονται» για τη μη κανονική κατανομή ΝΚΚ. Για κάθε μεταβλητή αναφέρεται, ανά έτος, ο μέσος όρος ΜΟ, η διάμεσος Δ και η τυπική απόκλιση ΤΑ. Τα έτη συμβολίζονται ως Τ0, Τ1, Τ2 και Τ3. Ο έλεγχος της μεταβολής του μέσου όρου ανάμεσα σε δύο χρονικές περιόδους πραγματοποιείται με το στατιστικό t για ζευγαρωτές παρατηρήσεις: αν T-SIG> 0,05, η υπόθεση της ισότητας του μέσου όρου ανάμεσα στις δύο χρονικές περιόδους δεν απορρίπτεται. Σε αυτήν την περίπτωση συμβολίζουμε με ΜΟ_Τ και ΜΟ_Α, αντίστοιχα, το μέσο όρο για την τελική και αρχική χρονική περίοδο και με ΔΤΑ τη μεταβολή από την αρχική στην τελική χρονική περίοδο, ΔΤΑ= ΜΟ_Τ – ΜΟ_Α. Ο έλεγχος t για ζευγαρωτές παρατηρήσεις χρησιμοποιείται, με ανάλογη ερμηνεία, για τον εντοπισμό διαφορών ανάμεσα στις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή και τις υγιείς εταιρίες σε κάθε έτος δεδομένου ότι η δειγματοληψία προέκυψε με αντιστοίχηση εταιριών. Κατά το Siegel (2000) ο εν λόγω έλεγχος είναι ο καταλληλότερος όταν μεταξύ των δειγμάτων υφίσταται εξορισμού αντιστοίχηση. Συμβολίζουμε με ΜΟ_Π και ΜΟ_Υ, αντίστοιχα, το μέσο όρο των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και το μέσο όρο των υγιών εταιριών και με ΔΠΥ τη διαφορά του μέσου ανάμεσα στις δύο ομάδες, ΔΠΥ= ΜΟ_Π – ΜΟ_Υ. Σε κάθε περίπτωση, το πλήθος των διαθέσιμων ζευγών παρατηρήσεων συμβολίζεται με Ν. Οι διαφορές ΔΤΑ και ΔΠΥ υπολογίζονται ως απόλυτες μεταβολές προς αποφυγή παραπλανητικών τιμών. Πιο συγκεκριμένα, όταν μία αρνητική τιμή μειώνεται περαιτέρω (πχ από -10 σε -20) το ποσοστό μεταβολής είναι θετικό ([-20-(-10)]/(-10) ή 100%) και δεν απεικονίζει την κατεύθυνση της μεταβολής, δηλαδή τη μείωση. Αντίθετα, το πρόσημο της μεταβολής παρέχει πληροφόρηση για την κατεύθυνση της μεταβολής και, λαμβάνοντας υπόψη της αρχική τιμή, είναι δυνατό να εκτιμηθεί το μέγεθος της μεταβολής. Όλοι οι έλεγχοι πραγματοποιούνται σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% εκτός αν αναφέρεται κάτι διαφορετικό. Στη συνέχεια της ανάλυσης, όπου αναφέρεται η φράση «σημαντική διαφορά» εννοείται ότι η διαφορά είναι στατιστικά σημαντική.

Σημειώνεται, επίσης, ότι οι υπολογισμοί για το δείκτη ΑΙΚ δεν περιλαμβάνουν τις εταιρίες που εμφανίζουν αρνητική τιμή ιδίων κεφαλαίων διότι, σε αυτήν την περίπτωση, η τιμή του εν λόγω δείκτη είναι παραπλανητική.

Αναλυτικότερα, θετικές τιμές του δείκτη ΑΙΚ προκύπτουν όχι μόνο όταν ο αριθμητής και ο παρονομαστής είναι θετικοί (κέρδη και θετικά ίδια κεφάλαια) αλλά και όταν ο αριθμητής και ο παρονομαστής είναι αρνητικοί (ζημίες και αρνητικά ίδια κεφάλαια). Προφανώς, η ερμηνεία του δείκτη είναι εντελώς διαφορετική στις δύο παραπάνω περιπτώσεις. Παρόμοια είναι η αιτιολόγηση για τις αρνητικές τιμές του ΑΙΚ όταν οφείλονται σε θετικό αριθμητή και αρνητικό παρονομαστή (κέρδη και αρνητικά ίδια κεφάλαια). Επίσης, σε κάποιες περιπτώσεις οι εταιρίες δεν ανέφεραν χρεωστικούς τόκους στις λογιστικές καταστάσεις, δηλαδή ΧΤ= 0, με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατός ο ορισμός του δείκτη ΜΑ/ΧΤ λόγω μηδενικού παρονομαστή. Σε αυτές τις περιπτώσεις, θέτουμε ΧΤ= €1 και ορίζουμε την τιμή του δείκτη ΜΑ/ΧΤ ίση με τη μεγαλύτερη τιμή που εντοπίζεται στις υπόλοιπες παρατηρήσεις για να αποφύγουμε τη δημιουργία ιδιαιτέρως ακραίων τιμών. Στο τέλος του δεύτερου τμήματος του πίνακα αναφέρονται οι ετήσιες μεταβολές, η μεταβολή από το έτος 0 στο έτος 3 και ο έλεγχος σημαντικότητας αυτών για τους δείκτες ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ.

7.3.2.2 Καταγραφή και ανάλυση της επίδοσης των εταιριών που παράκμασαν

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι έλεγχοι σημαντικότητας των μεταβολών της επίδοσης των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή.

Πίνακας 7.7 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ - Εταιρίες που παράκμασαν

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
AP	**NA**	43	43	43	43	**N**	36	37	40	35
	NKK	37	38	40	41	**MO_T**	1,17	0,83	0,77	0,78
	KS-SIG	0,081	0,076	0,287	0,990	**MO_A**	1,04	1,10	0,82	0,99
	MO	1,09	1,16	0,82	0,80	**ΔΤΑ**	0,13	-0,27	-0,05	-0,21
	Δ	0,94	0,84	0,69	0,79	**T-SIG**	0,257	0,000	0,428	0,034
	ΤΑ	0,65	0,77	0,48	0,38					
ΜΑ/ΧΤ	**NA**	43	43	43	43	**N**	31	36	36	29
	NKK	31	39	38	39	**MO_T**	0,01	-1,68	-2,33	-2,18
	KS-SIG	0,057	0,053	0,194	0,078	**MO_A**	2,03	-0,57	-1,53	2,02
	MO	2,03	-0,75	-1,76	-2,56	**ΔΤΑ**	-2,03	-1,11	-0,81	-4,20
	Δ	1,68	0,26	-0,52	-1,90	**T-SIG**	0,000	0,096	0,242	0,000
	ΤΑ	0,89	3,85	3,19	3,23					
ΑΙΚ	**NA**	43	43	41	38	**N**	39	30	24	26
	NKK	40	42	30	28	**MO_T**	0,004	-0,020	-0,055	-0,063
	KS	0,377	0,070	0,093	0,176	**MO_A**	0,127	0,018	-0,018	0,116
	MO	0,126	-0,007	-0,020	-0,069	**ΔΤΑ**	-0,123	-0,039	-0,037	-0,179
	Δ	0,099	0,026	0,003	-0,033	**T-SIG**	0,000	0,214	0,044	0,000
	ΤΑ	0,089	0,152	0,068	0,079					

Αρχικά, από τον πίνακα 7.7 προκύπτει ότι οι δείκτες ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ δεν ακολουθούν σε κανένα έτος την κανονική κατανομή. Ωστόσο, στις περισσότερες

περιπτώσεις ο αποκλεισμός λίγων τιμών καθιστά τους δείκτες κανονικά κατανεμημένους με εξαίρεση το δείκτη ΜΑ/ΧΤ στο έτος 0 και το δείκτη ΑΙΚ στα έτη 2 και 3 όπου απαιτείται ο αποκλεισμός 12, 13 και 15 παρατηρήσεων, αντίστοιχα. Η μέση ΑΡ είναι μικρότερη της μονάδας στο έτος 2 και 3. Εξετάζοντας τη διάμεσο προκύπτει ότι, για το 50% των εταιριών, η ΑΡ είναι μικρότερη της μονάδας σε όλα τα έτη. Όσον αφορά στο δείκτη ΜΑ/ΧΤ, οι εταιρίες υπόκεινται σε μόνιμες ζημίες στα έτη 1 έως και 3 ανεξάρτητα από το αν εξετάζεται ο μέσος όρος ή η διάμεσος. Η εικόνα της «κακής» επίδοσης ενισχύεται περαιτέρω από τα ευρήματα που αφορούν στο μέσο όρο του δείκτη ΑΙΚ που λαμβάνει αρνητικές τιμές από το έτος 1 έως και το έτος 3. Παρόμοια συμπεράσματα προκύπτουν από τη διάμεσο υπό τη διαφορά ότι στα έτη 2 και 3 η τιμή είναι θετική. Παρολαυτά, η τιμή της διαμέσου στα εν λόγω έτη, ίση με 2,6% και 0,3%, θεωρείται ιδιαίτερα χαμηλή καθώς το δείγμα περιλαμβάνει παρατηρήσεις από την περίοδο 1996-2009 όπου η ΑΧΚ ήταν μικρότερη του 2,6% σε 4 μόνον έτη: 2003 έως 2005 και 2009.

Τα παραπάνω ευρήματα συνιστούν σαφείς ενδείξεις για τη δεινή θέση στην οποία περιήλθαν οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή αναφορικά με την επίδοσή τους. Ωστόσο, είναι σκόπιμο να διασφαλιστεί ότι η πτώση της επίδοσης ξεκινά από ένα έτος όπου η επίδοση είναι (θεωρείται) ικανοποιητική και, ακόμη, ότι η χειροτέρευση της επίδοσης από την αρχή έως το τέλος της παρακμής είναι στατιστικά σημαντική. Όσον αφορά στο πρώτο ζήτημα, παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή εμφανίζουν, πράγματι, ικανοποιητική επίδοση στο έτος 0. Αναλυτικότερα, η ΑΡ θεωρείται ικανοποιητική βάσει του μέσου όρου 1,09 και της διαμέσου 0,94. Όσον αφορά στο δείκτη ΜΑ/ΧΤ, οι εταιρίες εμφανίζουν ικανοποιητική επίδοση ανεξάρτητα από το στατιστικό μέτρο. Παρόμοια, η επίδοση αναφορικά με την ΑΙΚ θεωρείται ικανοποιητική βάσει του μέσου όρου 12,6% και της διαμέσου 9,9%. Δεδομένου ότι η ΑΧΚ κατά την περίοδο 1995-2009 υπερέβη το 10% μόνο σε 4 έτη (1995-1998), η ΑΙΚ θεωρείται ικανοποιητική. Όσον αφορά στις ετήσιες μεταβολές μέσου όρου των δεικτών προκύπτει ότι οι δείκτες ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ μειώνονται σε κάθε έτος με εξαίρεση την αύξηση του δείκτη ΑΡ από το έτος 0 στο έτος 1 που, όμως, δεν είναι στατιστικά σημαντική. Οι σημαντικές μειώσεις αφορούν στην ΑΡ από το έτος 1 στο έτος 2, το δείκτη ΜΑ/ΧΤ από το έτος 0 στο έτος 1 και την ΑΙΚ από το έτος 0 στο έτος 1 και από το έτος 2 στο έτος 3. Σχετικά με τη μεταβολή των δεικτών από το έτος 0 στο έτος 3, παρατηρούμε ότι η μείωση της ΑΡ κατά -0,21 ή 21%, η μείωση του δείκτη ΜΑ/ΧΤ κατά -4,20 ή 208% και η μείωση της

ΑΙΚ κατά -0,179 ή 154% είναι σημαντικές. Προκύπτει, λοιπόν, ότι από την αρχή μέχρι το τέλος της παρακμής, οι εταιρίες υπόκεινται σε σημαντική μείωση της άμεσης ρευστότητας κατά 21% και ιδιαιτέρως σημαντική μείωση της κάλυψης χρεωστικών τόκων κατά 208% και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων κατά 154%.

7.3.2.3 Καταγραφή και ανάλυση της επίδοσης των υγιών εταιριών

Ο πίνακας 7.8 που ακολουθεί είναι παρόμοιος με τον πίνακα 7.7 που παρατέθηκε στην προηγούμενη παράγραφο υπό τη διαφορά ότι αναφέρεται στις υγιείς εταιρίες. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι δεν υπήρξε αποκλεισμός τιμών εξαιτίας αρνητικών ιδίων κεφαλαίων των υγιών εταιριών σε κανένα έτος.

Πίνακας 7.8 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των δεικτών ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ – Υγιείς εταιρίες

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
AP	**NA**	43	43	43	43	**N**	38	38	41	40
	NKK	40	39	41	43	**MO_T**	1,21	1,27	1,33	1,31
	KS-SIG	0,145	0,227	0,96	0,299	**MO_A**	1,11	1,26	1,38	1,21
	MO	1,21	1,26	1,38	1,39	**ΔΤΑ**	0,10	0,01	-0,05	0,11
	Δ	1,06	1,13	1,18	1,20	**T-SIG**	0,154	0,887	0,578	0,291
	TA	0,58	0,64	0,70	0,74					
MA/XT	**NA**	43	43	43	43	**N**	37	35	34	31
	NKK	37	41	35	34	**MO_T**	6,02	4,48	3,18	3,18
	KS-SIG	0,050	0,058	0,065	0,143	**MO_A**	4,65	5,45	4,38	4,01
	MO	4,65	6,99	4,48	3,18	**ΔΤΑ**	1,36	-0,97	-1,20	-0,82
	Δ	3,40	4,52	3,41	2,89	**T-SIG**	0,036	0,142	0,017	0,137
	TA	3,35	6,30	3,25	2,09					
AIK	**NA**	43	43	43	43	**N**	43	43	43	43
	NKK	43	43	43	43	**MO_T**	0,182	0,174	0,165	0,165
	KS	0,098	0,162	0,967	0,698	**MO_A**	0,169	0,182	0,174	0,169
	MO	0,169	0,182	0,174	0,165	**ΔΤΑ**	0,013	-0,007	-0,009	-0,004
	Δ	0,136	0,155	0,175	0,158	**T-SIG**	0,361	0,552	0,393	0,847
	TA	0,136	0,115	0,095	0,092					

Όσον αφορά στην κατανομή των δεικτών, παρατηρούμε ότι ισχύει για το δείκτη ΑΙΚ σε όλα τα έτη και το δείκτη ΑΡ στο έτος 3. Όπως και στην περίπτωση των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή, οι τιμές του δείκτη ΜΑ/ΧΤ δεν κατανέμονται κανονικά σε κανένα έτος. Ωστόσο, η κανονική κατανομή επιτυγχάνεται κατόπιν αποκλεισμού λιγότερων τιμών συγκριτικά με στην περίπτωση των εταιριών που παράκμασαν. Η επίδοση των υγιών εταιριών δε θεωρείται «προβληματική» σε κανένα έτος. Αναλυτικότερα, η ΑΡ είναι μεγαλύτερη της μονάδας βάσει τόσο του μέσου όρου όσο και της διαμέσου. Παρόμοια συμπεράσματα προκύπτουν για το δείκτη ΜΑ/ΧΤ. Η μικρότερη τιμή του αντίστοιχου μέσου όρου ισούται με 3,18 ενώ η μικρότερη τιμή της διαμέσου ισούται με 2,89. Όσον αφορά στην ΑΙΚ, ο μέσος όρος ισούται με

τουλάχιστον 16,5% σε όλα τα έτη και η μικρότερη τιμή της διαμέσου ισούται με 13,6%.

Τα παραπάνω ευρήματα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η επίδοση των υγιών εταιριών ήταν ικανοποιητική σε όλα τα έτη. Αναφορικά με τις ετήσιες μεταβολές των δεικτών, προκύπτει ότι οι δείκτες ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ μειώνονται, σε ετήσια βάση, μετά το έτος 1. Ωστόσο, το μέγεθος των μειώσεων είναι περιορισμένο σε όλες τις περιπτώσεις (μόνο ο δείκτης ΜΑ/ΧΤ μειώνεται με διψήφιο ποσοστό) και η μοναδική σημαντική μείωση αφορά στο δείκτη ΜΑ/ΧΤ από το έτος 2 στο έτος 3 (κατά 27,4%). Σημειώνεται, επίσης, ότι οποιαδήποτε «χειροτέρευση» των δεικτών δεν καθιστά «προβληματική» την επίδοση των υγιών εταιριών σε κανένα έτος. Η δεύτερη σημαντική μεταβολή αφορά στο δείκτη ΜΑ/ΧΤ από το έτος 0 στο έτος 1 και συνίσταται σε αύξηση κατά 29,5%. Λαμβάνοντας υπόψη τη μη σημαντικότητα των ετήσιων μεταβολών στις περισσότερες περιπτώσεις και, ιδιαίτερα, το γεγονός ότι καμία μεταβολή από το έτος 0 στο έτος 3 δεν είναι σημαντική, συμπεραίνουμε ότι η επίδοση των υγιών εταιριών παραμένει σταθερή σε όλα τα έτη ανάλυσης.

7.3.2.4 Σύγκριση της επίδοσης ανάμεσα στις εταιρίες που παράκμασαν και τις υγιείς εταιρίες

Η ανάλυση των δύο προηγούμενων παραγράφων παρέχει σαφείς ενδείξεις για τη διαφορά μεταξύ των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με την επίδοσή τους. Στον πίνακα 7.9 που ακολουθεί παρουσιάζονται οι έλεγχοι σημαντικότητας της διαφοράς των δεικτών ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ μεταξύ των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και των υγιών εταιριών από το έτος 0 έως και το έτος 3.

Πίνακας 7.9 Διαφορές μέσου των ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ – Εταιρίες που παράκμασαν έναντι υγιών εταιριών

		Διαφορές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**
ΑΡ	**N**	35	36	38	41
	ΜΟ_Π	1,04	1,15	0,78	0,80
	ΜΟ_Υ	1,14	1,24	1,40	1,40
	ΔΠΥ	-0,11	-0,08	-0,62	-0,60
	T-SIG	0,369	0,615	0,000	0,000
ΜΑ/ΧΤ	**N**	29	28	30	30
	ΜΟ_Π	2,05	-0,79	-1,81	-2,10
	ΜΟ_Υ	4,43	7,02	4,39	3,30
	ΔΠΥ	-2,38	-7,81	-6,19	-5,40
	T-SIG	0,000	0,000	0,000	0,000
ΑΙΚ	**N**	40	42	30	28
	ΜΟ_Π	0,126	-0,007	-0,020	-0,069
	ΜΟ_Υ	0,172	0,181	0,172	0,161
	ΔΠΥ	-0,046	-0,188	-0,193	-0,230
	T-SIG	0,087	0,000	0,000	0,000

Από τον πίνακα 7.11 προκύπτει ότι οι διαφορές μεταξύ των δύο ομάδων εταιριών, αναφορικά με τους δείκτες ΑΡ, ΜΑ/ΧΤ και ΑΙΚ, είναι σημαντικές με εξαίρεση το δείκτη ΑΡ στα έτη 0 και 1 και το δείκτη ΑΙΚ στο έτος 0. Αναλυτικότερα, οι υγιείς εταιρίες διαθέτουν υψηλότερη ρευστότητα που, στα δύο τελευταία έτη της παρακμής, είναι, περίπου, διπλάσια της ρευστότητας των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή. Όσον αφορά στο δείκτη ΜΑ/ΧΤ, οι υγιείς εταιρίες εμφανίζουν υψηλότερες τιμές σε όλα τα έτη και η μεγαλύτερη διαφορά εντοπίζεται στο πρώτο έτος της παρακμής (έτος 1) όπου οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή εμφανίζουν αρνητικά ΜΑ και μόνιμες ζημίες (ΜΑ-ΧΤ< 0) ενώ οι υγιείς εταιρίες εμφανίζουν ΜΑ υψηλότερα κατά 7 φορές των ΧΤ. Παρόμοια συμπεράσματα, προκύπτουν για την ΑΙΚ. Ενώ πριν την παρακμή, στο έτος 0, η διαφορά ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών δεν είναι σημαντική, στην περίοδο της παρακμής (έτη 1, 2 και 3) οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή εμφανίζουν, κατά μέσο όρο, αρνητική ΑΙΚ ενώ η μέση ΑΙΚ των υγιών εταιριών κυμαίνεται μεταξύ 16,1% και 18,1%.

7.3.2.5 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για την επίδοση των εταιριών που παράκμασαν και την επίδοση των υγιών εταιριών

Η ανάλυση που προηγήθηκε καθιστά σαφές ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή διαφέρουν από τις υγιείς εταιρίες τόσο ως προς τα επίπεδα επίδοσης όσο και ως προς τις μεταβολές της. Πιο συγκεκριμένα, προκύπτει ότι, ενώ η επίδοση όλων των εταιριών θεωρείται ικανοποιητική πριν την παρακμή, οι εταιρίες που εισέρχονται σε παρακμή υπόκεινται σε σημαντική χειροτέρευση της επίδοσης ιδιαίτερα στο πρώτο έτος της περιόδου παρακμής. Αντίθετα, η μεταβολή της επίδοσης των υγιών εταιριών στην αντίστοιχη χρονική περίοδο είναι είτε μη σημαντική είτε θετική. Επιπρόσθετα, οι ετήσιες μεταβολές της επίδοσης είναι, με ελάχιστες εξαιρέσεις, μη σημαντικές για αμφότερες τις ομάδες εταιριών αλλά η επίδοση των υγιών εταιριών παραμένει υψηλότερη από την επίδοση των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή. Εξετάζοντας την επίδοση των εταιριών πριν από την παρακμή και στο τέλος αυτής προκύπτει ότι οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή υπόκεινται σε σημαντική και εκτεταμένη «χειροτέρευση» της επίδοσής τους ενώ, αντίθετα, η επίδοση των υγιών εταιριών δε διαφέρει σημαντικά από ανάμεσα στην έναρξη και τη λήξη της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Συνεπώς, οι διαφορές μεταξύ των δύο ομάδων εταιριών δεν είναι τυχαίες και προσφέρεται η απαραίτητη αιτιολόγηση της περαιτέρω

διερεύνησης των διαφορών μεταξύ των δύο ομάδων αναφορικά με το πλαίσιο εντός του οποίου λαμβάνει χώρα η παρακμή.

7.3.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΑΡΑΚΜΑΣΑΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΥΓΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

7.3.3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης

Στην παρούσα παράγραφο ασχολούμαστε με την καταγραφή και ανάλυση του Πλαισίου των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και των υγιών εταιριών με στόχο τον εντοπισμό διαφορών που ερμηνεύουν την παρακμή. Όσον αφορά στο δείγμα και τη μεθοδολογία ανάλυσης των συνεχών μεταβλητών, ισχύουν όσα αναφέρθηκαν στην παράγραφο 7.3.2.1. Εκτός των συνεχών μεταβλητών, εξετάζονται διχοτομικές μεταβλητές, δηλαδή μεταβλητές που λαμβάνουν την τιμή 1 ή 0 ανάλογα με τον αν εμφανίζεται ή όχι ένα χαρακτηριστικό ή ιδιότητα. Οι εν λόγω μεταβλητές αναλύονται ως εξής. Στην περίπτωση της ανά ομάδας εξέταση, καταγράφεται η αναλογία των εταιρών P(1) όπου η εκάστοτε διχοτομική μεταβλητή λαμβάνει την τιμή 1. Ακολούθως ελέγχεται αν P(1)= 0,5 για να διαπιστωθεί αν οι εταιρίες όπου εμφανίζεται το χαρακτηριστικό είναι λιγότερες, περισσότερες ή ίσες (σε πλήθος) με τις εταιρίες όπου δεν εμφανίζεται το χαρακτηριστικό. Ο εν λόγω έλεγχος πραγματοποιείται με το στατιστικό t. Το λογισμικό που χρησιμοποιείται (Statistical Package for Social Sciences, SPPS, 19) δεν παράγει «έτοιμα» αποτελέσματα για τον παραπάνω έλεγχο και, συνεπώς, αναφέρουμε την τιμή του στατιστικού t. Αν $|t|< 1,96$ η υπόθεση P(1)= 0,5 δεν απορρίπτεται και οι δύο προαναφερθείσες αναλογίες δε διαφέρουν σημαντικά. Αν $t> 1,96$ ($t< -1,96$) η αναλογία εταιριών με εμφάνιση του χαρακτηριστικού είναι σημαντικά μεγαλύτερη (μικρότερη) της αναλογίας εταιριών χωρίς εμφάνιση του χαρακτηριστικού. Επίσης, συμβολίζουμε με P(M) την αναλογία εταιριών με διαφορετική τιμή της εκάστοτε μεταβλητής ανάμεσα σε δύο χρονικές περιόδους και ελέγχουμε, με τον παραπάνω τρόπο, αν P(M)= 0. Αν $|t|< 1,96$, η P(M) μπορεί να υποτεθεί μηδενική. Αν $t> 1,96$, η P(M) δε μπορεί να θεωρηθεί μηδενική και προχωρούμε σε διερεύνηση των μεταβολών ελέγχοντας, για τις εταιρίες όπου υφίσταται μεταβολή, αν η αναλογία των εταιριών με μεταβολή τιμής από 0 σε 1 διαφέρει σημαντικά από την αναλογία εταιριών με μεταβολή τιμής από 1 σε 0. Η ερμηνεία του στατιστικού t πραγματοποιείται όπως αναφέρεται παραπάνω. Παρόμοια

μεθοδολογία εφαρμόζεται για τις αντίστοιχες συγκρίσεις ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών. Συμβολίζουμε με P(Π=Υ) την αναλογία εταιριών με ίδια τιμή για την εκάστοτε μεταβλητή και ελέγχουμε, με το στατιστικό t, αν η P(Π=Υ) διαφέρει σημαντικά από την τιμή 0,5. Η ερμηνεία του ελέγχου και η περαιτέρω διερεύνηση των διαφορών πραγματοποιείται με τον τρόπο που αναφέρθηκε παραπάνω. Σημειώνεται ότι ο εν λόγω έλεγχος εφαρμόζεται, εκτός των διχοτομικών μεταβλητών, σε μεταβλητές με διακριτές τιμές.

7.3.3.2 Επιλογή και περιγραφή των μεταβλητών Πλαισίου που εξετάζονται στην παρούσα έρευνα

Η επιλογή των μεταβλητών Πλαισίου που εξετάζονται στην παρούσα έρευνα στηρίζεται στις μεταβλητές που έχουν χρησιμοποιηθεί σε προγενέστερες παρόμοιες έρευνες. Πριν προχωρήσουμε στην περιγραφή των μεταβλητών πρέπει να αναφερθεί ότι κάποιοι παράγοντες δεν εξετάζονται, τουλάχιστον όχι άμεσα, εξαιτίας της αδυναμίας ποσοτικοποίησής τους. Ο εν λόγω αποκλεισμός αφορά, κυρίως, στις αιτίες-προβλήματα[1] της παρακμής διότι, όπως προκύπτει από τη σχετική εξέταση στην παράγραφο 4.3.3, κάποιοι παράγοντες, πχ η αδυναμία λήψης αποφάσεων (εσωτερική αιτία) και η έλλειψη υποστήριξης από το δίκτυο της εταιρίας (εξωτερική αιτία), δεν επιδέχονται αντικειμενικής ποσοτικοποίησης, δηλαδή μη αμφισβητήσιμης μέτρησης. Σημειώνεται ότι η αποδεκτή μέτρηση δεν πρέπει να συγχέεται με την αποδοχή των μεταβλητών που επιλέγονται για την ποσοτικοποίηση των παραγόντων των Πλαισίου. Για παράδειγμα, κάποιος ερευνητής ενδέχεται να διαφωνεί με τη χρήση τη μεταβλητής «αξία ενεργητικού» ως μεταβλητή του εταιρικού μεγέθους και να προτιμά τη μεταβλητή «πλήθος εργαζομένων». Σε αυτήν την περίπτωση η διαφωνία αφορά στο ποια μεταβλητή κρίνεται καταλληλότερη και όχι στον τρόπο του μαθηματικού υπολογισμού (μέτρησης) των μεταβλητών. Αντίθετα, δεν υφίσταται επιχείρημα, εκτός της υποκειμενικής κρίσης, για το αν και κατά πόσο ένα διοικητικό στέλεχος έχει «ικανότητα λήψης αποφάσεων». Η προαναφερθείσα αδυναμία ευθύνεται για την έλλειψη ποσοτικής ανάλυσης των αιτιών παρακμής μέσω εμπειρικών ερευνών μεγάλου δείγματος και την επικέντρωση σε περιγραφικές μελέτες περιπτώσεων. Ωστόσο, η μεθοδολογική προσέγγιση που υιοθετείται στις μελέτες περιπτώσεων διαφέρει σημαντικά από την αντίστοιχη προσέγγιση των

[1] Βλ. παράγραφο 4.3.1 για τη διάκριση των δύο όρων και την επιχειρηματολογία της θεώρησης κάποιου παράγοντα ως «αιτία» ή «πρόβλημα».

εμπειρικών ερευνών μεγάλου δείγματος όπως η παρούσα έρευνα. Κατά συνέπεια, η παρούσα έρευνα εστιάζει στις αιτίες παρακμής που επιδέχονται ποσοτικοποίησης όπως, για παράδειγμα, ο ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων (ζήτησης) του κλάδου και του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος. Στη συνέχεια της ανάλυσης παρατίθεται η περιγραφή των μεταβλητών Πλαισίου, σχόλια για την τεκμηρίωση της επιλογής κάθε μεταβλητής (βιβλιογραφική υποστήριξη) και οι πηγές άντλησης των απαιτούμενων δεδομένων. Σε κάθε μεταβλητή το σύμβολο «_t» συνιστά δείκτη έτους.

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ: ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ*

ΤΙΤΛΟΣ	ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ	ΤΥΠΟΣ	ΠΗΓΗ
Ανάπτυξη	**ΑΝΑ_t**	$(ΑΕΠ_t - ΑΕΠ_{t-1}) / ΑΕΠ_{t-1}$	Παγκόσμια Τράπεζα
Ανεργία	**ΑΝΕ_t**	$ΠΑ_t / ΕΔ_t$	Παγκόσμια Τράπεζα

ΑΕΠ ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε σταθερές τιμές 2000 ($)
ΠΑ πλήθος ανέργων
ΕΔ εργατικό δυναμικό

Θεωρητικά, η πτώση του ρυθμού ανάπτυξης και η αύξηση της ανεργίας συνιστούν ενδείξεις οικονομικής ύφεσης που αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά την επίδοση της εταιρίας. Τα ευρήματα εμπειρικών ερευνών, όμως, υποδεικνύουν ότι η επίδραση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στην εταιρική επίδοση είναι μη σημαντική (βλ. παράγραφο 4.8.3). Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 4.8.3, η επιρροή του μακροοικονομικού περιβάλλοντος αναμένεται σημαντική όταν εξετάζονται εταιρίες από διαφορετικές χρονικές περιόδους ή, πιο ορθά, όταν πιθανολογείται ότι οι εταιρίες που εξετάζονται αντιμετωπίζουν διαφορετικές συνθήκες μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Θεωρούμε ότι το παραπάνω ενδεχόμενο δε μπορεί να αποκλειστεί εκ των προτέρων δεδομένου ότι το χρονικό εύρος του δείγματος της παρούσας εργασίας ισούται με 15 έτη. Ο υπολογισμός της μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος σε σταθερές τιμές, ως μέτρο ανάπτυξης, υποδεικνύεται από τους Dawley et al. (2002). Η εξέταση της ανεργίας βασίζεται, αρχικά, στη σχέση της με το εισόδημα των καταναλωτών. Αναλυτικότερα, αναμένουμε ότι το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας συνδέεται αρνητικά με την εταιρική επίδοση εξαιτίας του πτωτικού αποτελέσματος στη συνολική ζήτηση. Ωστόσο, η αύξηση του ποσοστού ανεργίας ενισχύει τη διαπραγματευτική δύναμη των εταιριών (εργοδότες) παρέχοντας δυνατότητα μείωσης του κόστους εργασίας. Συνολικά, η

αρνητική επίπτωση της αύξησης της ανεργίας αναμένεται ισχυρότερη δεδομένου ότι, στην Ελλάδα, το κόστος εργασίας θεωρείται, τουλάχιστον, δύσκαμπτο.

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΚΛΑΔΟΣ: ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ*

ΤΙΤΛΟΣ	ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ	ΤΥΠΟΣ	ΠΗΓΗ
Ζήτηση	**MZ_t**	$(ΠΚ_t - ΠΚ_{t-1}) / ΠΚ_{t-1}$	Hellastat
Ανταγωνισμός	**ANT_t**	$Π5_t / ΠΚ_t$	Hellastat

ΠΚ πωλήσεις κλάδου (4ψήφια ΣΤΑΚΟΔ) (€)
Π5 πωλήσεις των 5 εταιριών με τις υψηλότερες πωλήσεις στον κλάδο (€)

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 4.3.2.2, η ζήτηση και ο ανταγωνισμός συνιστούν χαρακτηριστικά του άμεσου εξωτερικού περιβάλλοντος (κλάδου). Η πτώση της ζήτησης και η όξυνση του ανταγωνισμού θεωρούνται εκ των βασικότερων αιτιών της παρακμής και τα ευρήματα των προγενέστερων εμπειρικών ερευνών υποδεικνύουν ότι αμφότερες οι μεταβλητές συνδέονται αρνητικά με την εταιρική επίδοση και θετικά με την παρακμή. Ως κλάδος λειτουργίας ορίζεται ο κλάδος με τετραψήφιο κωδικό ΣΤΑΚΟΔ (Στατιστική Ταξινόμηση Κλάδων Οικονομικής Δραστηριότητας) στον οποίο πραγματοποιείται το μεγαλύτερο μέρος των πωλήσεων της εταιρίας. Το κριτήριο του ενός κλάδου εγείρει, ενδεχομένως, επιφυλάξεις για την ορθότητα της συγκεκριμένης επιλογής καθώς οι εταιρίες λειτουργούν, συνήθως, σε περισσότερους του ενός κλάδους για λόγους που αναφέρθηκαν σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 4.6.4.3). Ωστόσο, κατά την καταγραφή των σχετικών δεδομένων παρατηρήθηκε ότι οι περισσότερες εταιρίες που εξετάζουμε λειτουργούν σε περιορισμένο πλήθος κλάδων και πραγματοποιούν το 75% των πωλήσεών τους σε ολιγάριθμους κλάδους.

Όσον αφορά στην επιλογή του τετραψήφιου κωδικού, σημειώνουμε ότι η χρήση τριψήφιων κωδικών απορρίφθηκε εξαιτίας των σημαντικών διαφορών μεταξύ κάποιων δραστηριοτήτων που εμπίπτουν στον ίδιο τριψήφιο κωδικό. Για παράδειγμα, ο κωδικός 221 αφορά στις «εκδόσεις βιβλίων, εφημερίδων, περιοδικών και προεγγεγραμμένων μέσων εγγραφής ήχου» και περιλαμβάνει τους 221.1 «έκδοση βιβλίων» και 221.2 «έκδοση εφημερίδων». Αν και αμφότεροι οι τετραψήφιοι κωδικοί αφορούν σε εκδόσεις, η έκδοση βιβλίων διαφέρει σημαντικά από την έκδοση εφημερίδων διότι τα βιβλία, σε σχέση με τις εφημερίδες, ικανοποιούν διαφορετικές ανάγκες (πχ ψυχαγωγία έναντι ενημέρωσης), χρησιμοποιούν διαφορετικά κανάλια διανομής (πχ βιβλιοπωλεία έναντι περιπτέρων) κ.ο.κ. Κρίνεται, επίσης, σκόπιμο να

παραθέσουμε ένα σύντομο σχόλιο για τον υπολογισμό της μεταβλητής ANT_t. Αν και ο ανταγωνισμός εξετάζεται συχνά ως μεταβλητή, δεν υπάρχουν εκτεταμένες αναφορές στον τρόπο υπολογισμού του (ποσοτικοποίηση). Από την ανάλυση της παραγράφου 4.3.2.2 προκύπτει ότι η εν λόγω μεταβλητή εκφράζεται συναρτήσει του μεριδίου αγοράς ή του πλεονεκτήματος κόστους. Είναι προφανές ότι το «μερίδιο αγοράς» περικλείει την έννοια της συγκέντρωσης ενώ το «πλεονέκτημα» στηρίζεται στη σύγκριση εταιριών σε επίπεδο κόστους. Συνεπώς, η ποσοτικοποίηση του ανταγωνισμού πρέπει να αποτυπώνει είτε τη συγκέντρωση αγοράς είτε το πλεονέκτημα κόστους των ανταγωνιστών της εταιρίας (αν υφίσταται). Λαμβάνοντας υπόψη ότι κάποιοι κλάδοι περιλαμβάνουν χιλιάδες εταιρίες, είναι αντιληπτό ότι, σε επίπεδο εμπειρικής έρευνας, είναι πρακτικά αδύνατο να υπολογιστεί το πλήθος των εταιριών που πλεονεκτούν έναντι κάποιας συγκεκριμένης εταιρίας σε όρους κόστους. Κατά συνέπεια, επιλέχθηκε η προσέγγιση του ανταγωνισμού σε επίπεδο συγκέντρωσης της αγοράς. Ελλείψει σχετικού «κανόνα», το κριτήριο που επιλέχθηκε, δηλαδή το μερίδιο αγοράς των 5 «ηγέτιδων» εταιριών σε όρους πωλήσεων, διέπεται, προφανώς, από υποκειμενικότητα.

Η MZ_t υπολογίζεται σύμφωνα με τους Dawley et al. (2002). Σημειώνεται ότι το υψηλό ποσοστών ελλειπουσών τιμών (missing values), ιδιαίτερα για τη MZ_t, οφείλεται σε πέντε λόγους: α) η βάση δεδομένων που χρησιμοποιείται καλύπτει την περίοδο από το 2000 και, συνεπώς, οι υπολογισμοί που περιλαμβάνουν τα έτη 1995-1999 είναι αδύνατοι, β) στη βάση δεδομένων εμφανίζονται «κενοί» κλάδοι, δηλαδή κλάδοι χωρίς πληροφόρηση για τις πωλήσεις, γ) δεν κατέστη δυνατός ο εντοπισμός του τετραψήφιου κλάδου λειτουργίας της εταιρίας εξαιτίας της μη αναφοράς της σχετικής πληροφόρησης στις σημειώσεις των λογιστικών καταστάσεων, δ) ο υπολογισμός της MZ_t απαιτεί διαθέσιμα δεδομένα για δύο διαδοχικά έτη και, κατά συνέπεια, είναι αδύνατος όταν τα απαιτούμενα δεδομένα δεν είναι διαθέσιμα για κάποιο έτος και ε) παρατηρούνται αλλαγές κλάδου για κάποιες εταιρίες με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατός ο υπολογισμός της MZ_t. Επίσης, σε τρεις κλάδους λειτουργούν περισσότερες από 1.000 εταιρίες. Σε αυτές τις περιπτώσεις λαμβάνονται υπόψη οι πρώτες 1.000 μεγαλύτερες εταιρίες βάσει αξίας ενεργητικού.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ: ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ*

ΤΙΤΛΟΣ	ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ	ΤΥΠΟΣ[2]	ΠΗΓΗ
Σοβαρότητα Κατάστασης	**ΣΚ_t**	$\Pi\Omega\Lambda_t /(K\Pi_t + \Lambda E_t + XT_t - A\Sigma_t)$	Ισολογισμοί

ΠΩΛ πωλήσεις και άλλα έσοδα εκμετάλλευσης (€)
ΚΠ κόστος πωληθέντων (€)
ΛΕ έξοδα διοίκησης, διάθεσης, έρευνας και ανάπτυξης (€)
ΧΤ χρεωστικοί τόκοι
ΑΣ αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος (€)

Ο συγκεκριμένος παράγοντας αναλύθηκε στην ενότητα 4.4. Υπενθυμίζεται ότι η «δημοφιλέστερη» ποσοτικοποίηση της σοβαρότητας της κατάστασης στηρίζεται στον υπολογισμό του νεκρού σημείου και της πιθανότητας χρηματοοικονομικής δυσπραγίας μέσω διάφορων σχετικών υποδειγμάτων πρόβλεψης. Ωστόσο, αμφότερες οι μέθοδοι παρουσιάζουν αδυναμίες που αναλύθηκαν εκτενώς στην ενότητα 4.4. Ο Hofer (1980) υποστηρίζει ότι οι παραπάνω αδυναμίες αντιμετωπίζονται, σε κάποιο βαθμό, με τον υπολογισμό του νεκρού σημείου σε ταμειακή βάση. Κατά συνέπεια, η ΣΚ_t αντιπροσωπεύει, προσεγγιστικά, το ποσοστό των τρεχουσών πωλήσεων ως ποσοστό των πωλήσεων που απαιτούνται για την επίτευξη του ταμειακού νεκρού σημείου. Υποθέτοντας ότι όλες οι συναλλαγές πραγματοποιούνται τοις μετρητοίς, η εταιρία εισπράττει μετρητά από τις πωλήσεις και καταβάλει μετρητά για το κόστος των πωληθέντων προϊόντων ή προσφερόμενων υπηρεσιών, τα λειτουργικά έξοδα και τους χρεωστικούς τόκους. Σημειώνεται ότι άλλες κατηγορίες εσόδων-εξόδων, όπως οι πιστωτικοί τόκοι και τα έξοδα αναδιοργάνωσης, αποκλείστηκαν εξαιτίας του μη μόνιμου χαρακτήρα τους. Είναι προφανές ότι η ΣΚ_t παρουσιάζει υπολογιστικές ομοιότητες με τη μεταβλητή της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ΑΙΚ). Οι εν λόγω ομοιότητες αναμένεται να μην επηρεάσουν σημαντικά την περαιτέρω ανάλυση, πχ λόγω συσχέτισης των δύο μεταβλητών, διότι η ΑΙΚ προκύπτει αφού ληφθούν υπόψη ο φορολογικός συντελεστής και τα ίδια κεφάλαια. Αντίθετα, η ΣΚ_t υπολογίζει το πόσο «απέχει» η εταιρία από την κάλυψη όλων των μόνιμων εξόδων μέσω της λειτουργίας της χωρίς να λαμβάνονται υπόψη ζητήματα απόδοσης της επένδυσης. Όσον αφορά στα λογιστικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται, οι πωλήσεις

[2] Σύμβολα: t δείκτης έτους, ΠΚ πωλήσεις (€) κλάδου (4ψήφια ΣΤΑΚΟΔ), Π5 πωλήσεις (€) των 5 εταιριών με τις υψηλότερες πωλήσεις στον κλάδο, ΑΕΠ ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε σταθερές τιμές 2000 ($), ΠΑ πλήθος ανέργων, ΕΔ εργατικό δυναμικό, ΠΩΛ πωλήσεις και άλλα έσοδα εκμετάλλευσης (€), ΚΠ κόστος πωληθέντων (€), ΛΕ έξοδα διοίκησης, διάθεσης, έρευνας και ανάπτυξης (€), ΧΤ χρεωστικοί τόκοι, ΑΣ αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος (€), ΟΜ ομολογιακά δάνεια (€),ΜΤ μακροχρόνια τραπεζικά δάνεια (€), ΒΤ βραχυχρόνια τραπεζικά δάνεια (€),ΒΥ βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (€), ΟΔ οφειλές προς Δημόσιο για φόρους-τέλη και ασφαλιστικούς οργανισμούς (€), ΟΛ οφειλές προς λοιπούς προμηθευτές και πιστωτές (€), ΙΚ ίδια κεφάλαια (€), ΠΦΜ ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν τα φυσικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι, ΠΘΜ ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν τα θεσμικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι, ΠΝΜ ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν τα νομικά και μη θεσμικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι, ΦΜ πλήθος φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων, ΘΜ πλήθος θεσμικών προσώπων μεγαλομετόχων, ΝΜ πλήθος νομικών και μη θεσμικών προσώπων μεγαλομετόχων, ΣΜ σύνολο μεγαλομετόχων, ΕΝΕ ενεργητικό (€), ΕΡΓ πλήθος εργαζομένων, ΚΠΕ καθαρές ενσώματες ακινητοποιήσεις και συμμετοχές (€), ΡΚΕ κυκλοφορούν ενεργητικό εκτός των μη άμεσα ρευστοποιήσιμων αποθεμάτων (€), ΕΞ υποθήκες, προσημειώσεις και, γενικά, εμπράγματα βάρη (€), ΜΙ μετρητά και ισοδύναμα μετρητών (€),ΑΑΕΑ αποσβεσμένη αξία ενσώματων ακινητοποιήσεων, ΑΚΕΑ αξία κτήσης ενσώματων ακινητοποιήσεων (€), ΑΠΑΙ απαιτήσεις (€).

περιλαμβάνουν τα άλλα έσοδα εκμετάλλευσης και οι αποσβέσεις αφαιρούνται από τα έξοδα διότι δεν απαιτούν εκροή μετρητών.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ: ΠΙΣΤΩΤΕΣ*

ΤΙΤΛΟΣ	ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ	ΤΥΠΟΣ	ΠΗΓΗ
Πιστωτές	**ΠΙΣ1_t**	$(OM_t + MT_t + BT_t)/(OM_t + MT_t + BY_t)$	Ισολογισμοί
	ΠΙΣ2_t	$O\Delta_t/(OM_t + MT_t + BY_t)$	Ισολογισμοί
	ΠΙΣ3_t	$O\Lambda_t/(OM_t + MT_t + BY_t)$	Ισολογισμοί
	ΠΙΣ4_t	BT_t / BY_t	Ισολογισμοί
	ΠΙΣ5_t	$IK_t/(OM_t + MT_t + BY_t)$	Ισολογισμοί

ΟΜ ομολογιακά δάνεια (€)
ΜΤ μακροχρόνια τραπεζικά δάνεια (€)
ΒΤ βραχυχρόνια τραπεζικά δάνεια (€)
ΒΥ βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (€)
ΟΔ οφειλές προς Δημόσιο για φόρους-τέλη και ασφαλιστικούς οργανισμούς (€)
ΟΛ οφειλές προς λοιπούς προμηθευτές και πιστωτές (€)
ΙΚ ίδια κεφάλαια (€),

Το ζήτημα των πιστωτών εξετάστηκε αναλυτικά στην ενότητα 4.5. Στόχος των πέντε μεταβλητών είναι να «συλλάβουν» την επιρροή των πιστωτών με διαφορετικά χαρακτηριστικά (ΠΙΣ1_t έως ΠΙΣ4_t) και την επιρροή του μίγματος χρηματοδότησης στην παρακμή. Αναλυτικότερα, η ΠΙΣ1_t υπολογίζεται σύμφωνα με τον τύπο που προτείνει ο Donoher (2004) και αφορά στους ομολογιούχους και τις εμπορικές τράπεζες που, λογικά, διαθέτουν εγγυήσεις για την πίστωση που παρέχουν και τεχνογνωσία διάγνωσης της χρηματοοικονομικής ευρωστίας της εταιρίας. Η ΠΙΣ2_t αντιπροσωπεύει τη συμμετοχή του Δημοσίου στις υποχρεώσεις της εταιρίας διότι η ασυνέπεια προς τον εν λόγω πιστωτή συνεπάγεται κυρώσεις (πρόστιμα) για την εταιρία και αδυναμία διεξαγωγής ορισμένων συναλλαγών[3]. Η ΠΙΣ3_t αφορά στους εμπορικούς πιστωτές (προμηθευτές και λοιποί) που, συνήθως, δε διαθέτουν τη διαπραγματευτική δύναμη των ομολογιούχων, των εμπορικών τραπεζών ή του Δημοσίου. Ο τρόπος υπολογισμού των μεταβλητών ΠΙΣ2_t και ΠΙΣ3_t στηρίζεται στην προσέγγιση του Easterwood (1998) που προτείνει την έκφραση του μη διαπραγματεύσιμου χρέους, όπως οι οφειλές προς το Δημόσιο και τους προμηθευτές, ως ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων. Η ΠΙΣ4_t ισούται με το ποσοστό των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων που παρέχεται από τις εμπορικές τράπεζες, δηλαδή των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων που μπορούν να θεωρηθούν, σε κάποιο βαθμό, ενέγγυες. Η επιλογή της εν λόγω μεταβλητής στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι εταιρίες που δε

[3] Για παράδειγμα, η συμμετοχή σε διαγωνισμούς προμηθειών του Δημοσίου προϋποθέτει την προσκόμιση φορολογικής και ασφαλιστικής ενημερότητας.

δύνανται να αντλήσουν άτοκη βραχυχρόνια χρηματοδότηση, πχ μέσω επέκτασης της πίστωσης των προμηθευτών, «αναγκάζονται» να καταβάλλουν αντίτιμο για τη βραχυχρόνια χρηματοδότησή τους. Τέλος, η ΠΙΣ5_t χρησιμοποιείται για την εξέταση της συνολικής επιρροής της χρηματοδότησης με ξένα κεφάλαια. Όσον αφορά στο σχετικό υπολογισμό, επιλέξαμε τη χρήση των ιδίων κεφαλαίων ως αριθμητή για να αποφύγουμε πιθανή σύγχυση από τις αρνητικές τιμές των ιδίων κεφαλαίων. Αναλυτικότερα, η ΠΙΣ5_t είναι μικρότερη της μονάδας όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα του συνόλου των υποχρεώσεων. Αντίθετα, αν θέσουμε τα ίδια κεφάλαια στον παρονομαστή, η ΠΙΣ5_t λαμβάνει τιμές μικρότερες της μονάδας όχι μόνο όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα του συνόλου των υποχρεώσεων αλλά και όταν λαμβάνουν αρνητικές τιμές. Προφανώς, οι δύο περιπτώσεις ερμηνεύονται εντελώς διαφορετικά.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ*

ΤΙΤΛΟΣ	ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ	ΤΥΠΟΣ	ΠΗΓΗ
Ιδιοκτησιακά Χαρακτηριστικά	**ΙΔ1_t**	1: $ΠΦΜ_t > ΠΘΜ_t + ΠΝΜ_t$ 0: Διαφορετικά	ΧΑΑ
	ΙΔ2_t	1: $ΠΘΜ_t > ΠΦΜ_t + ΠΝΜ_t$ 0: Διαφορετικά	ΧΑΑ
	ΙΔ3_t	1: $ΠΝΜ_t > ΠΦΜ_t + ΠΘΜ_t$ 0: Διαφορετικά	ΧΑΑ
	ΙΔ4_t	$ΦΜ_t$	ΧΑΑ
	ΙΔ5_t	$ΘΜ_t$	ΧΑΑ
	ΙΔ6_t	$ΝΜ_t$	ΧΑΑ
	ΙΔ7_t	$ΣΜ_t$	ΧΑΑ
	ΙΔ8_t	1: Μεταβολή ελέγχου από t-1 σε t 0: Διατήρηση ελέγχου από t-1 σε t	

ΠΦΜ ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν τα φυσικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι
ΠΘΜ ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν τα θεσμικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι
ΠΝΜ ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου που κατέχουν τα νομικά και μη θεσμικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι
ΦΜ πλήθος φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων
ΘΜ πλήθος θεσμικών προσώπων μεγαλομετόχων
ΝΜ πλήθος νομικών και μη θεσμικών προσώπων μεγαλομετόχων
ΣΜ σύνολο μεγαλομετόχων,

Το θέμα των ιδιοκτησιακών χαρακτηριστικών αναλύθηκε εκτενώς στην παράγραφο 4.6.2.1. Εκ των βασικών ζητημάτων είναι η παρουσία και η ισχύς, σε όρους ελέγχου του μετοχικού κεφαλαίου, των φυσικών και θεσμικών προσώπων. Για λόγους που οφείλονται στην πηγή συλλογής των απαιτούμενων δεδομένων (ΧΑΑ), η εξέταση των ιδιοκτησιακών χαρακτηριστικών επικεντρώνεται στους μεγαλομετόχους, δηλαδή τους μετόχους που κατέχουν τουλάχιστον 5% των δικαιωμάτων ψήφου. Οι μέτοχοι κατατάσσονται σε 3 ομάδες: α) φυσικά πρόσωπα, β) θεσμικά πρόσωπα και γ) νομικά αλλά μη θεσμικά πρόσωπα. Θεωρούμε θεσμικά πρόσωπα τις τράπεζες και τις ασφαλιστικές και επενδυτικές εταιρίες. Στις περιπτώσεις όπου δεν είναι σαφές αν

κάποιο νομικό πρόσωπο είναι θεσμικό ή μη, η εξακρίβωση βασίζεται σε αναζήτηση στο Διαδίκτυο για την άντληση της απαιτούμενης πληροφόρησης. Όπου η σχετική εξακρίβωση ήταν αδύνατη, υποθέτουμε ότι το νομικό πρόσωπο δεν είναι θεσμικό. Σημειώνεται, επίσης, ότι το ποσοστό ψήφων που κατέχει οποιοσδήποτε μέτοχος ισούται με το άθροισμα του άμεσου και έμμεσου ποσοστού του. Για παράδειγμα, αν ο Α (φυσικό πρόσωπο) κατέχει 10% των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρίας Β (άμεσο ποσοστό) και ελέγχει, επίσης, την εταιρία Γ που κατέχει 10% των δικαιωμάτων ψήφου της Β (έμμεσο ποσοστό), τότε το ποσοστό του Α ισούται με 20%. Τονίζεται, ακόμη, ότι τα συγγενικά πρόσωπα λογίζονται ως ένα φυσικό πρόσωπο και το αντίστοιχο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου ισούται με το άθροισμα των ατομικών ποσοστών των συγγενικών προσώπων[4]. Οι μεταβλητές ΙΔ1_t, ΙΔ2_t και ΙΔ3_t παρέχουν πληροφόρηση για τον «τύπο» μεγαλομετόχων που κατέχουν την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου. Θεωρούμε ότι οι μέτοχοι που κατέχουν την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου κατέχουν, επίσης, τον απόλυτο έλεγχο του μετοχικού κεφαλαίου. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, τα ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου προκύπτουν από την πληροφόρηση για τους μετόχους με άνω του 5% δικαιωμάτων έκαστος. Συνεπώς, για να θέσουμε το συνολικό ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου ίσο με 100%, εκφράζουμε το ποσοστό κάθε μεγαλομετόχου ως πηλίκο του ατομικού ποσοστού του και του ποσοστού που κατέχεται από τους μεγαλομετόχους συνολικά. Για παράδειγμα, αν τα δικαιώματα ψήφου που κατέχονται από τους μεγαλομετόχους ισούνται με 50% και ο κάποιος μεγαλομέτοχος κατέχει ποσοστό 20% τότε το ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου του εν λόγω μεγαλομετόχου ισούται με 20%/ 50%= 40%. Η εν λόγω «αναμόρφωση» πραγματοποιείται για να αποφύγουμε την επιρροή του ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου που δεν ανήκει σε μεγαλομετόχους. Σημειώνεται, επίσης, ότι, σε προγενέστερες έρευνες, πχ Bethel and Liebeskind (1993), η διαπραγματευτική ισχύς ορίζεται ως το ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου του εκάστοτε τύπου μεγαλομετόχων δια το συνολικό ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου των μεγαλομετόχων συνολικά. Ωστόσο, η χρήση συνεχούς μεταβλητής κρίνεται ακατάλληλη επειδή τα στατιστικά μέτρα, όπως ο μέσος όρος, ενδέχεται να οδηγήσουν σε παραπλανητικά συμπεράσματα. Για να εξηγήσουμε, υποθέτουμε ότι σε ένα δείγμα 11 εταιριών καταγράφουμε τα ακόλουθα:

[4] Ως συγγενικά πρόσωπα ορίζονται τα φυσικά πρόσωπα με το ίδιο επώνυμο. Αν και οι εσφαλμένοι υπολογισμοί λόγω συνωνυμίας κάποιων φυσικών προσώπων δε μπορούν να αποκλειστούν εκ των προτέρων, θεωρούμε μάλλον απίθανο να επηρεάσουν σημαντικά τα σχετικά αποτελέσματα.

	Ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου		
Εταιρία	Φυσικά πρόσωπα	Θεσμικά πρόσωπα	Νομικά πρόσωπα
1	0	40	60
2	0	10	90
3	51	20	29
4	51	30	19
5	51	30	19
6	51	35	14
7	51	0	49
8	51	0	49
9	51	0	49
10	51	0	49
11	51	0	49
Μέσος όρος	41,7≈ 42	15	43,3≈ 43

Σύμφωνα με τα παραπάνω, συμπεραίνουμε ότι, κατά μέσο όρο: α) καμία ομάδα μεγαλομετόχων δεν κατέχει τον απόλυτο έλεγχο διότι 42, 15, 43< 50, β) τα νομικά πρόσωπα ελέγχουν την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου διότι 43> 42> 15 και γ) η απόκτηση του ελέγχου απαιτεί τη σύμπραξη τουλάχιστον δύο ομάδων διότι 42< 15+ 43, 15< 42+ 43 και 43< 42+ 15. Ωστόσο, είναι προφανές ότι τα παραπάνω συμπεράσματα απέχουν από την πραγματικότητα. Πιο συγκεκριμένα, είναι ξεκάθαρο ότι στο 82% (= 9/11) των εταιριών τα φυσικά πρόσωπα κατέχουν τον πλήρη έλεγχο και η «σύμπραξη» μεταξύ θεσμικών και νομικών προσώπων δε δύναται να μεταβάλει την εν λόγω κατάσταση. Στη συνέχεια της ανάλυσης, εκτός των αναφορών στις αναλογίες εταιριών με άσκηση πλήρους ελέγχου από διαφορετικές ομάδες μεγαλομετόχων, θα αναφέρουμε, όπου κρίνεται σκόπιμο, στοιχεία για τα ακριβή ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει κάθε ομάδα μεγαλομετόχων. Όσον αφορά στις μεταβλητές ΙΔ4_t, ΙΔ5_t και ΙΔ6_t η χρήση τους αποσκοπεί στην αποτύπωση των διαφορετικών «απόψεων» υπό την έννοια του πλήθους των μεγαλομετόχων θεωρώντας ότι η συμφωνία απόψεων είναι πιθανότερη όταν υφίστανται λιγότεροι μεγαλομέτοχοι. Σε επίπεδο εμπειρικών ερευνών, παρόμοιες μεταβλητές εξετάζονται, ενδεικτικά, από τη Daily (1995). Πρέπει να σημειωθεί ότι, για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας, η εξέταση του πλήθους μεγαλομετόχων κάποιας ομάδας κρίνεται ουσιώδης όταν η εν λόγω ομάδα δύναται να επηρεάσει τον έλεγχο της εταιρίας, πχ υπό την απουσία μεγαλομετόχου που ασκεί τον πλήρη έλεγχο. Τονίζεται, ωστόσο, ότι η επιρροή της εκάστοτε ομάδας μεγαλομετόχων δεν εξαρτάται αποκλειστικά από το αν ασκεί απόλυτο έλεγχο καθώς η κατοχή δικαιωμάτων ψήφου από συγκεκριμένους μεγαλομετόχους, πχ θεσμικούς, προσφέρει, μεταξύ άλλων, γνώσεις, εμπειρία, σηματοδότηση θετικών προοπτικών της εταιρίας κ.ο.κ (βλ. παράγραφο 4.6.2.1). Η μεταβλητή ΙΔ7_t χρησιμοποιείται ως μέτρο της έκτασης των απόψεων ή

συμφερόντων που εκφράζουν συνολικά οι μεγαλομέτοχοι. Τέλος, η μεταβλητή ΙΔ8_t χρησιμοποιείται για να αποτυπωθεί πιθανή αλλαγή στον έλεγχο των δικαιωμάτων ψήφου. Τέτοιες μεταβολές προκύπτουν κατόπιν αποχώρησης υφιστάμενων ή εισόδου νέων μετόχων, αύξησης ή μείωσης του ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου των υφιστάμενων μετόχων και μεταβολής των «συνασπισμών» που απαιτούνται για την απόκτηση του ελέγχου του μετοχικού κεφαλαίου. Μία ενδεικτική περίπτωση μεταβολής ελέγχου αφορά στη «DIONIC». Το 2007 τα δικαιώματα ψήφου κατέχονταν πλήρως από ένα φυσικό πρόσωπο, έστω Α[5]. Το 2008 οι Β και Γ (νέοι μέτοχοι) απέκτησαν 30% δικαιώματα ψήφου έκαστος μειώνοντας, έτσι, το ποσοστό του Α σε 40%. Συνεπώς, ο Α απώλεσε τον πλήρη έλεγχο διότι οι νέοι μέτοχοι διέθεταν τη δυνατότητα, μετά από μεταξύ τους «συνασπισμό», να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρίας δεδομένου ότι το αθροιστικό ποσοστό δικαιωμάτων ψήφων που κατείχαν υπερέβαινε το ποσοστό του Α.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ*

ΤΙΤΛΟΣ	ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ	ΤΥΠΟΣ	ΠΗΓΗ
Διοικητικά Χαρακτηριστικά	**ΔΔΣ_t**	1: Διευθύνων Σύμβουλος ≡ Πρόεδρος 0: Διευθύνων Σύμβουλος ≠ Πρόεδρος	ΦΕΚ
	ΑΛΔΣ_t	1: Αντικατάσταση Διευθύνοντος Συμβούλου 0: Διατήρηση Διευθύνοντος Συμβούλου	ΦΕΚ
	ΑΛΠΡ_t	1: Αντικατάσταση Προέδρου 0: Διατήρηση Προέδρου	ΦΕΚ

Τα ζητήματα των διοικητικών χαρακτηριστικών αναλύθηκαν στην παράγραφο 4.6.2.2. Μεταξύ των «δημοφιλέστερων» θεμάτων που εξετάζονται στις εμπειρικές έρευνες συγκαταλέγεται η ταύτιση (δυαδικότητα) ή μη διευθύνοντος δυμβούλου και προέδρου του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας. Η ταύτιση θεωρείται, επίσης, αιτία της παρακμής όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 4.3.2.1. Όσον αφορά στην ποσοτικοποίηση της εν λόγω μεταβλητής, ο «κανόνας» υποδεικνύει τη χρήση διχοτομικής μεταβλητής που λαμβάνει την τιμή 1 όταν ο διευθύνων σύμβουλος διατηρεί, επίσης, τη θέση του προέδρου και την τιμή 0 σε διαφορετική περίπτωση. Στην παρούσα έρευνα η αντίστοιχη μεταβλητή είναι η ΔΔΣ_t. Εκτός της δυαδικότητας, εξετάζουμε την αντικατάσταση των προσώπων που κατέχουν τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου ως ένδειξη διοικητικής σταθερότητας και εμπιστοσύνης των μετόχων προς τα εν λόγω στελέχη. Η ποσοτικοποίηση των σχετικών μεταβλητών είναι όμοια με αυτήν της ΔΔΣ_t. Πιο συγκεκριμένα, οι

[5] Τα στοιχεία ταυτότητας δεν αναφέρονται για ευνόητους λόγους.

μεταβλητές ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t λαμβάνουν την τιμή 1 όταν υφίσταται, αντίστοιχα, αντικατάσταση των προσώπων και την τιμή 0 σε διαφορετική περίπτωση.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΓΕΘΟΣ, ΠΛΕΟΝΑΖΟΝΤΕΣ ΠΟΡΟΙ, ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑΣ*

ΤΙΤΛΟΣ	ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ	ΤΥΠΟΣ	ΠΗΓΗ
Μέγεθος	**M1_t**	$Ln(\text{ΕΝΕ}_t)$	Ισολογισμοί
	M2_t	$Ln(\text{ΠΩΛ}_t)$	Ισολογισμοί
	M3_t	$Ln(\text{ΕΡΓ}_t)$	Ισολογισμοί
Πλεονάζοντες Πόροι	**ΠΛΕΟ_t**	$\frac{(\text{ΚΠΕ}_t + \text{ΡΚΕ}_t) - (\text{ΟΜ}_t + \text{ΜΤ}_t + \text{ΒΤ}_t)}{(\text{ΚΠΕ}_t + \text{ΡΚΕ}_t)}$	Ισολογισμοί
Εξασφαλίσεις	**ΕΞΑΣ_t**	1: $\text{ΕΞ}_t/\ \text{ΚΠΕ}_t > 0$ 0: $\text{ΕΞ}_t/\ \text{ΚΠΕ}_t = 0$	Ισολογισμοί
Ρευστότητα	**ΡΕΥ_t**	$\text{ΜΙ}_t / \text{ΒΥ}_t$	Ισολογισμοί
Αξιοποίηση Δυναμικότητας	**ΑΞΔΥ_t**	$\text{ΠΩΛ}_t / \text{ΚΠΕ}_t$	Ισολογισμοί

ΕΝΕ ενεργητικό (€)
ΠΩΛ πωλήσεις και άλλα έσοδα εκμετάλλευσης (€)
ΕΡΓ πλήθος εργαζομένων
ΚΠΕ καθαρές ενσώματες ακινητοποιήσεις και συμμετοχές (€)
ΡΚΕ κυκλοφορούν ενεργητικό εκτός των μη άμεσα ρευστοποιήσιμων αποθεμάτων (€)
ΟΜ ομολογιακά δάνεια (€)
ΜΤ μακροχρόνια τραπεζικά δάνεια (€)
ΒΤ βραχυχρόνια τραπεζικά δάνεια (€)
ΕΞ υποθήκες, προσημειώσεις και, γενικά, εμπράγματα βάρη (€)
ΜΙ μετρητά και ισοδύναμα μετρητών (€)

Η χρηματοοικονομική ισχύς αναλύθηκε στην παράγραφο 4.6.3. Όσον αφορά στην ποσοτικοποίηση των μεταβλητών ισχύουν τα παρακάτω. Ο τύπος της M1_t προτείνεται από τους Dawley et al. (2002), ο τύπος της M2_t από τους Francis and Mariola (2005) και ο τύπος της M3_t από τους Haynes et al. (2003). Η επιλογή τριών τύπων για το μέγεθος αποσκοπεί στον εντοπισμό των ομοιοτήτων και, κυρίως, των διαφορών μεταξύ των συμπερασμάτων που προκύπτουν από την εξέταση του κάθε τύπου. Ο τύπος της ΠΛΕΟ_t προτείνεται από τους Bergstrom et al. (2002) που αναφέρουν ότι ο ορθός υπολογισμός των πλεοναζόντων πόρων πρέπει να λαμβάνει υπόψη τη σχέση των υλικών περιουσιακών στοιχείων και του ενέγγυου χρέους. Στην παρούσα έρευνα υποθέτουμε ότι το ενέγγυο χρέος περιλαμβάνει τα ομολογιακά και τα τραπεζικά δάνεια. Πρέπει να σημειωθεί ότι το ενέγγυο χρέος δεν ισούται απαραίτητα με την αξία των εξασφαλίσεων επί των περιουσιακών στοιχειών. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιούμε, εκτός της ΠΛΕΟ_t, τη μεταβλητή ΕΞΑΣ_t για να υπολογίσουμε το βαθμό υποθήκευσης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Σε γνώση του συντάκτη, δεν υπάρχει προγενέστερη έρευνα όπου εξετάζεται μεταβλητή με τον παραπάνω τύπο. Σημειώνεται ότι η πληροφόρηση για την αξία των εξασφαλίσεων

λήφθηκε από τις σημειώσεις των Ισολογισμών. Η χρήση διχοτομικής μεταβλητής οφείλεται στις τιμές που προέκυψαν κατά την καταγραφή των σχετικών δεδομένων και, πιο συγκεκριμένα, την υψηλή συχνότητα μηδενικών τιμών. Συνεπώς, οι τιμές του λόγου $ΕΞ_t$/ $ΚΠΕ_t$ φέρουν χαρακτηριστικά διακριτής μεταβλητής και κατατάσσονται σε δύο υποσύνολα: μηδενικές και θετικές τιμές. Ο υπολογισμός της ΡΕΥ_t στηρίζεται στην έρευνα των Dawley et al. (2002). Τέλος, ο υπολογισμός της ΑΞΔΥ_t στηρίζεται στον τύπο που προτείνουν οι Francis and Desai (2005) με δύο διαφορές[6]. Αρχικά, οι προαναφερθέντες συγγραφείς θέτουν ως παρονομαστή του δείκτη την αξία των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων. Στην παρούσα έρευνα ως παρονομαστής τίθεται το άθροισμα της αξίας των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων και των συμμετοχών διότι τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται αντλούνται από ενοποιημένες και μη λογιστικές καταστάσεις. Η δεύτερη διαφορά αφορά στη μη διαίρεση του εταιρικού δείκτη με τον αντίστοιχο κλαδικό. Αναγνωρίζουμε ότι η πληροφόρηση για το βαθμό αξιοποίησης της δυναμικότητας είναι διαθέσιμη μόνο στους «εκ των έσω» των εταιριών που γνωρίζουν το μέγεθος της δυναμικότητας και δύνανται να υπολογίσουν το κατά πόσο αξιοποιείται. Αντίθετα, τέτοιου είδους πληροφόρηση δεν είναι διαθέσιμη στους «εκ των έξω» και οποιοσδήποτε υπολογισμός πραγματοποιείται προσεγγιστικά. Συνεπώς, η προσέγγιση των Francis and Desai (2005) κρίνεται αρκούντως τεκμηριωμένη καθώς η σύγκριση με τη «μέση» εταιρία προσφέρει μία τιμή-πρότυπο για το επίπεδο αξιοποίησης της δυναμικότητας από τις ομοειδείς εταιρίες. Ωστόσο, όταν οι εταιρίες δραστηριοποιούνται σε περισσότερους από έναν κλάδους με διαφορετικές απαιτήσεις σε επένδυση και είναι πρακτικά αδύνατο για τον εξωτερικό ερευνητή να γνωρίζει την αξία των περιουσιακών στοιχείων που απασχολούνται στα πλαίσια της δραστηριοποίησης στον κλάδο Α, τον κλάδο Β κ.ο.κ. Η συγκεκριμένη ένσταση δεν αφορά, προφανώς, στις εταιρίες που λειτουργούν σε έναν κλάδο αλλά, όπως θα γίνει εμφανές στη συνέχεια της ανάλυσης, κάτι τέτοιο συνιστά την εξαίρεση παρά τον κανόνα.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ, ΠΕΛΑΤΕΣ, ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ, ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΗΛΙΚΙΑ*

ΤΙΤΛΟΣ	ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ	ΤΥΠΟΣ	ΠΗΓΗ
Μερίδιο αγοράς	**ΜΕΡ_t**	$ΠΩΛ_t / ΠΚ_t$	Hellastat & Ισολογισμοί

[6] Ο προτεινόμενος τύπος είναι ο εξής: (Πωλήσεις εταιρίας/ Ενσώματα Πάγια εταιρίας)/ (Πωλήσεις κλάδου/ Ενσώματα Πάγια κλάδου).

Ανταγωνιστική θέση	**ΑΝΘΕ_t**	$\Pi\Omega\Lambda_t / \Pi 5_t$	Hellastat & Ισολογισμοί
	ΤΕΧΝ_t	$AAEA_t / AKEA_t$	
Πελάτες	**ΠΕΛ_t**	$(\Lambda\Pi\Lambda I_t * 360) / \Pi\Omega\Lambda_t$	Ισολογισμοί
Εργαζόμενοι	**ΑΠΕΡ_t**	$\Pi\Omega\Lambda_t / E\Rho\Gamma_t$ σε €000.000	Ισολογισμοί
Διαφοροποίηση	**ΔΙΑΦ_t**	$\sum_{1}^{n} P_i \ln\left(\frac{1}{Pi}\right)$, Pi οι πωλήσεις του i τμήματος ως % των $\Pi\Omega\Lambda_t$ (i = 1,...n)	Ισολογισμοί
Ηλικία	**ΗΛΙ_t**	Έτος t – Έτος ίδρυσης	ΧΑΑ

ΠΩΛ πωλήσεις και άλλα έσοδα εκμετάλλευσης (€)
ΠΚ πωλήσεις κλάδου (4ψήφια ΣΤΑΚΟΔ) (€)
Π5 πωλήσεις των 5 εταιριών με τις υψηλότερες πωλήσεις στον κλάδο (€)
ΑΑΕΑ αποσβεσμένη αξία ενσώματων ακινητοποιήσεων (€)
ΑΚΕΑ αξία κτήσης ενσώματων ακινητοποιήσεων (€)
ΑΠΑΙ απαιτήσεις (€)

Το ζήτημα της στρατηγικής ισχύος εξετάστηκε στην παράγραφο 4.6.4. Ο τύπος της μεταβλητής ΜΕΡ_t προτείνεται από τους Haynes et al. (2003). Η μεταβλητή ΑΝΘΕ_t στοχεύει στην αποτύπωση της θέσης της εταιρίας στον κλάδο συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες και, πιο συγκεκριμένα, τις «ηγέτιδες» εταιρίες. Για τους λόγους που αναφέρθηκαν στο σχολιασμό της μεταβλητής ΑΝΤ_t (βλ. παραπάνω), η ανταγωνιστική θέση εκφράζεται σε όρους μεριδίου αγοράς συγκρίνοντας (διαιρώντας) τις πωλήσεις της εταιρίας με τις πωλήσεις των εταιριών που κατατάσσονται στις 5 πρώτες θέσης του κλάδου βάσει πωλήσεων. Η ανταγωνιστική θέση ή, ορθότερα, η ανταγωνιστικότητα εξετάζεται, επίσης, από την πλευρά της τεχνολογίας με τη μεταβλητή ΤΕΧΝ_t που χρησιμοποιείται ως προσέγγιση της «νεότητας» των ενσώματων παγίων: μικρότερες τιμές υπονοούν ότι τα ενσώματα πάγια έχουν αποσβεστεί σε μικρότερο ποσοστό και θεωρούνται πιο σύγχρονα (και αντίστροφα). Ελλείψει άλλων δεδομένων, η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων, ΑΠΑΙ_t, συνιστά ενδεικτικό μέτρο για τη σχέση της εταιρίας με τους πελάτες. Η επιρροή των εργαζομένων υπολογίζεται σε όρους αποδοτικότητας και ο υπολογισμός της μεταβλητής ΑΠΕΡ_t στηρίζεται στους Francis and Desai (2005). Για τους λόγους που αναφέρθηκαν κατά το σχολιασμό της μεταβλητής ΑΞΔΥ_t (βλ. παραπάνω), δεν πραγματοποιείται σύγκριση με τον αντίστοιχο κλαδικό δείκτη. Ο τύπος της ΔΙΑΦ_t συνίσταται στο μέτρο εντροπίας που χρησιμοποιείται, ενδεικτικά, από τους Dawley et al. (2002). Τέλος, η ΗΛΙ_t ισοδυναμεί με τα της ήδη λειτουργίας της εταιρίας σε δεδομένο έτος.

- *ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΠΟΥ ΔΕΝ ΕΞΕΤΑΖΟΝΤΑΙ*

Ολοκληρώνοντας, κρίνεται σκόπιμο να παραθέσουμε κάποια σύντομα σχόλια για μεταβλητές που θα μπορούσαν να ληφθούν υπόψη αλλά, τελικώς, δεν εξετάζονται. Αρχικά, παραλήφθηκαν μεταβλητές του εξωτερικού και εσωτερικού Πλαισίου που, εξορισμού, παρουσιάζουν δυσχέρεια ποσοτικοποίησης, ιδιαίτερα στα πλαίσια εμπειρικών ερευνών μεγάλου δείγματος. Παραδείγματα τέτοιων μεταβλητών είναι, μεταξύ άλλων, η «φιλικότητα» ή «εχθρότητα» του θεσμικού καθεστώτος (εξωτερικό Πλαίσιο) και η αδυναμία λήψης αποφάσεων εκ μέρους των διοικητικών στελεχών (εσωτερικό Πλαίσιο). Εκτός των παραπάνω μεταβλητών, παραλήφθηκαν μεταβλητές με δυνατότητα ποσοτικοποίησης που έχουν εξεταστεί σε προγενέστερες έρευνες όπως ο πληθωρισμός ή το διαθέσιμο εισόδημα. Δεν υφίσταται προφανής λόγος για τη μη εξέταση των εν λόγω μεταβλητών καθώς οποιαδήποτε λογικά τεκμηριωμένη μεταβλητή του μακροοικονομικού περιβάλλοντος θα μπορούσε να είχε περιληφθεί στην ανάλυση. Η εξέταση των τεσσάρων μεταβλητών που επιλέχθηκαν στοχεύει, αφενός στην όσο το δυνατόν πληρέστερη περιγραφή του εξωτερικού Πλαισίου, αφετέρου στη διατήρηση του πλήθους των σχετικών μεταβλητών σε λογικά επίπεδα. Αναφορικά με το εσωτερικό Πλαίσιο, οι πιθανές μεταβλητές προς εξέταση, ιδιαίτερα εκείνες που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική ισχύ της εταιρίας, είναι τουλάχιστον πολυπληθείς. Ωστόσο, η επιλογή των μεταβλητών εξαρτάται όχι μόνο από την πιθανή προσφορά τους στην ανάλυση αλλά και από τη διαθεσιμότητα των απαιτούμενων δεδομένων. Για παράδειγμα, ο ρόλος των πελατών θα μπορούσε να εξεταστεί βάσει κάποιας μεταβλητής που θα αποτύπωνε την εξάρτηση της εταιρίας από «μεγάλους» πελάτες. Το ίδιο ισχύει για το ρόλο των πιστωτών. Δυστυχώς, η απαιτούμενη πληροφόρηση είτε δεν είναι διαθέσιμη είτε περιέχεται σε πηγές όπου δεν προσφέρεται πρόσβαση (πχ ετήσια δελτία πριν το 2005). Οι σημαντικότερες, ίσως, ελλείψεις της παρούσας εργασίας αφορούν στην εξέταση των διοικητικών χαρακτηριστικών. Είναι προφανές ότι οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην παρούσα έρευνα καλύπτουν ένα μόνο τμήμα του παραπάνω ζητήματος αγνοώντας ζητήματα που αφορούν στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου από εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη, την κατοχή μετοχών από μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα προσόντα των μελών του διοικητικού συμβουλίου, πχ εμπειρία και μόρφωση. Η παραπάνω έλλειψη οφείλεται αποκλειστικά στη μη διαθεσιμότητα των απαιτούμενων δεδομένων. Αναλυτικότερα, τα στοιχεία για τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και τα βιογραφικά των συμβούλων είναι διαθέσιμα στα ετήσια δελτία των εταιριών. Κατόπιν σχετικής

έρευνας, διαπιστώθηκε ότι το πλήθος των εταιριών με διαθέσιμα ετήσια δελτία για την προ 2005 περίοδο είναι εξαιρετικά περιορισμένο ενώ το πλήθος των εταιριών με διαθέσιμα ετήσια δελτία για «παλαιότερα» έτη, πχ πριν το 2000, είναι σχεδόν μηδενικό. Σημειώνεται ότι, με ελάχιστες εξαιρέσεις, τα ετήσια δελτία για τη μετά 2005 είναι διαθέσιμα. Κατά συνέπεια, υπάρχει η δυνατότητα μελλοντικής διερεύνησης των προαναφερθέντων ζητημάτων στα πλαίσια της μελέτης της παρακμής και της ανάκαμψης στην Ελλάδα.

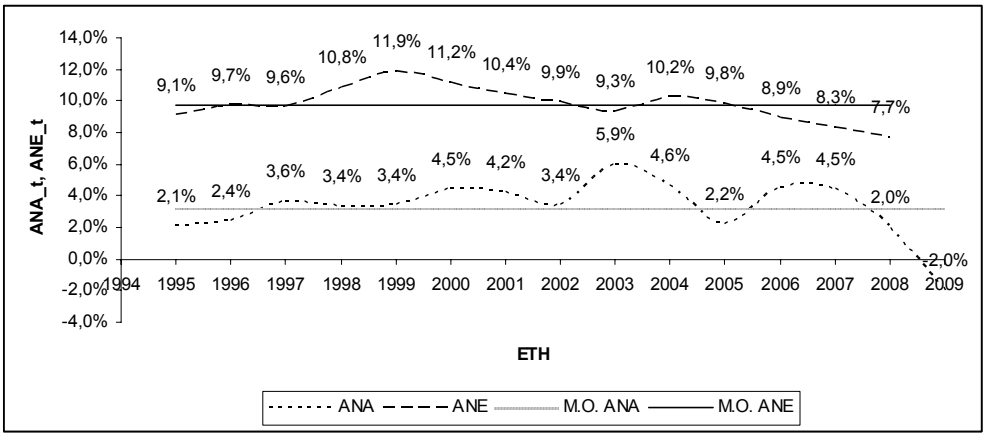
7.3.3.3 Καταγραφή και ανάλυση του Πλαισίου των εταιριών που παράκμασαν

Στη συνέχεια της ανάλυσης εξετάζονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές των μεταβλητών Πλαισίου για τις εταιρίες που παράκμασαν. Η ανάλυση διαρθρώνεται σύμφωνα με τη διάρθρωση που εφαρμόστηκε κατά την περιγραφή των μεταβλητών στην προηγούμενη παράγραφο.

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ: ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ*

Στο διάγραμμα 1 που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη και ο μέσος όρος των δύο μακροοικονομικών μεγεθών, ANA_t και ANE_t, από το 1995 έως και το 2009. Σημειώνεται ότι, η διερεύνηση στατιστικών υποθέσεων δεν έχει νόημα διότι η σχετική καταγραφή τιμών είναι απογραφική και όχι δειγματοληπτική. Σημειώνεται ότι η τιμή της ANE_2009 δεν είναι διαθέσιμη.

Διάγραμμα 1 Ανάπτυξη και Ανεργία την περίοδο 1995-2009



Η εξέλιξη της ANE_t χαρακτηρίζεται ομαλή δεδομένου ότι οι ετήσιες μεταβολές δεν υπερβαίνουν, σε απόλυτη τιμή, το 12,5%. Για την περίοδο 1995-2008,

συνολικά, η μεταβολή ισούται με -15,4%. Ο μέσος όρος ισούται με 9,8% και η μέγιστη τιμή λαμβάνεται το 1999 (11,9%) ενώ η ελάχιστη τιμή το 2008 (7,7%). Αντίθετα, η εξέλιξη της ANA_t δε χαρακτηρίζεται εξίσου ομαλή καθώς κάποιες ετήσιες μεταβολές, πχ από το 2008 στο 2009, προσεγγίζουν, σε απόλυτη τιμή, το 200%. Για την περίοδο 1995-2009, συνολικά, η αντίστοιχη μεταβολή ισούται με -193,5%, ο μέσος όρος με 3,3%, η μέγιστη τιμή με 5,9% (το 2003) και η ελάχιστη τιμή με -2,0% (το 2009). Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 1, η ANA_t υπόκειται σε μη αύξηση από το 2006 και έπειτα. Στο παρόν σημείο κρίνεται σκόπιμο να υπενθυμίσουμε ότι, σύμφωνα με την ανάλυση των παραγράφων 7.2.2.2 και 7.2.2.3, το πλήθος των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή αυξάνεται από το 2006 και έπειτα και οι περισσότερες περιπτώσεις αφορούν στην εν λόγω περίοδο. Κατά συνέπεια, υπάρχουν ενδείξεις ότι η γενική οικονομική κατάσταση, όπως αποτυπώνεται από τη μεταβλητή ANA_t, συνδέεται ευθέως με την παρακμή.

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΚΛΑΔΟΣ: ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι έλεγχοι σημαντικότητας των μεταβολών για τις μεταβλητές MZ_t και ANT_t. Σημειώνεται ότι η MZ_t υπολογίζεται εξορισμού ως μεταβολή και, συνεπώς, αντί του ελέγχου σημαντικότητας των μεταβολών ανάμεσα σε δύο χρονικές περιόδους πραγματοποιείται ο έλεγχος ισότητας του μέσου όρου με την τιμή 0. Η T-SIG του ελέγχου αναφέρεται εντός παρένθεσης μετά το ΜΟ κάθε έτους.

Πίνακας 7.10 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των MZ_t και ANT_t – Εταιρίες που παράκμασαν

		Περιγραφικά Στατιστικά				Μεταβολές				
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
MZ_t	**NA**	16	17	18	17					
	NKK	16	16	16	16					
	KS-SIG	0,982	0,337	0,954	0,540					
	MO	0,053 (0,129)	0,183 (0,001)	0,039 (0,206)	0,028 (0,490)					
	Δ	0,034	0,144	0,032	0,065					
	TA	0,132	0,184	0,119	0,157					
ANT_t	**NA**	20	22	23	20	**N**	18	9	9	14
	NKK	20	22	23	20	**MO_T**	0,610	0,545	0,633	0,586
	KS	0,799	0,659	0,963	0,972	**MO_A**	0,612	0,668	0,524	0,612
	MO	0,615	0,527	0,600	0,545	**ΔTA**	-0,002	-0,123	0,109	-0,026
	Δ	0,690	0,579	0,587	0,520	**T-SIG**	0,888	0,464	0,533	0,541
	TA	0,259	0,295	0,237	0,259					

Όσον αφορά στην κατανομή των MZ_t και ANT_t προκύπτει ότι, παρά το περιορισμένο πλήθος παρατηρήσεων, η υπόθεση της κανονικής κατανομής δεν

απορρίπτεται σε πέντε από οκτώ περιπτώσεις. Οι υπόλοιπες τρεις αφορούν στη MZ_t και η κανονική τιμή προσεγγίζεται με αποκλεισμό μίας ή δύο ακραίων τιμών στα έτη. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα 7.10, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή αντιμετωπίζουν ευνοϊκές συνθήκες ζήτησης κλάδου δεδομένου ότι η ζήτηση του κλάδου αυξάνεται ετησίως παρά το γεγονός ότι μόνο η μεταβολή από το έτος 0 στο έτος 1 είναι σημαντική. Παρόμοια συμπεράσματα προκύπτουν από τη διάμεσο της MZ_t που υποδεικνύει ότι το 50% των εταιριών λειτουργεί σε κλάδο με ετήσια μεταβολή ζήτησης τουλάχιστον ίση με 3,2% σε κάθε έτος. Σε αντίθεση με τα παραπάνω ευρήματα, η εξέταση της ANT_t οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή αντιμετωπίζουν μη ευνοϊκές συνθήκες κλάδου αναφορικά με τον ανταγωνισμό. Πιο συγκεκριμένα, τόσο ο μέσος όρος όσο και η διάμεσος υποδεικνύουν ότι κλάδοι των εταιριών που παράκμασα χαρακτηρίζονται από υψηλή συγκέντρωση δεδομένου ότι, ανεξαρτήτως μέτρου, άνω του 50% των πωλήσεων του εκάστοτε κλάδου πραγματοποιείται από τους πέντε μεγαλύτερους «πωλητές». Επιπρόσθετα, ο έλεγχος σημαντικότητας των ετήσιων μεταβολών της ANT_t οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η μεταβολή της συγκέντρωσης του κλάδου ανά έτος και από το έτος 0 στο έτος 3 είναι μη σημαντική. Από την παραπάνω ανάλυση, προκύπτει ότι τα συμπεράσματα για την κατάσταση του κλάδου διαφέρουν ανάλογα με τη μεταβλητή που εξετάζεται και, συνεπώς, η πιθανή σχέση της κατάστασης του εκάστοτε κλάδου με την παρακμή πρέπει να διερευνάται ξεχωριστά για κάθε χαρακτηριστικό. Υπενθυμίζεται, επίσης, ότι το ιδιαίτερα περιορισμένο πλήθος των διαθέσιμων παρατηρήσεων, λόγω έλλειψης δεδομένων, υποδεικνύει τη διατήρηση επιφυλάξεων ως προς τα παραπάνω συμπεράσματα.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ: ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές της ΣΚ_t για τις εταιρίες που παράκμασαν.

Πίνακας 7.11 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές της ΣΚ_t – Εταιρίες που παράκμασαν

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
ΣΚ_t	**NA**	43	43	43	43	**N**	43	42	37	37
	NKK	43	43	42	37	**MO_T**	1,020	0,952	0,935	0,935
	KS	0,183	0,375	0,057	0,069	**MO_A**	1,133	1,021	0,969	1,136
	MO	1,133	1,020	0,952	0,935	**ΔΤΑ**	-0,114	-0,069	-0,034	-0,201
	Δ	1,096	1,021	0,975	0,965	**T-SIG**	0,000	0,005	0,056	0,000
	ΤΑ	0,107	0,117	0,111	0,073					

Η κανονική κατανομή προσεγγίζεται για την ΣΚ_t από τα αρχικά δεδομένα στα έτη 0 και 1 και κατόπιν αποκλεισμού ολιγάριθμων παρατηρήσεων στα έτη 2 και 3. Εξετάζοντας είτε το μέσο όρο είτε τη διάμεσο προκύπτει ότι οι εταιρίες σε παρακμή βρίσκονται οριακά «άνω» ή «κάτω» του ταμειακού νεκρού σημείου. Σύμφωνα με το μέσο όρο, οι πωλήσεις των εν λόγω εταιριών στα έτη 0 και 1 είναι κατά μόλις 13,3% και 2% υψηλότερες των μόνιμων ταμειακών εξόδων ενώ στα έτη 2 και 3 τα μόνιμα ταμειακά έξοδα είναι κατά 25% και 35%, αντίστοιχα, των πωλήσεων. Επιπρόσθετα, η κατάσταση επιδεινώνεται διαρκώς καθώς όλες οι μεταβολές της ΣΚ_t είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές. Η μοναδική μη σημαντική μεταβολή αφορά στο ζεύγος ετών 2-3 αλλά είναι εμφανές ότι οι εταιρίες, ήδη από το έτος 2, λειτουργούν «κάτω» από το νεκρό σημείο. Βάσει των παραπάνω, συμπεραίνουμε ότι οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή λειτουργούν οριακά «κοντά» στο ταμειακό νεκρό σημείο και η κατάσταση καθίσταται σοβαρότερη στην πάροδο των ετών.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ: ΠΙΣΤΩΤΕΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές των μεταβλητών που αφορούν στους πιστωτές των εταιριών που παράκμασαν.

Πίνακας 7.12 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των ΠΙΣ1_t, ΠΙΣ2_t, ΠΙΣ3_t, ΠΙΣ4_t και ΠΙΣ_t – Εταιρίες που παράκμασαν

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	T1	T2	T3		T0 σε T1	T1 σε T2	T2 σε T3	T0 σε T3
ΠΙΣ1_t	NA	43	43	43	43	N	43	43	43	43
	NKK	43	43	43	43	MO_T	0,524	0,571	0,577	0,577
	KS	0,115	0,151	0,380	0,284	MO_A	0,484	0,524	0,571	0,484
	MO	0,484	0,524	0,571	0,577	ΔΤΑ	0,040	0,047	0,006	0,093
	Δ	0,608	0,624	0,640	0,658	T-SIG	0,314	0,227	0,772	0,031
	ΤΑ	0,280	0,284	0,240	0,231					
ΠΙΣ2_t	NA	43	43	43	42	N	40	40	36	34
	NKK	40	42	41	36	MO_T	0,040	0,042	0,026	0,026
	KS	0,057	0,058	0,056	0,119	MO_A	0,054	0,040	0,032	0,045
	MO	0,054	0,043	0,042	0,026	ΔΤΑ	-0,014	0,002	-0,007	-0,019
	Δ	0,042	0,032	0,028	0,018	T-SIG	0,029	0,765	0,013	0,020
	ΤΑ	0,048	0,041	0,038	0,022					
ΠΙΣ3_t	NA	43	43	43	42	N	43	43	42	42
	NKK	43	43	43	42	MO_T	0,422	0,376	0,356	0,356
	KS	0,302	0,265	0,432	0,303	MO_A	0,442	0,422	0,370	0,440
	MO	0,442	0,422	0,376	0,356	ΔΤΑ	-0,020	-0,045	-0,014	-0,085
	Δ	0,359	0,341	0,345	0,318	T-SIG	0,587	0,170	0,548	0,020
	ΤΑ	0,236	0,249	0,196	0,170					
ΠΙΣ4_t	NA	43	43	43	43	N	43	43	43	43
	NKK	43	43	43	43	MO_T	0,436	0,493	0,459	0,459
	KS	0,607	0,520	0,538	0,943	MO_A	0,388	0,436	0,493	0,388
	MO	0,388	0,436	0,493	0,459	ΔΤΑ	0,048	0,057	-0,034	0,071
	Δ	0,410	0,458	0,534	0,458	T-SIG	0,206	0,100	0,193	0,079
	ΤΑ	0,258	0,257	0,259	0,232					
ΠΙΣ5_t	NA	43	43	43	43	N	33	38	40	33
	NKK	33	39	40	41	MO_T	0,823	0,945	0,697	0,568
	KS	0,083	0,066	0,067	0,335	MO_A	0,768	1,092	1,008	0,768
	MO	0,768	1,188	1,008	0,762	ΔΤΑ	0,055	-0,147	-0,311	-0,199

	Δ	0,687	0,690	0,723	0,560	**T-SIG**	0,651	0,302	0,000	0,085
	ΤΑ	0,600	1,321	1,137	0,929					

Για τις μεταβλητές που αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα, η κανονική κατανομή προσεγγίζεται είτε από τα αρχικά δεδομένα είτε κατόπιν αποκλεισμού περιορισμένου πλήθους τιμών. Αναφορικά με την συμμετοχή του ενέγγυου χρέους στις συνολικές υποχρεώσεις, ΠΙΣ1_t, παρατηρούμε ότι αυξάνεται σημαντικά, κατά 19%, από την αρχή στο τέλος της παρακμής και μετά το «υγιές» έτος είναι σταθερά μεγαλύτερη του 52%. Εξετάζοντας τη διάμεσο, προκύπτει ότι οι συνολικές υποχρεώσεις του 50% των εταιριών αποτελούνται από ενέγγυο χρέος σε ποσοστό υψηλότερο του 60% ανεξαρτήτως έτους. Οι οφειλές προς το Δημόσιο ως ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων, (ΠΙΣ2_t, μειώνονται σημαντικά από το έτος 2 στο έτος 3 και από το έτος 0 στο έτος 3. Ωστόσο, ανεξαρτήτως έτους, δεν αποτελούν σημαντικό μέρος των υποχρεώσεων της εταιρίας καθώς τιμή της ΠΙΣ2_t δεν υπερβαίνει το 5,4%. Σύμφωνα με τη διάμεσο, για το 50% των εταιριών η ανώτατη τιμή του παραπάνω ποσοστού ισούται με 4,2% αντίστοιχα. Οι λοιπές (εμπορικές) βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ως ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων, μειώνονται σταδιακά αλλά η μόνη σημαντική μεταβολή αφορά στη μείωση από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Οι εν λόγω υποχρεώσεις συνιστούν σημαντική πηγή χρηματοδότησης καθώς κυμαίνονται, κατά μέσο, μεταξύ 35,6% και 44,2% των συνολικών υποχρεώσεων. Η συμμετοχή του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις, ΠΙΣ4_t, αυξάνεται μέχρι το έτος 2 και μειώνεται στο έτος 3 αλλά καμία μεταβολή δεν είναι σημαντική. Κατά μέσο όρο, ο βραχυχρόνιος τραπεζικός δανεισμός συνιστά από 39% μέχρι 46% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η σχέση των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια, ΠΙΣ5_t, της εταιρίας μειώνεται διαρκώς μετά το έτος 0 αλλά η μοναδική σημαντική μεταβολή αφορά στη μείωση κατά 31% από το έτος 2 στο έτος 3. Ωστόσο, με εξαίρεση τα έτη 1 και 2, η αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολείπεται, κατά μέσο όρο, της αξίας του ενέγγυου χρέους ενώ, ανεξαρτήτως έτους, στο 50% των εταιριών ο λόγος των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια δεν υπερβαίνει 72%, περίπου. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή δε παρουσιάζουν, με περιορισμένες εξαιρέσεις, σημαντικές μεταβολές των μεταβλητών που σχετίζονται με τους πιστωτές. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι, σε κάποιες περιπτώσεις, το ενέγγυο χρέος συνιστά την βασική κατηγορία υποχρεώσεων σε σχέση είτε με το σύνολο των υποχρεώσεων είτε με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Επιπρόσθετα, η

χρηματοδότηση των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή βασίζεται, κατά κύριο λόγο, σε ξένα και όχι σε ίδια κεφάλαια.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται οι αναλογίες και οι σχετικές μεταβολές που αφορούν στα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά των εταιριών που παράκμασαν. Σημειώνεται ότι, οι μεταβλητές ΙΔ4_t, ΙΔ5_t, ΙΔ6_t και ΙΔ7_t εξετάζονται εφόσον κριθεί αναγκαίο σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης των μεταβλητών ΙΔ1_t, ΙΔ2_t και ΙΔ3_t. Η απόδοση τιμής στην ΙΔ8_t βασίζεται εξορισμού σε ετήσια μεταβολή και, συνεπώς, ο έλεγχος για την αναλογία των εταιριών με διαφορετική τιμή σε δύο χρονικές περιόδους δεν πραγματοποιείται.

Πίνακας 7.13 Αναλογίες και μεταβολές των ΙΔ1_t, ΙΔ2_t, ΙΔ3_t και ΙΔ8_t – Εταιρίες που παράκμασαν

		Αναλογίες					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
	NA	36	38	41	41	**N**	36	38	40	35
1Δ1_t	**P(1)**	0,75	0,76	0,68	0,68	**P(M)**	0	0,08	0,05	0,09
	t	3,46	3,82	2,52	2,52	**t**	-	1,80	1,45	1,81
	NA	36	38	41	41	**N**	36	38	40	35
ΙΔ2_t	**P(1)**	0,06	0,05	0,07	0,05	**P(M)**	0	0,03	0,03	0
	t	-11,64	-12,35	-10,49	-13,41	**t**	-	1,01	1,01	-
	NA	36	38	41	41	**N**	36	38	40	35
ΙΔ3_t	**P(1)**	0,19	0,18	0,20	0,20	**P(M)**	0	0,08	0,10	0,14
	t	-4,63	-5,02	-4,93	-4,93	**t**	-	1,80	2,11	2,42
	NA	30	36	38	40					
ΙΔ8_t	**P(1)**	0,10	0,06	0,11	0,20					
	t	-7,30	-11,64	-7,93	-4,74					

Από την εξέταση των μεταβλητών ΙΔ1_t, ΙΔ2_t και ΙΔ3_t προκύπτει ότι οι περισσότερες εταιρίες ελέγχονται από φυσικά πρόσωπα καθώς η αναλογία εταιριών με τιμή 1 για τη μεταβλητή ΙΔ1_t είναι σημαντικά μεγαλύτερη του 50% ενώ η αναλογία εταιριών με τιμή 1 για τις μεταβλητές ΙΔ2_t και ΙΔ3_t είναι σημαντικά μικρότερη του 50%. Επιπρόσθετα, η παραπάνω κατάσταση δε μεταβάλλεται σημαντικά από έτος σε έτος και από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Η μοναδική σημαντική μεταβολή αφορά στην αύξηση από το έτος 2 στο έτος 3 και από την αρχή στο τέλος της περιόδου της αναλογίας εταιριών όπου τα νομικά πρόσωπα κατέχουν την απόλυτη πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου. Ωστόσο, όπως προαναφέρθηκε οι εν λόγω εταιρίες συνιστούν μειοψηφία και οι παραπάνω μεταβολές δεν επηρεάζουν τα ευρήματα που αναφέρθηκαν παραπάνω. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται, επίσης, από τα αποτελέσματα των ελέγχων για τη μεταβλητή ΙΔ8_t. Αναλυτικότερα,

προκύπτει ότι η αναλογία των εταιριών όπου ο έλεγχος παραμένει σταθερός από έτος σε έτος είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας των εταιριών όπου παρατηρούνται μεταβολές στον έλεγχο. Εφόσον, η πλειονότητα των εταιριών ελέγχεται από φυσικά πρόσωπα κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούμε, σύντομα, στα χαρακτηριστικά ιδιοκτησίας από τους εν λόγω μεγαλομετόχους. Όσον αφορά στο πλήθος των φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων (ΙΔ4_t), ο σχετικός έλεγχος (δεν αναφέρεται χάριν συντομίας) οδηγεί στο συμπέρασμα ότι, όταν ο απόλυτος έλεγχος ασκείται από φυσικά πρόσωπα μεγαλομετόχους, η αναλογία των εταιριών όπου υφίσταται ένα φυσικό πρόσωπο μεγαλομέτοχος είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας εταιριών όπου υφίστανται περισσότερα του ενός φυσικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι σε κάθε έτος. Επίσης, η αναλογία των εταιριών με διαφορετική τιμή ΙΔ4_t σε δύο έτη διαφέρει σημαντικά από το μηδέν, με εξαίρεση τη μεταβολή από το έτος 2 στο 3, αλλά οι σχετικές μεταβολές δεν είναι προς την ίδια κατεύθυνση, δηλαδή παρατηρούνται ταυτόχρονα αυξήσεις και μειώσεις του πλήθους των φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων. Επιπρόσθετα, η αναλογία των εταιριών με διαφορετική τιμή ΙΔ4_t σε δύο έτη δεν υπερβαίνει, σε καμία περίπτωση, το 21%. Όσον αφορά στο πλήθος των θεσμικών προσώπων μεγαλομετόχων, ΙΔ5_t, οι έλεγχοι υποδεικνύουν ότι, σε κάθε έτος, η αναλογία εταιριών όπου ΙΔ5_t= 0 είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας εταιρών όπου ΙΔ5_t> 0. Όσον αφορά στο πλήθος των νομικών προσώπων μεγαλομετόχων, ΙΔ6_t, οι έλεγχοι υποδεικνύουν ότι, σε κάθε έτος, η αναλογία εταιριών όπου ΙΔ6_t= 0 δε διαφέρει σημαντικά της αναλογίας εταιρών όπου ΙΔ6_t> 0. Όσον αφορά στο συνολικό πλήθος μεγαλομετόχων, ΙΔ7_t, οι έλεγχοι υποδεικνύουν ότι, σε κάθε έτος, η αναλογία εταιριών όπου ΙΔ7_t≤ 2 είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την αναλογία εταιρών όπου ΙΔ7_t> 2. Συνοψίζοντας τα παραπάνω, συμπεραίνουμε ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή ελέγχονται στην πλειονότητά τους από φυσικά πρόσωπα μεγαλομετόχους και η κατάσταση αυτή δε μεταβάλλεται σημαντικά κατά τη διάρκεια της παρακμής. Στις περισσότερες περιπτώσεις δεν υφίστανται θεσμικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι ενώ το πλήθος εταιριών όπου υφίσταται τουλάχιστον ένα νομικό πρόσωπο μεγαλομέτοχος δε διαφέρει από το πλήθος εταιριών όπου δεν υφίσταται νομικό πρόσωπο μεγαλομέτοχος. Τέλος, στις περισσότερες περιπτώσεις υφίστανται δύο μεγαλομέτοχοι εκ των οποίων ένα φυσικό πρόσωπο που κατέχει τον απόλυτο έλεγχο.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται οι αναλογίες και οι σχετικές μεταβολές που αφορούν στα διοικητικά χαρακτηριστικά των εταιριών που παράκμασαν. Οι ΑΛΔΣ_0 και ΑΛΠΡ_0 δεν υπολογίζονται. Επίσης, η απόδοση τιμής στις ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t βασίζεται εξορισμού σε ετήσια μεταβολή και, συνεπώς, ο έλεγχος για την αναλογία των εταιριών με διαφορετική τιμή σε δύο χρονικές περιόδους δεν πραγματοποιείται για τις εν λόγω μεταβλητές.

Πίνακας 7.14 Αναλογίες και μεταβολές των ΔΔΣ_t, ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t – Εταιρίες που παράκμασαν

		Αναλογίες					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
	NA	43	43	43	43	**N**	43	43	43	43
ΔΔΣ_t	**P(1)**	0,65	0,60	0,65	0,65	**P(M)**	0,05	0,19	0,05	0,23
	t	2,08	1,40	2,08	2,08	**t**	1,45	3,14	1,45	3,61
	NA		43	43	43					
ΑΛΔΣ_t	**P(1)**		0,09	0,23	0,14					
	t		-9,19	-4,15	-6,82					
	NA		43	43	43					
ΑΛΔΣ_t	**P(1)**		0,14	0,16	0,05					
	t		-6,82	-5,99	-14,12					

Από τον πίνακα 7.14 προκύπτει ότι, με εξαίρεση το έτος 2, στις περισσότερες εταιρίες ισχύει η δυαδικότητα (ταύτιση) διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου. Επιπρόσθετα, η δυαδικότητα δε μεταβάλλεται ιδιαίτερα από έτος σε έτος καθώς η αναλογία των εταιριών όπου παρατηρείται μεταβολή, από δυαδικότητα σε μη δυαδικότητα και αντίστροφα, είτε δε διαφέρει σημαντικά από το μηδέν είτε υπολείπεται της αναλογίας εταιριών όπου δεν παρατηρείται μεταβολή. Επιπρόσθετα, παρατηρούμε ότι η αναλογία των εταιριών στις οποίες υφίσταται αντικατάσταση των προσώπων που κατέχουν τη θέση του διευθύνοντα συμβούλου ή του προέδρου είναι σημαντικά μικρότερη από την αναλογία των εταιριών όπου τα εν λόγω πρόσωπα διατηρούν τη θέση τους από έτος σε έτος. Τα παραπάνω ευρήματα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι, στην πλειονότητα των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή, το ίδιο πρόσωπο κατέχει τη θέση του διευθύνοντα συμβούλου και του προέδρου και δεν αντικαθίσταται κατά τη διάρκεια της παρακμής.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΓΕΘΟΣ, ΠΛΕΟΝΑΖΟΝΤΕΣ ΠΟΡΟΙ, ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές των μεταβλητών της χρηματοοικονομικής ισχύος. Στην περίπτωση της ΕΞΑΣ_t, αναφέρονται οι αναλογίες εταιριών και διεξάγονται οι σχετικοί έλεγχοι.

Πίνακας 7.15 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των M1_t, M2_t, M3_t, ΠΛΕΟ_t, ΡΕΥ_t και ΑΞΔΥ_t και αναλογίες και μεταβολές της ΕΞΑΣ_t – Εταιρίες που παράκμασαν

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
M1_t	**NA**	43	43	43	43	**N**	43	43	43	43
	NKK	43	43	43	43	**MO_T**	18,32	18,36	18,34	18,34
	KS	0,661	0,694	0,527	0,722	**MO_A**	18,15	18,32	18,36	18,15
	MO	18,15	18,31	18,36	18,34	**ΔΤΑ**	0,16	0,05	-0,03	0,18
	Δ	18,15	18,60	18,43	18,29	**T-SIG**	0,008	0,610	0,583	0,189
	ΤΑ	1,17	1,17	1,09	1,19					
M2_t	**NA**	43	43	43	43	**N**	43	43	43	43
	NKK	43	43	43	43	**MO_T**	17,69	17,64	17,50	17,50
	KS	0,790	0,623	0,788	0,919	**MO_A**	17,69	17,69	17,64	17,69
	MO	17,69	17,69	17,64	17,50	**ΔΤΑ**	-0,01	-0,05	-0,14	-0,19
	Δ	17,81	17,64	17,77	17,60	**T-SIG**	0,878	0,546	0,078	0,199
	ΤΑ	1,27	1,27	1,32	1,44					
M3_t	**NA**	35	36	36	38	**N**	34	35	35	34
	NKK	35	36	36	38	**MO_T**	5,78	5,57	5,29	5,50
	KS	0,883	0,692	0,673	0,880	**MO_A**	5,80	5,73	5,47	5,77
	MO	5,81	5,70	5,50	5,29	**ΔΤΑ**	-0,02	-0,16	-0,18	-0,27
	Δ	5,65	5,64	5,74	5,42	**T-SIG**	0,676	0,074	0,135	0,015
	ΤΑ	1,25	1,29	1,48	1,60					
ΠΛΕΟ_t	**NA**	42	42	42	40	**N**	42	41	40	39
	NKK	42	42	42	40	**MO_T**	0,654	0,610	0,534	0,544
	KS	0,676	0,874	0,930	0,771	**MO_A**	0,677	0,656	0,602	0,676
	MO	0,677	0,654	0,604	0,534	**ΔΤΑ**	-0,023	-0,046	-0,068	-0,132
	Δ	0,680	0,630	0,632	0,601	**T-SIG**	0,435	0,089	0,008	0,003
	ΤΑ	0,244	0,241	0,259	0,321					
ΡΕΥ_t	**NA**	42	42	42	40	**N**	35	34	38	35
	NKK	38	35	39	39	**MO_T**	0,216	0,127	0,133	0,128
	KS	0,096	0,059	0,059	0,061	**MO_A**	0,148	0,211	0,115	0,146
	MO	0,168	0,216	0,136	0,133	**ΔΤΑ**	0,068	-0,084	0,018	-0,018
	Δ	0,102	0,123	0,066	0,068	**T-SIG**	0,170	0,010	0,458	0,591
	ΤΑ	0,189	0,265	0,169	0,142					
ΑΞΔΥ_t	**NA**	43	43	43	43	**N**	41	38	37	36
	NKK	41	41	40	38	**MO_T**	2,80	2,13	1,74	1,97
	KS	0,128	0,098	0,057	0,057	**MO_A**	3,15	2,57	2,02	3,01
	MO	3,15	2,80	2,07	1,90	**ΔΤΑ**	-0,35	-0,44	-0,28	-1,04
	Δ	2,33	1,92	1,57	1,53	**T-SIG**	0,059	0,016	0,191	0,005
	ΤΑ	2,39	2,43	1,84	1,77					
		Αναλογίες					**Μεταβολές**			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
ΕΞΑΣ_t	**NA**	42	42	42	40	**NA**	42	42	40	39
	P(1)	0,45	0,52	0,57	0,50	**P(M)**	0,07	0,05	0,10	0,23
	t	-0,62	0,31	0,94	0,00	**t**	1,80	1,45	2,11	3,42

Όσον αφορά στην κατανομή των μεταβλητών μεγέθους, παρατηρούμε ότι η κανονική κατανομή προσεγγίζεται στο σύνολο των συνδυασμών έτους-μεταβλητής χωρίς αποκλεισμό τιμών από τα αρχικά δεδομένα. Το εύρημα αυτό ενισχύει την άποψη υπέρ της χρήσης λογαρίθμων κατά τη μέτρηση του εταιρικού μεγέθους βάσει ενεργητικού, πωλήσεων ή πλήθους εργαζομένων. Από τα στοιχεία που παρατίθενται στον πίνακα 7.15 προκύπτει ότι οι μοναδικές περιπτώσεις σημαντικών μεταβολών του μεγέθους αφορούν στην αύξηση του ενεργητικού, M1_t, από το έτος 0 στο έτος 1 και τη μείωση του πλήθους εργαζομένων από το έτος 0 στο έτος 3. Αναλυτικότερα,

το ενεργητικό αυξάνεται κατά 0,9% ενώ το πλήθος εργαζομένων κατά 4,7%. Οι εν λόγω μεταβολές θα μπορούσαν να θεωρηθούν περιορισμένης έκτασης και να ενταχθούν στα πλαίσια της «φυσιολογικής» λειτουργίας. Ωστόσο, δεδομένου ότι οι μεταβλητές μεγέθους υπολογίζονται ως λογάριθμοι, η εκτίμηση της έκτασης των μεταβολών απαιτεί την επαναφορά των αρχικών τιμών διότι, εξορισμού, η διαφορά ανάμεσα σε δύο αριθμούς είναι μικρότερη όταν αυτοί εκφράζονται ως λογάριθμοι, πχ 200/ 100= 2 αλλά ln(200)/ ln(100)= 1,151. Σημειώνεται ότι η «υποτίμηση» των διαφορών από τους λογάριθμους δε σχετίζεται με τη στατιστική σημαντικότητα των διαφορών που αναφέρθηκε στον πίνακα 7.15 διότι, σε αυτήν την περίπτωση, τα μεγέθη είναι εκφρασμένα στην ίδια μονάδα μέτρησης. Άρα, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή υπόκεινται σε αύξηση του ενεργητικού κατά 17,4% στο πρώτο έτος παρακμής και απασχολούν 23,7% λιγότερους εργαζομένους στο τελευταίο έτος της παρακμής συγκριτικά με το έτος που προηγείται της έναρξης της παρακμής. Παρόμοια συμπεράσματα προκύπτουν από την εξέταση της διαμέσου. Όσον αφορά στο μέγεθος βάσει πωλήσεων, δεν υφίσταται καμία αξιοσημείωτη μεταβολή κατά τη διάρκεια της παρακμής. Κρίνεται, επίσης, σκόπιμο να αναφερθεί ότι, κατατάσσοντας τις εταιρίες σε αύξουσα σειρά βάσει των τριών μεταβλητών μεγέθους, παρατηρήσαμε ότι η κατάταξη βάσει των M1_t και M2_t οδηγεί σε όμοια αποτελέσματα, υπό την έννοια ότι κάθε εταιρία κατατάσσεται στο ίδιο «μισό» βάσει των δύο μεταβλητών. Ωστόσο, δε συμβαίνει το ίδιο με την M3_t καθώς υπήρξαν περιπτώσεις «μετακίνησης» των εταιριών από το 50% των μεγαλύτερων (μικρότερων) εταιριών στο 50% των μικρότερων (μεγαλύτερων) εταιριών. Συνοψίζοντας, η «μέση» εταιρία πριν την παρακμή διαθέτει, κατά προσέγγιση, ενεργητικό αξίας €76 εκ., πωλήσεις αξίας €48 εκ. και απασχολεί 320 εργαζομένους. Στο πρώτο έτος της παρακμής, η μοναδική στατιστικά σημαντική μεταβολή αφορά στην αύξηση του ενεργητικού κατά, περίπου, €13 εκ. ενώ στο δεύτερο έτος της παρακμής δεν υπάρχει καμία σημαντική μεταβολή του μεγέθους. Στο τελευταίο έτος της παρακμής η «μέση» εταιρία δεν υπόκειται σε σημαντική μεταβολή του ενεργητικού και των πωλήσεων αλλά το πλήθος εργαζομένων μειώνεται σημαντικά κατά 24%, περίπου. Τα εν λόγω ευρήματα εγείρουν «υποψίες» σχετικά με το ρόλο του μεγέθους στην παρακμή και την απόκριση σε αυτήν. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν ενδείξεις ότι η πέραν του δέοντος επέκταση, σε όρους ενεργητικού, αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα της παρακμής και ότι η μείωση του πλήθους εργαζομένων συνιστά μία εκ των ενεργειών

απόκρισης στην παρακμή. Στα εν λόγω ζητήματα θα επανέλθουμε αναλυτικότερα σε επόμενες αναφορές.

Όσον αφορά στην κατανομή των ΠΛΕΟ_t, ΡΕΥ_t και ΑΞΔΥ_t, τα αρχικά δεδομένα προσεγγίζουν την κανονική κατανομή μόνο στην περίπτωση της ΠΛΕΟ_t ενώ η προσέγγιση της κανονικής κατανομής από τις ΡΕΥ_t και ΑΞΔΥ_t επιτυγχάνεται μετά από διαγραφή 4 έως 7 και 2 έως 5 παρατηρήσεων, αντίστοιχα. Όσον αφορά στους πλεονάζοντες πόρους, οι σημαντικές μεταβολές αφορούν στη μείωση κατά 11%, περίπου, από το έτος 2 στο έτος 3 και κατά 20%, περίπου, από το έτος 0 στο έτος 3. Η ανάλυση της ΕΞΑΣ_t υποδεικνύει ότι η αναλογία των εταιριών με εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία των εταιριών για τις οποίες δεν υφίστανται τέτοιου είδους εξασφαλίσεις. Η αναλογία των εταιριών που «μετακινείται» σε άλλη ομάδα από το έτος 2 στο έτος 3 και από το έτος 0 στο έτος 3 μεν σημαντική αλλά δεν επηρεάζει τη σχέση των αναλογιών των δύο ομάδων καθώς οι «μετακινήσεις» προς τη μία ομάδα αναιρούν την επιρροή των μετακινήσεων προς την άλλη ομάδα. Αναφορικά με τη ΡΕΥ_t, η μοναδική σημαντική μεταβολή αφορά στη μείωση κατά 40%, περίπου, από το έτος 1 στο έτος 2. Η μείωση της ΡΕΥ_t είναι, επίσης, εμφανής από τη μεταβολή της διαμέσου από το έτος 1 στο έτος 2 που υποδεικνύει ότι το επίπεδο ρευστότητας για το 50% των εταιριών μειώνεται κατά 54%, περίπου. Επιπρόσθετα, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή υπόκεινται σε σημαντική μείωση της ΑΞΔΥ_t κατά 17%, περίπου, από το έτος 1 στο έτος 2 και κατά 35%, περίπου, από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή διατηρούν τη χρηματοοικονομική ισχύ τους στην αρχή της παρακμής αλλά υπόκεινται σε φθορά αυτής προς το τέλος περιόδου της παρακμής.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ, ΠΕΛΑΤΕΣ, ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ, ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΗΛΙΚΙΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές των μεταβλητών της στρατηγικής ισχύος. Σημειώνεται ότι η ΗΛΙ_t αυξάνεται, εξορισμού, κατά 1 και, συνεπώς, δεν υφίσταται λόγος για την πραγματοποίηση ελέγχων για τη σημαντικότητα της μεταβολής ανάμεσα σε δύο χρονικές περιόδους.

Πίνακας 7.16 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των ΜΕΡ_t, ΑΝΘΕ_t, ΤΕΧΝ_t, ΠΕΛ_t, ΑΠΕΡ_t, ΔΙΑΦ_t και ΗΛΙ_t – Εταιρίες που παράκμασαν

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
ΜΕΡ_t	**ΝΑ**	20	21	23	20	**N**	17	17	15	13
	ΝΚΚ	19	20	20	17	**MO_T**	0,361	0,149	0,136	0,180
	KS	0,079	0,126	0,338	0,378	**MO_A**	0,488	0,228	0,162	0,413
	ΜΟ	0,466	0,359	0,205	0,160	**ΔΤΑ**	-0,127	-0,079	-0,027	-0,232
	Δ	0,175	0,154	0,110	0,072	**T-SIG**	0,119	0,117	0,011	0,091
	ΤΑ	0,725	0,550	0,252	0,176					
ΑΝΘΕ_t	**ΝΑ**	20	21	23	20	**N**	18	18	17	13
	ΝΚΚ	20	21	22	18	**MO_T**	0,691	0,436	0,514	0,315
	KS	0,078	0,112	0,061	0,078	**MO_A**	0,846	0,493	0,715	0,607
	ΜΟ	0,796	0,841	0,655	0,487	**ΔΤΑ**	-0,155	-0,056	-0,201	-0,293
	Δ	0,378	0,296	0,285	0,257	**T-SIG**	0,115	0,354	0,177	0,097
	ΤΑ	1,107	1,112	1,038	0,871					
ΤΕΧΝ_t	**ΝΑ**	42	42	42	40	**N**	42	41	40	39
	ΝΚΚ	42	42	42	40	**MO_T**	0,366	0,361	0,355	0,361
	KS	0,675	0,846	0,969	0,793	**MO_A**	0,397	0,363	0,361	0,378
	ΜΟ	0,397	0,366	0,361	0,355	**ΔΤΑ**	-0,031	-0,002	-0,005	-0,017
	Δ	0,371	0,380	0,380	0,356	**T-SIG**	0,238	0,885	0,755	0,636
	ΤΑ	0,202	0,175	0,180	0,190					
ΠΕΛ_t	**ΝΑ**	43	43	43	43	**N**	42	42	42	42
	ΝΚΚ	43	42	43	42	**MO_T**	187	192	208	208
	KS	0,072	0,141	0,103	0,134	**MO_A**	187	187	192	187
	ΜΟ	193	187	208	208	**ΔΤΑ**	0	5	15	21
	Δ	158	175	160	159	**T-SIG**	0,965	0,723	0,502	0,313
	ΤΑ	127	116	164	133					
ΑΠΕΡ_t	**ΝΑ**	35	36	36	38	**N**	34	33	30	31
	ΝΚΚ	35	36	34	34	**MO_T**	0,214	0,209	0,189	0,191
	KS	0,091	0,072	0,108	0,089	**MO_A**	0,214	0,205	0,197	0,190
	ΜΟ	0,214	0,212	0,210	0,186	**ΔΤΑ**	0,000	0,004	-0,008	0,001
	Δ	0,172	0,142	0,148	0,142	**T-SIG**	0,983	0,695	0,465	0,953
	ΤΑ	0,189	0,158	0,175	0,132					
ΔΙΑΦ_t	**ΝΑ**	31	31	32	29	**N**	29	30	26	23
	ΝΚΚ	31	31	32	29	**MO_T**	0,608	0,642	0,765	0,785
	KS	0,535	0,526	0,610	0,207	**MO_A**	0,651	0,630	0,660	0,626
	ΜΟ	0,660	0,631	0,631	0,706	**ΔΤΑ**	-0,043	0,012	0,105	0,159
	Δ	0,758	0,666	0,700	0,657	**T-SIG**	0,500	0,854	0,488	0,314
	ΤΑ	0,472	0,519	0,497	0,831					
ΗΛΙ_t	**ΝΑ**	40	40	40	40					
	ΝΚΚ	40	40	40	40					
	KS	0,192	0,192	0,192	0,192					
	ΜΟ	26	27	28	29					
	Δ	26	27	28	29					
	ΤΑ	14	14	14	14					

Όσον αφορά στην κατανομή των μεταβλητών που αναφέρονται στον πίνακα 7.17, παρατηρούμε ότι στις περισσότερες περιπτώσεις προσεγγίζεται από τα αρχικά δεδομένα ενώ, όταν αυτό δε συμβαίνει, αρκεί η απαλοιφή ολιγάριθμων ακραίων τιμών. Η εξέταση της ΜΕΡ_t υποδεικνύει ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή υπόκεινται σε διαρκή μείωση του μεριδίου αγοράς που κατέχουν από την αρχή ως το τέλος της παρακμής. Ωστόσο, η μοναδική σημαντική μείωση, κατά 17%, παρατηρείται προς το τέλος της περιόδου, από το έτος 2 στο έτος 3. Η απώλεια μεριδίου αγοράς είναι, επίσης, εμφανής από τη διάμεσο που υποδεικνύει ότι πριν την παρακμή το 50% των εταιριών κατέχει μερίδιο αγοράς μεγαλύτερο του 17,5% ενώ στο τέλος της παρακμής η αντίστοιχη τιμή ισούται με 7,2%, μειωμένη κατά 59%, περίπου. Σχετικά με την ανταγωνιστική θέση βάσει μεριδίου αγοράς της εταιρίας και

των 5 κύριων ανταγωνιστών, ΑΝΘΕ_t, προκύπτει ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή δεν υστερούν σε ανταγωνιστική ισχύ καθώς οι πωλήσεις τους ισούνται με 65,5% έως 79,6% των πωλήσεων των κύριων ανταγωνιστών από το έτος 0 μέχρι και το έτος 2. Παρά το γεγονός ότι η ΑΝΘΕ_t μειώνεται σε 48,7% στο τελευταίο έτος της παρακμής, η μείωση δεν είναι σημαντική. Τα παραπάνω ευρήματα διαφοροποιούνται κατόπιν εξέτασης της διαμέσου που υποδεικνύει ότι η ανταγωνιστική θέση είναι σαφώς πιο αδύναμη συγκριτικά με την ανταγωνιστική θέση που προκύπτει από την εξέταση του μέσου όρου. Αυτό οφείλεται στην υψηλή τιμή της τυπικής απόκλισης και την επιρροή των τιμών που είναι μεγαλύτερες της διαμέσου. Όσον αφορά στην ανταγωνιστική θέση βάσει της «ηλικίας» των περιουσιακών στοιχείων, η ΤΕΧΝ_t υποδεικνύει ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή διαθέτουν μάλλον σύγχρονα περιουσιακά στοιχείων δεδομένου ότι, σε όλα τα έτη, τα ενσώματα πάγια έχουν αποσβεστεί, κατά μέσο όρο, σε ποσοστό μικρότερο του 40%. Παρόμοια συμπεράσματα προκύπτουν από τη διάμεσο. Επιπρόσθετα, οι μη σημαντικές μεταβολές υποδεικνύουν ότι δεν υπάρχει καθαρή προσθήκη ή μείωση ενσώματων παγίων κατά τη διάρκεια της παρακμής. Παρόμοια σταθερότητα διέπει την ΠΕΛ_t που υποδεικνύει ότι η διάρκεια πίστωσης που χορηγούν στους πελάτες οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή κυμαίνεται μεταξύ 187 και 208 ημερών σε όλα τα έτη. Επίσης, σύμφωνα με τη διάμεσο, το 50% των εταιριών εισπράττει τις απαιτήσεις σε διάστημα μεγαλύτερο των 158 ημερών σε όλα τα έτη. Η παραγωγικότητα των εργαζομένων, ΑΠΕΡ_t, μειώνεται συνεχώς από το έτος 0 στο έτος 3 αλλά οι εν λόγω μειώσεις είναι περιορισμένες και μη σημαντικές. Ο μέσος όρος παραγωγικότητας των εργαζομένων κυμαίνεται μεταξύ €186.000 και €214.000 ενώ για το 50% των εταιριών οι αντίστοιχες τιμές ισούνται με €142.000 και €172.000. Όσον αφορά στο βαθμό διαφοροποίησης των εταιριών, παρατηρούμε ότι οι σχετικές μεταβολές είναι περιορισμένες και μη σημαντικές. Ο μέσος όρος της ΔΙΑΦ_t κυμαίνεται μεταξύ 0,631 και 0,706 κατά την περίοδο παρακμής ενώ το 50% των εταιριών εμφανίζει ΔΙΑΦ_t από 0,657 έως 0,758. Για να ερμηνευτούν οι παραπάνω τιμές αναφέρουμε, ενδεικτικά, ότι όταν οι πωλήσεις προέρχονται εξολοκλήρου από έναν κλάδο η ΔΙΑΦ_t ισούται με 0, όταν οι πωλήσεις προέρχονται κατά το ίδιο ποσοστό από δύο κλάδους η ΔΙΑΦ_t ισούται με 0,7 ενώ όταν οι πωλήσεις προέρχονται σε ποσοστό 75% από έναν κλάδο και 25% από άλλον κλάδο, η ΔΙΑΦ_t ισούται με 0,56. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η ερμηνεία της ΔΙΑΦ_t έχει ουσιαστικό νόημα μόνο για σκοπούς σύγκρισης μεταξύ εταιριών ή διαφορετικών χρονικών περιόδων. Σχετικά με

την ηλικία των εταιριών, ΗΛΙ_t, παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή ιδρύθηκαν, κατά μέσο όρο, 26 χρόνια πριν την έναρξη της παρακμής. Συνοψίζοντας τα παραπάνω ευρήματα, συμπεραίνουμε ότι η στρατηγική ισχύς των εταιριών παραμένει, με ελάχιστες εξαιρέσεις, αμετάβλητη από την αρχή έως το τέλος της παρακμής. Οι εν λόγω εταιρίες διαθέτουν αξιοσημείωτο μερίδιο αγοράς και ανταγωνιστική θέση βάσει πωλήσεων. Αυτό είναι αναμενόμενο όταν εξετάζουμε εισηγμένες εταιρίες που, γενικά, θεωρούνται «κυρίαρχες» στους κλάδους όπου δραστηριοποιούνται. Οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή διαθέτουν ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία που δεν έχουν αποσβεστεί κατά το μεγαλύτερο ποσοστό και εισπράττουν τις απαιτήσεις τους σε διάστημα 5 έως 6 μηνών. Επίσης, η παραγωγικότητα των εργαζομένων δε μεταβάλλεται σημαντικά και το ίδιο συμβαίνει με το βαθμό διαφοροποίησης. Τέλος, η «εμπειρία» των εταιριών ισούται με, περίπου, 25 έτη πριν την έναρξη της παρακμής.

7.3.3.4 Καταγραφή και ανάλυση του Πλαισίου των υγιών εταιριών

Στη συνέχεια της ανάλυσης εξετάζονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές των μεταβλητών Πλαισίου για τις υγιείς εταιρίες. Η ανάλυση διαρθρώνεται όπως στην προηγούμενη παράγραφο.

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ: ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ*

Εφόσον το δείγμα των υγιών εταιριών προέρχεται από την ίδια χρονική περίοδο με το δείγμα των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και οι συνθήκες μακροοικονομικού περιβάλλοντος είναι ίδιες για όλες τις εταιρίες, παραπέμπουμε στην ανάλυση των μεταβλητών ΑΝΑ_t και ΑΝΕ_t της προηγούμενης παραγράφου.

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΚΛΑΔΟΣ: ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι έλεγχοι σημαντικότητας των μεταβολών για τις μεταβλητές MZ_t και ΑΝΤ_t. Τα σχόλια για τον έλεγχο σημαντικότητας του μέσου της MZ_t που αναφέρθηκαν στο αντίστοιχο τμήμα της προηγούμενης παραγράφου ισχύουν, επίσης, εδώ.

Πίνακας 7.17 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των MZ_t και ΑΝΤ_t – Υγιείς Εταιρίες

Περιγραφικά Στατιστικά				Μεταβολές			
T0	**T1**	**T2**	**T3**	**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**

MZ_t	**NA**	16	11	9	12					
	NKK	15	11	6	12					
	KS-SIG	0,119	0,222	0,113	0,281					
	MO	0,411 (0,036)	0,306 (0,048)	0,351 (0,117)	0,270 (0,068)					
	Δ	0,177	0,121	0,135	0,098					
	TA	0,687	0,451	0,600	0,463					
ANT_t	**NA**	18	13	14	14	**N**	11	9	12	8
	NKK	18	13	14	14	**MO_T**	0,426	0,323	0,413	0,450
	KS	0,696	0,325	0,605	0,832	**MO_A**	0,443	0,305	0,389	0,428
	MO	0,524	0,408	0,396	0,473	**ΔTA**	-0,017	0,018	0,024	0,022
	Δ	0,428	0,364	0,338	0,449	**T-SIG**	0,238	0,526	0,213	0,646
	TA	0,293	0,258	0,243	0,290					

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι, για τις υγιείς εταιρίες, η ζήτηση του κλάδου, MZ_t, αυξάνεται σε κάθε έτος και η σχετική μεταβολή είναι σημαντική από το έτος 0 στο έτος 1 και από το έτος 1 στο έτος 2. Όσον αφορά στον ανταγωνισμό, παρατηρούμε ότι η συγκέντρωση των πωλήσεων, όπως αποδίδεται από τη μεταβλητή ANT_t, μειώνεται μέχρι και το έτος 2 και αυξάνεται από το έτος 2 στο έτος 3. Ωστόσο, καμία μεταβολή δεν είναι σημαντική. Σύμφωνα με τη διάμεσο της ANT_t, το 50% των εταιριών λειτουργεί σε κλάδους όπου οι αθροιστικές πωλήσεις των 5 «ηγέτιδων» εταιριών δεν υπερβαίνουν το 45%, περίπου, των συνολικών πωλήσεων κλάδου. Δεδομένου ότι η ζήτηση του κλάδου είτε αυξάνεται σημαντικά είτε παραμένει αμετάβλητη και η ένταση ανταγωνισμού δε μεταβάλλεται, προκύπτει ότι οι υγιείς εταιρίες λειτουργούν σε κλάδους με σταθερές ή, σε κάποιες περιπτώσεις, ευνοϊκές συνθήκεσ.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ: ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές της ΣΚ_t για τις υγιείς εταιρίες.

Πίνακας 7.18 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές της ΣΚ_t – Υγιείς Εταιρίες

		Περιγραφικά Στατιστικά					**Μεταβολές**			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
ΣΚ_t	**NA**	43	43	43	43	**N**	39	35	36	39
	NKK	43	39	36	39	**MO_T**	1,151	1,123	1,116	1,131
	KS	0,051	0,057	0,095	0,071	**MO_A**	1,142	1,127	1,123	1,143
	MO	1,175	1,151	1,123	1,131	**ΔTA**	0,010	-0,004	-0,007	-0,012
	Δ	1,122	1,117	1,115	1,112	**T-SIG**	0,255	0,677	0,311	0,526
	TA	0,166	0,109	0,051	0,076					

Όπως παρατηρούμε στον παραπάνω πίνακα, οι πωλήσεις των υγιών εταιριών είναι σε κάθε έτος μεγαλύτερες των μόνιμων ταμειακών εξόδων και κόστους. Επιπρόσθετα, η προαναφερθείσα κατάσταση δε μεταβάλλεται δεδομένου ότι οποιαδήποτε μεταβολή της ΣΚ_t είναι μη σημαντική και μπορεί να θεωρηθεί αμελητέα. Βάσει των

παραπάνω, συμπεραίνουμε ότι οι υγιείς εταιρίες επιτυγχάνουν σε κάθε έτος και χωρίς σημαντικές μεταβολές το ταμειακό νεκρό σημείο τους.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ: ΠΙΣΤΩΤΕΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές των μεταβλητών που αφορούν στους πιστωτές των υγιών εταιριών.

Πίνακας 7.19 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των ΠΙΣ1_t, ΠΙΣ2_t, ΠΙΣ3_t, ΠΙΣ4_t και ΠΙΣ_t – Υγιείς Εταιρίες

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	T1	T2	T3		T0 σε T1	T1 σε T2	T2 σε T3	T0 σε T3
ΠΙΣ1_t	NA	43	43	42	42	N	43	42	42	42
	NKK	43	43	42	42	MO_T	0,440	0,465	0,473	0,473
	KS	0,676	0,817	0,609	0,361	MO_A	0,417	0,433	0,465	0,409
	MO	0,417	0,440	0,465	0,473	ΔΤΑ	0,023	0,032	0,008	0,064
	Δ	0,464	0,459	0,486	0,526	T-SIG	0,304	0,395	0,809	0,013
	TA	0,254	0,260	0,294	0,274					
ΠΙΣ2_t	NA	43	43	42	42	N	43	40	40	41
	NKK	43	43	40	41	MO_T	0,094	0,074	0,071	0,072
	KS	0,084	0,279	0,290	0,176	MO_A	0,101	0,086	0,074	0,094
	MO	0,101	0,094	0,074	0,072	ΔΤΑ	-0,007	-0,012	-0,003	-0,022
	Δ	0,074	0,078	0,054	0,054	T-SIG	0,325	0,084	0,717	0,015
	TA	0,085	0,081	0,066	0,062					
ΠΙΣ3_t	NA	43	43	42	42	N	43	42	42	42
	NKK	43	43	42	42	MO_T	0,465	0,435	0,446	0,446
	KS	0,801	0,945	0,131	0,588	MO_A	0,482	0,472	0,435	0,490
	MO	0,482	0,465	0,435	0,446	ΔΤΑ	-0,017	-0,037	0,011	-0,045
	Δ	0,461	0,450	0,412	0,395	T-SIG	0,455	0,462	0,817	0,061
	TA	0,217	0,217	0,327	0,224					
ΠΙΣ4_t	NA	43	43	42	42	N	43	42	42	42
	NKK	43	43	42	42	MO_T	0,325	0,328	0,310	0,310
	KS	0,523	0,878	0,495	0,808	MO_A	0,329	0,315	0,328	0,322
	MO	0,329	0,325	0,328	0,310	ΔΤΑ	-0,004	0,012	-0,017	-0,011
	Δ	0,305	0,331	0,301	0,277	T-SIG	0,901	0,768	0,648	0,738
	TA	0,239	0,235	0,289	0,241					
ΠΙΣ5_t	NA	43	43	42	42	N	39	37	40	40
	NKK	41	39	40	42	MO_T	1,165	1,208	1,169	1,172
	KS	0,141	0,090	0,142	0,382	MO_A	1,251	1,191	1,353	1,381
	MO	1,354	1,165	1,353	1,198	ΔΤΑ	-0,087	0,017	-0,184	-0,209
	Δ	0,968	0,980	1,130	1,063	T-SIG	0,230	0,762	0,121	0,136
	TA	1,231	0,961	1,074	0,778					

Η κατανομή των μεταβλητών που αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα προσεγγίζει την κανονική είτε από τα αρχικά δεδομένα είτε κατόπιν αποκλεισμού το πολύ τεσσάρων τιμών. Από τους ελέγχους σημαντικότητας των μεταβολών προκύπτει ότι οι μεταβλητές που αφορούν στους πιστωτές εμφανίζουν αξιοσημείωτη σταθερότητα καθώς υφίστανται δύο μόνο περιπτώσεις όπου οι σχετικές μεταβολές είναι σημαντικές και αφορούν στην αύξηση κατά 16% της συμμετοχής του ενέγγυου χρέους στις συνολικές υποχρεώσεις και τη μείωση κατά 23% των οφειλών προς το Δημόσιο στις συνολικές υποχρεώσεις, ΠΙΣ1_t και ΠΙΣ2_t, αντίστοιχα, από το έτος 9 στο έτος 3. Κατά μέσο όρο, η συμμετοχή του ενέγγυου χρέους στις συνολικές υποχρεώσεις κυμαίνεται από 42% έως 47% και στο 50% των εταιριών (βάσει

διαμέσου) από 46% έως 53%. Η συμμετοχή των οφειλών προς το Δημόσιο στις συνολικές υποχρεώσεις κυμαίνεται, κατά μέσο όρο, από 7% έως 10% και, βάσει διαμέσου δεν υπερβαίνει, σε κανένα έτος, το 8% στο 50% των εταιριών. Η συμμετοχή των λοιπών (εμπορικών) βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στις συνολικές υποχρεώσεις, ΠΙΣ3_t, λαμβάνει, κατά μέσο όρο, τιμές από 43% έως 48% και στο 50% των εταιριών υπερβαίνει το 40% σε κάθε έτος,. Όσον αφορά στη συμμετοχή του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ΠΙΣ4_t, παρατηρούμε ότι λαμβάνει, κατά μέσο, όρο τιμές μικρότερες του 33% ενώ, σύμφωνα με τη διάμεσο, δεν υπερβαίνει, σε κανένα έτος, το 33% στο 50% των εταιριών. Τέλος, όσον αφορά στη σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων, ο μέσος όρος υποδεικνύει ότι παραμένει σταθερή σε επίπεδα άνω της μονάδας. Παρά την υψηλή τυπική απόκλιση, 1 στις 2 εταιρίες εμφανίζει σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων που προσεγγίζει η υπερβαίνει τη μονάδα σε κάθε έτος. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι υγιείς εταιρίες δε μεταβάλλουν ιδιαίτερα το μίγμα χρηματοδότησης χρηματοδοτούνται σε μεγαλύτερο ποσοστό με ίδια κεφάλαια ενώ οι υποχρεώσεις διαχωρίζονται αναλογικά σε ενέγγυες και μη.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται οι αναλογίες και οι σχετικές μεταβολές που αφορούν στα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά των εταιριών που παράκμασαν. Τα σχόλια για τις μεταβλητές ΙΔ4_t, ΙΔ5_t, ΙΔ6_t και ΙΔ7_t που αναφέρθηκαν στο αντίστοιχο τμήμα της προηγούμενης παραγράφου ισχύουν, επίσης, εδώ.

Πίνακας 7.20 Αναλογίες και μεταβολές των ΙΔ1_t, ΙΔ2_t, ΙΔ3_t και ΙΔ8_t – Υγιείς Εταιρίες

		Αναλογίες					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
	NA	34	34	40	41	**N**	33	34	40	34
1Δ1_t	**P(1)**	0,82	0,79	0,75	0,76	**P(M)**	0,03	0,12	0,03	0,12
	t	4,95	4,24	3,65	3,82	**t**	1,02	2,13	1,01	2,13
	NA	34	34	40	41	**N**	33	34	40	34
ΙΔ2_t	**P(1)**	0,00	0,03	0,05	0,05	**P(M)**	0,03	0,03	0,00	0,06
	t	-	-16,24	-13,06	-13,41	**t**	1,02	1,02	-	1,46
	NA	34	34	40	41	**N**	33	34	40	34
ΙΔ3_t	**P(1)**	0,12	0,12	0,13	0,12	**P(M)**	0,00	0,03	0,00	0,03
	t	-6,92	-6,92	-7,17	-7,40	**t**	-	1,02	-	1,02
	NA	26	33	34	41					
ΙΔ8_t	**P(1)**	0,04	0,03	0,03	0,00					
	t	-12,24	-15,74	-16,24	-					

Από την εξέταση της ΙΔ1_t προκύπτει ότι η αναλογία των εταιριών όπου ΙΔ1_t= 1 είναι, σε κάθε έτος, σημαντικά μεγαλύτερη του 50% υποδεικνύοντας ότι στην πλειονότητα των υγιών εταιριών ο απόλυτος έλεγχος ανήκει σε φυσικά πρόσωπα. Η αναλογία των εταιριών όπου υπάρχει μεταβολή της προαναφερθείσας κατάστασης, από το έτος 1 στο έτος 2 και από την αρχή έως το τέλος της περιόδου, διαφέρει σημαντικά από το μηδέν αλλά αφορά στη μειοψηφία των εταιριών. Παρόμοια συμπεράσματα προκύπτουν από την εξέταση των ΙΔ2_t και ΙΔ3_t. Αναλυτικότερα, η αναλογία των εταιριών όπου ΙΔ2_t= 1 ή ΙΔ3_t= 1 είναι, σε κάθε έτος, σημαντικά μικρότερη του 50% και η αναλογία των εταιριών όπου παρατηρείται μεταβολή τιμών των ΙΔ2_t και ΙΔ3_t είτε είναι μηδενική είτε δε διαφέρει σημαντικά από το μηδέν. Επιπρόσθετα, η αναλογία των εταιριών όπου υπάρχει μεταβολή στον έλεγχο είναι σημαντικά μικρότερη από την αναλογία των εταιριών όπου δεν υπάρχει αντίστοιχη μεταβολή. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι ο απόλυτος έλεγχος των υγιών εταιριών ασκείται, στην πλειονότητα, των περιπτώσεων από φυσικά πρόσωπα. Όσον αφορά στο πλήθος των φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων, οι σχετικοί έλεγχοι (παραλείπονται χάριν συντομίας) υποδεικνύουν ότι στα έτη 0 και 1 η αναλογία εταιριών όπου ο απόλυτος έλεγχος ανήκει σε ένα φυσικό πρόσωπο μεγαλομέτοχο είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την αναλογία των εταιριών όπου ο απόλυτος έλεγχος ανήκει σε περισσότερα του ενός φυσικά πρόσωπα. Ωστόσο, οι δύο προαναφερθείσες αναλογίες δε διαφέρουν σημαντικά στα έτη 2 και 3. Η αναλογία εταιριών με μεταβολή της τιμής ΙΔ4_t διαφέρει σημαντικά από το μηδέν για τις μεταβολές από το έτος 1 στο έτος 2 και από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Σε αυτές τις περιπτώσεις παρατηρείται αύξηση του πλήθους των φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων. Όσον αφορά στο πλήθος των θεσμικών προσώπων μεγαλομετόχων, ΙΔ5_t, οι σχετικοί έλεγχοι υποδεικνύουν ότι, σε κάθε έτος, η αναλογία εταιριών όπου ΙΔ5_t= 0 είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας εταιριών όπου ΙΔ5_t> 0. Σχετικά με το πλήθος των νομικών προσώπων μεγαλομετόχων, ΙΔ6_t, προκύπτει ότι, σε κάθε έτος, η αναλογία εταιριών όπου ΙΔ6_t= 0 είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας εταιριών όπου ΙΔ6_t> 0. Αναφορικά με το συνολικό πλήθος μεγαλομετόχων, ΙΔ7_t, οι σχετικοί έλεγχοι υποδεικνύουν ότι, σε κάθε έτος, η αναλογία εταιριών όπου ΙΔ7_t≤ 2 είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας εταιριών όπου ΙΔ7_t> 2. Συνοψίζοντας, η πλειονότητα των υγιών εταιριών ελέγχεται από φυσικά πρόσωπα μεγαλομετόχους. Στα δύο πρώτα έτη, στην πλειονότητα των εταιριών υφίσταται ένα φυσικό πρόσωπο μεγαλομέτοχος ενώ στα δύο τελευταία έτη

υφίστανται τουλάχιστον δύο φυσικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι. Ωστόσο, η προσθήκη επιπλέον φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων δε μεταβάλλει το καθεστώς ελέγχου σε κάποιο έτος. Στις περισσότερες περιπτώσεις δεν υφίστανται θεσμικά ή άλλα νομικά πρόσωπα μεγαλομέτοχοι και το σύνολο των μεγαλομετόχων ισούται με το πολύ 2.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται οι αναλογίες και οι σχετικές μεταβολές που αφορούν στα διοικητικά χαρακτηριστικά των εταιριών που παράκμασαν. Τα σχόλια για τις μεταβλητές ΑΛΔΣ_0 και ΑΛΠΡ_0 που παρατέηθκαν στο αντίστοιχο τμήμα της προηγούμενης παραγράφου ισχύουν, επίσης, εδώ.

Πίνακας 7.21 Αναλογίες και μεταβολές των ΔΔΣ_t, ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t – Υγιείς Εταιρίες

		Αναλογίες					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
	NA	43	43	43	43	**N**	43	43	43	43
ΔΔΣ_t	**P(1)**	0,70	0,60	0,58	0,58	**P(M)**	0,12	0,02	0,00	0,14
	t	2,82	1,40	1,08	1,08	**t**	2,38	1,01	-	2,64
	NA		42	43	43					
ΑΛΔΣ_t	**P(1)**		0,10	0,02	0,02					
	t		-8,94	-20,74	-20,74					
	NA		42	43	43					
ΑΛΔΣ_t	**P(1)**		0,05	0,02	0,02					
	t		-13,77	-20,74	-20,74					

Από τον πίνακα 7.21 προκύπτει ότι στο έτος 0, η πλειονότητα των υγιών εταιριών διέπεται από δυαδικότητα διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου. Ωστόσο, η σημαντική μεταβολή της αναλογίας εταιριών με διαφορετικό καθεστώς δυαδικότητας από το έτος 0 στο έτος 1, αν και περιορισμένη σε έκταση (περίπου 1 στις 10 εταιρίες), οδηγεί σε μη σημαντική διαφορά μεταξύ της αναλογίας εταιριών με δυαδικότητα και της αναλογίας εταιριών χωρίς δυαδικότητα στα υπόλοιπα έτη. Επίσης, στην πλειονότητα των περιπτώσεων τα πρόσωπα που κατέχουν τις θέσεις του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου δεν αντικαθίστανται. Συνολικά, προκύπτει ότι οι περισσότερες υγιείς εταιρίες επιλέγουν το καθεστώς μη δυαδικότητας από το έτος 1 και έπειτα και δεν προβαίνουν σε αντικατάσταση των προσώπων που κατέχουν τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΓΕΘΟΣ, ΠΛΕΟΝΑΖΟΝΤΕΣ ΠΟΡΟΙ, ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές των μεταβλητών της χρηματοοικονομικής ισχύος. Το σχόλιο για τη μεθοδολογία ανάλυσης της ΕΞΑΣ_t που αναφέρθηκε στο αντίστοιχο τμήμα της προηγούμενης παραγράφου ισχύει, επίσης, εδώ.

Πίνακας 7.22 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των M1_t, M2_t, M3_t, ΠΛΕΟ_t, ΡΕΥ_t και ΑΞΔΥ_t και αναλογίες και μεταβολές της ΕΞΑΣ_t – Υγιείς Εταιρίες

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
M1_t	**NA**	43	43	43	43	**N**	43	43	43	43
	NKK	43	43	43	43	**MO_T**	18,09	18,24	18,31	18,31
	KS	0,850	0,771	0,988	0,822	**MO_A**	17,84	18,09	18,24	17,84
	MO	17,84	18,09	18,24	18,31	**ΔΤΑ**	0,25	0,15	0,07	0,47
	Δ	17,85	18,25	18,36	18,41	**T-SIG**	0,001	0,000	0,001	0,000
	ΤΑ	1,12	1,19	1,21	1,17					
M2_t	**NA**	43	43	43	43	**N**	43	43	43	43
	NKK	43	43	43	43	**MO_T**	17,72	17,89	17,94	17,94
	KS	0,747	0,891	0,938	0,882	**MO_A**	17,53	17,72	17,89	17,53
	MO	17,53	17,72	17,89	17,94	**ΔΤΑ**	0,19	0,17	0,05	0,41
	Δ	17,58	17,77	18,00	18,06	**T-SIG**	0,006	0,000	0,123	0,000
	ΤΑ	1,27	1,28	1,27	1,25					
M3_t	**NA**	29	33	38	39	**N**	28	33	37	29
	NKK	29	33	38	39	**MO_T**	6,02	6,15	6,08	6,14
	KS	0,992	0,997	0,929	0,643	**MO_A**	5,87	6,05	6,02	5,85
	MO	5,85	6,05	6,05	6,01	**ΔΤΑ**	0,15	0,10	0,06	0,30
	Δ	5,73	5,97	6,19	6,30	**T-SIG**	0,050	0,008	0,095	0,020
	ΤΑ	1,05	0,99	1,08	1,09					
ΠΛΕΟ_t	**NA**	43	43	42	43	**N**	43	42	42	42
	NKK	43	43	42	42	**MO_T**	0,744	0,752	0,713	0,713
	KS	0,915	0,704	0,640	0,865	**MO_A**	0,756	0,753	0,752	0,767
	MO	0,756	0,744	0,752	0,713	**ΔΤΑ**	-0,012	-0,001	-0,039	-0,054
	Δ	0,752	0,755	0,762	0,712	**T-SIG**	0,477	0,958	0,023	0,012
	ΤΑ	0,171	0,175	0,175	0,186					
ΡΕΥ_t	**NA**	43	43	42	42	**N**	34	30	33	34
	NKK	35	35	33	42	**MO_T**	0,169	0,203	0,260	0,262
	KS	0,105	0,110	0,051	0,099	**MO_A**	0,184	0,146	0,242	0,180
	MO	0,181	0,186	0,242	0,419	**ΔΤΑ**	-0,014	0,057	0,018	0,083
	Δ	0,100	0,145	0,151	0,273	**T-SIG**	0,621	0,142	0,601	0,060
	ΤΑ	0,197	0,166	0,216	0,460					
ΑΞΔΥ_t	**NA**	43	43	42	42	**N**	40	39	39	38
	NKK	40	41	40	39	**MO_T**	3,76	3,85	3,53	3,33
	KS	0,149	0,504	0,074	0,056	**MO_A**	4,61	3,72	3,79	4,43
	MO	4,61	3,91	4,01	3,53	**ΔΤΑ**	-0,85	0,14	-0,25	-1,10
	Δ	3,56	3,19	2,50	2,55	**T-SIG**	0,112	0,526	0,280	0,160
	ΤΑ	4,65	3,13	3,59	3,24					

		Αναλογίες					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
ΕΞΑΣ_t	**NA**	43	43	42	42	**NA**	43	43	43	42
	P(1)	0,23	0,28	0,29	0,40	**P(M)**	0,09	0,09	0,12	0,21
	t	-4,15	-3,23	-3,07	-1,26	**t**	2,10	2,10	2,38	3,38

Από την εξέταση των M1_t, M2_t και M3_t προκύπτει ότι, με εξαίρεση τη μεταβολή των M2 και M3 από το έτος 2 στο έτος 3, το μέγεθος των υγιών εταιριών αυξάνεται σημαντικά από έτος σε έτος και από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Η μετατροπή των λογάριθμων σε αξίες, υποδεικνύει ότι το ενεργητικό των υγιών εταιριών παρουσιάζει διαδοχικές ετήσιες αυξήσεις κατά 28%, 16% και 7% και αύξηση κατά 60% από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Οι διαδοχικές ετήσιες αυξήσεις των πωλήσεων ισούνται με 21%, 19% και 5% ενώ η αύξηση από την αρχή στο τέλος της

περιόδου ισούνται με 51%. Παρόμοια, το πλήθος εργαζομένων αυξάνεται ετησίως κατά 16%, 11% και 6% και κατά 34% από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Συνοψίζοντας, στην αρχή της περιόδου, οι υγιείς εταιρίες διαθέτουν, κατά μέσο όρο, ενεργητικό αξίας €55.951.735, διενεργούν πωλήσεις αξίας €41.037.630 και απασχολούν 354 εργαζόμενους ενώ στο τέλος της περιόδου τα παραπάνω μεγέθη διαμορφώνονται σε €89.522.451, €61.836.230 και 437. Προκύπτει, λοιπόν, ότι οι υγιείς εταιρίες βρίσκονται σε διαρκή επέκταση, ανεξαρτήτως μεταβλητής μεγέθους, από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Όσον αφορά στις ομοιότητες κατάταξης βάσει των τριών μεταβλητών ισχύει ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, οδηγεί σε ίδια αποτελέσματα (κατάταξη της εταιρίας στο ίδιο «μισό» βάσει των τριών μεταβλητών).

Όσον αφορά στην κατανομή των ΠΛΕΟ_t και ΑΞΔΥ_t η κανονική κατανομή προσεγγίζεται είτε από τα αρχικά δεδομένα είτε κατόπιν αποκλεισμού ολιγάριθμων τιμών. Στην περίπτωση της ΡΕΥ_t απαιτείται απαλοιφή περισσότερων τιμών. Οι πλεονάζοντες πόροι, ΠΛΕΟ_t, των υγιών εταιριών μειώνονται διαρκώς από την αρχή στο τέλος της παρακμής αλλά η εν λόγω μείωση είναι σημαντική από το έτος 2 στο 3 και από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η μείωση των πλεοναζόντων πόρων είναι περιορισμένης έκτασης καθώς δεν ξεπερνά, σε καμία περίπτωση, το 7%. Για το σύνολο της περιόδου, οι πλεονάζοντες πόροι των υγιών εταιριών ισούνται, κατά μέσο όρο, με, τουλάχιστον, 71% των πάγιων και ταχέως ρευστοποιήσιμων των περιουσιακών στοιχείων. Ανάλογο συμπέρασμα προκύπτει βάσει διαμέσου της ΠΛΕΟ_t. Σχετικά με την αναλογία εταιριών με εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων, προκύπτει ότι είναι σημαντικά μικρότερη της αναλογίας εταιριών χωρίς εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων στα τρία πρώτα έτη αλλά οι προαναφερθείσες αναλογίες δε διαφέρουν σημαντικά στο έτος 3. Συνεπώς, η σημαντική μεταβολή της αναλογίας των εταιριών με διαφορετικό καθεστώς εξασφαλίσεων σε δύο διαδοχικές χρονικές περιόδου οφείλεται στην αύξηση της αναλογίας εταιριών με εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων. Όσον αφορά στη ρευστότητα, ΡΕΥ_t, παρατηρούμε ότι μειώνεται από το έτος 0 στο έτος 1 και αυξάνεται από το έτος 1 και έπειτα και, συνολικά, από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Ωστόσο, καμία μεταβολή δεν είναι σημαντική. Κατά μέσο όρο, τα μετρητά και ισοδύναμα μετρητών των υγιών εταιριών ισούνται με τουλάχιστον 18% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα διατυπώνεται με επιφύλαξη για το έτος 3 όπου η τυπική απόκλιση υπερβαίνει το μέσο όρο. Στο εν λόγω έτος, το 50% των εταιριών διαθέτει μετρητά και ισοδύναμα μετρητών που

υπερβαίνουν το 27% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η αξιοποίηση δυναμικότητας, ΑΞΔΥ_t, των υγιών εταιριών παραμένει σταθερή κατά τη διάρκεια της περιόδου δεδομένου ότι καμία μεταβολή δεν είναι σημαντική. Ανεξαρτήτως έτους, οι πωλήσεις των υγιών εταιριών είναι, κατά μέσο όρο, τουλάχιστον 3,5 φορές υψηλότερες των ενσώματων πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Στα έτη 2 και 3 όπου η τυπική απόκλιση είναι υψηλή, η διάμεσος της ΑΞΔΥ_t υποδεικνύει ότι, για το 50% των εταιριών, η σχέση πωλήσεων-ενεργητικού διαμορφώνεται σε υψηλότερα του 2,5 επίπεδα. Συνοψίζοντας, συμπεραίνουμε ότι, με περιορισμένες εξαιρέσεις, η χρηματοοικονομική ισχύς των υγιών εταιριών δε μεταβάλλεται ιδιαίτερα στην υπό εξέταση περίοδο. Οι σημαντικότερες εξαιρέσεις αφορούν στη μείωση των πλεοναζόντων πόρων και την αύξηση της αναλογίας εταιριών με εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων προς το τέλος της περιόδου.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ, ΠΕΛΑΤΕΣ, ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ, ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΗΛΙΚΙΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται τα περιγραφικά στατιστικά και οι μεταβολές των μεταβλητών της στρατηγικής ισχύος. Το σχόλιο για το μη υπολογισμό των μεταβολών της ΗΛΙ_t ανάμεσα σε δύο χρονικές περιόδους που παρατέθηκε στο αντίστοιχο τμήμα της προηγούμενης παραγράφου ισχύει, επίσης, εδώ.

Πίνακας 7.23 Περιγραφικά στατιστικά και μεταβολές των ΜΕΡ_t, ΑΝΘΕ_t, ΤΕΧΝ_t, ΠΕΛ_t, ΑΠΕΡ_t, ΔΙΑΦ_t και ΗΛΙ_t – Υγιείς Εταιρίες

		Περιγραφικά Στατιστικά					Μεταβολές			
		T0	**T1**	**T2**	**T3**		**T0 σε T1**	**T1 σε T2**	**T2 σε T3**	**T0 σε T3**
ΜΕΡ_t	**ΝΑ**	18	13	14	14	**N**	11	9	11	7
	ΝΚΚ	17	13	13	12	**MO_T**	0,240	0,100	0,098	0,109
	KS	0,058	0,405	0,410	0,758	**MO_A**	0,354	0,123	0,108	0,191
	ΜΟ	0,402	0,208	0,107	0,105	**ΔΤΑ**	-0,115	-0,023	-0,011	-0,082
	Δ	0,147	0,089	0,050	0,070	**T-SIG**	0,197	0,203	0,398	0,133
	ΤΑ	0,513	0,259	0,103	0,095					
ΑΝΘΕ_t	**ΝΑ**	18	13	14	14	**N**	11	9	11	7
	ΝΚΚ	17	13	13	12	**MO_T**	0,464	0,279	0,226	0,223
	KS	0,511	0,628	0,381	0,928	**MO_A**	0,577	0,381	0,304	0,447
	ΜΟ	0,622	0,418	0,288	0,230	**ΔΤΑ**	-0,113	-0,103	-0,078	-0,224
	Δ	0,371	0,297	0,225	0,236	**T-SIG**	0,300	0,318	0,231	0,051
	ΤΑ	0,573	0,372	0,256	0,127					
ΤΕΧΝ_t	**ΝΑ**	43	43	42	42	**N**	43	42	42	42
	ΝΚΚ	43	43	42	42	**MO_T**	0,337	0,328	0,330	0,330
	KS	0,959	0,613	0,920	0,796	**MO_A**	0,373	0,345	0,328	0,377
	ΜΟ	0,373	0,337	0,328	0,330	**ΔΤΑ**	-0,037	-0,016	0,001	-0,048
	Δ	0,358	0,345	0,308	0,298	**T-SIG**	0,033	0,435	0,938	0,146
	ΤΑ	0,193	0,183	0,156	0,164					
ΠΕΛ_t	**ΝΑ**	43	43	42	42	**N**	43	42	42	42
	ΝΚΚ	43	43	42	42	**MO_T**	178	162	163	163
	KS	0,203	0,723	0,592	0,312	**MO_A**	176	178	162	178
	ΜΟ	176	178	162	163	**ΔΤΑ**	2	-16	1	-15
	Δ	162	170	143	133	**T-SIG**	0,814	0,014	0,886	0,239
	ΤΑ	107	95	87	90					

ΑΠΕΡ_t	**NA**	29	33	38	39	**N**	27	33	37	28
	NKK	28	33	38	39	**MO_T**	0,171	0,199	0,191	0,163
	KS	0,053	0,069	0,142	0,062	**MO_A**	0,188	0,199	0,201	0,184
	MO	0,184	0,199	0,198	0,203	**ΔΤΑ**	-0,018	0,000	-0,010	-0,021
	Δ	0,120	0,128	0,131	0,152	**T-SIG**	0,620	0,954	0,312	0,619
	ΤΑ	0,219	0,205	0,171	0,163					
ΔΙΑΦ_t	**NA**	24	18	23	24	**N**	17	15	20	13
	NKK	24	18	23	24	**MO_T**	0,889	0,842	0,730	0,799
	KS	0,602	0,870	0,512	0,740	**MO_A**	0,954	0,862	0,728	0,913
	MO	0,882	0,892	0,790	0,749	**ΔΤΑ**	-0,065	-0,020	0,002	-0,113
	Δ	0,705	0,742	0,630	0,643	**T-SIG**	0,352	0,303	0,937	0,200
	ΤΑ	0,578	0,652	0,612	0,585					
ΗΛΙ_t	**NA**	40	40	40	40					
	NKK	40	40	40	40					
	KS	0,551	0,550	0,550	0,550					
	MO	23	23	24	25					
	Δ	21	20	21	22					
	ΤΑ	14	11	11	11					

Όσον αφορά στην κατανομή των μεταβλητών που αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα, η προσέγγιση της κανονικής κατανομής είτε πραγματοποιείται από τα αρχικά δεδομένα είτε απαιτεί την απαλοιφή ολιγάριθμων τιμών. Πριν προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση, κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι δεν υπάρχουν σημαντικές μεταβολές των εξεταζόμενων μεταβλητών ανά έτος και από την αρχή στο τέλος της περιόδου με εξαίρεση τη μείωση της ΤΕΧΝ_t από το έτος 0 στο έτος 1. Σχετικά με το μερίδιο αγοράς, παρατηρούμε ότι οι υγιείς εταιρίες κατέχουν, κατά μέσο όρο, άνω του 10% σε κάθε έτος. Ωστόσο, η υψηλή τιμή της τυπικής απόκλισης υποδεικνύει ότι ο μέσος όρος επηρεάζεται από τις υψηλές τιμές και αυτό είναι εμφανές από την τιμή της διαμέσου που υπολείπεται του μέσου όρου σε κάθε περίπτωση. Βάσει διαμέσου, προκύπτει ότι το 50% των υγιών εταιριών κατέχει μερίδιο αγοράς άνω του 5% σε κάθε έτος. Ο μέσος όρος της ΑΝΘΕ_t υποδεικνύει ότι οι πωλήσεις των υγιών εταιριών συνιστούν τουλάχιστον το 23% των πωλήσεων των 5 μεγαλύτερων «πωλητών» του κλάδου. Σημειώνεται, όμως, ότι στα πρώτα δύο έτη οι υψηλές τιμές κάποιων παρατηρήσεων επηρεάζουν «προς τα άνω» το μέσο όρο. Σύμφωνα με τη διάμεσο της ΑΝΘΕ_t, στα δύο πρώτα έτη το 50% των υγιών εταιριών πραγματοποιεί πωλήσεις που ισούνται με 37% και 30% των πωλήσεων των 5 μεγαλύτερων «πωλητών» στα έτη 0 και 1, αντίστοιχα. Από την εξέταση της ΤΕΧΝ_t προκύπτει ότι οι υγιείς εταιρίες διαθέτουν μάλλον σύγχρονα ενσώματα πάγια δεδομένου ότι το ποσοστό απόσβεσής τους δεν υπερβαίνει το 37%, περίπου, κατά μέσο όρο ενώ, σύμφωνα με τη διάμεσο, το 50% των εταιριών διαθέτει ενσώματα πάγια που έχουν αποσβεστεί κατά το πολύ 36%. Υπενθυμίζεται, ωστόσο, ότι η μείωση της ΤΕΧΝ_t από το έτος 0 στο έτος 1 είναι σημαντική και υποδεικνύει ότι υφίσταται, έστω και περιορισμένος, «εκσυγχρονισμός» των ενσώματων παγίων κατά 10%, περίπου. Όσον

αφορά στην πιστωτική πολιτική των υγιών εταιριών, παρατηρούμε ότι η διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων δεν υπερβαίνει σε κανένα έτος τις 178 ημέρες και το 50% των εταιριών εισπράττει τις απαιτήσεις σε διάστημα μικρότερο των 170 ημερών. Ο μέσος όρος πωλήσεων ανά εργαζόμενο κυμαίνεται μεταξύ €184.000 και €203.000. Όσον αφορά στο βαθμό διαφοροποίησης, όπως αναφέρθηκε στη σχετική ανάλυση για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή (βλ. παράγραφο 7.3.3.3), η ερμηνεία των τιμών της ΔΙΑΦ_t έχει νόημα μόνο για σκοπούς σύγκρισης. Από την εξέταση του μέσου όρου και της διαμέσου προκύπτει ότι ο βαθμός διαφοροποίησης των εταιριών είναι μεγαλύτερος στο έτος 0 και 1 αλλά υπενθυμίζεται οι μεταβολές του μέσου όρου δεν είναι σημαντικές σε κανένα έτος. Εξετάζοντας την εμπειρία των υγιών εταιριών βάσει ηλικίας, ΗΛΙ_t, προκύπτει ότι στο έτος 0 λειτουργούν, ήδη, 23 έτη κατά μέσο όρο. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η στρατηγική ισχύς των υγιών εταιριών παρουσιάζει σταθερότητα και οι οποιεσδήποτε μεταβολές χαρακτηρίζονται είτε από χαμηλή ένταση είτε από μη σημαντικότητα. Συνολικά, ενώ το μερίδιο αγοράς των υγιών εταιριών δεν είναι ιδιαίτερα υψηλό, οι εν λόγω εταιρίες κατέχουν ισχυρή θέση ως προς τις πωλήσεις των ανταγωνιστών τους, εισπράττουν τις απαιτήσεις τους το πολύ εντός 6 μηνών και διατηρούν την παραγωγικότητα εργαζομένων σε σταθερό επίπεδο. Επιπρόσθετα, οι υγιείς εταιρίες διαθέτουν μάλλον σύγχρονα περιουσιακά στοιχεία και προβαίνουν σε, έστω και περιορισμένο, εκσυγχρονισμό τους στην αρχή της περιόδου. Τέλος, η «ηλικία» των υγιών εταιριών είναι τέτοια που να προσδίδει τα θετικά στοιχεία που συνεπάγεται η πολυετής λειτουργία.

7.3.3.5 Σύγκριση του Πλαισίου ανάμεσα στις εταιρίες που παράκμασαν και τις υγιείς εταιρίες

Κατά την περιγραφή του Πλαισίου των εταιριών, στις δύο προηγούμενες παραγράφους, εστιάσαμε στην καταγραφή των τιμών και τον εντοπισμό σημαντικών μεταβολών των μεταβλητών διατυπώνοντας συμπεράσματα που αφορούν στην εξέταση των εν λόγω μεταβλητών ανά ομάδα εταιριών. Στην παρούσα παράγραφο ασχολούμαστε με τον εντοπισμό των διαφορών ανάμεσα στους παράγοντες του Πλαισίου των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και των υγιών εταιριών. Η σχετική μεθοδολογία ανάλυσης έχει αναφερθεί, ήδη, στις παραγράφους 7.3.2.1 και 7.3.3.1. Σημειώνεται ότι οι μεταβλητές ΑΝΕ_t και ΑΝΑ_t εξαιρούνται από την ανάλυση της παρούσας παραγράφου διότι οι τιμές τους είναι ίδιες για τις δύο ομάδες εταιριών και,

συνεπώς, δεν υφίσταται λόγος συγκρίσεων. Η ανάλυση διαρθρώνεται όπως στις δύο προηγούμενες παραγράφους.

- *ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΚΛΑΔΟΣ: ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα της σύγκρισης των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με τις μεταβλητές MZ_t και ANT_t.

Πίνακας 7.24 Διαφορές μέσου των MZ_t και ANT_t – Εταιρίες που παράκμασαν έναντι υγιών εταιριών

			Διαφορές			
		N	**ΜΟ_Π**	**ΜΟ_Υ**	**ΔΠΥ**	**T-SIG**
MZ_t	**T0**	10	0,024	0,252	-0,228	0,106
	T1	4	0,129	0,105	0,024	0,307
	T2	4	0,060	0,119	-0,059	0,135
	T3	5	-0,010	0,265	-0,275	0,202
ANT_t	**T0**	10	0,636	0,513	0,123	0,284
	T1	6	0,551	0,380	0,171	0,262
	T2	6	0,590	0,392	0,198	0,255
	T3	8	0,548	0,423	0,125	0,290

Πριν προχωρήσουμε σε σχολιασμό του πίνακα 724, κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε ότι το πλήθος των διαθέσιμων ζευγών παρατηρήσεων για τις μεταβλητές MZ_t και ANT_t είναι ιδιαίτερα περιορισμένο. Όπως, όμως, αναφέρει ο Siegel (2000), όταν η υπόθεση κανονικής κατανομής δεν απορρίπτεται, όπως συμβαίνει στη συγκεκριμένη περίπτωση, το περιορισμένο μέγεθος του δείγματος δεν επηρεάζει την ανάλυση. Από τον παραπάνω πίνακα, προκύπτει ότι, με ελάχιστες εξαιρέσεις, οι υγιείς εταιρίες λειτουργούν σε κλάδους με ευνοϊκότερες συνθήκες καθώς η αύξηση της ζήτησης σε αυτούς υπερβαίνει την αντίστοιχη αύξηση στους κλάδους των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και το επίπεδο συγκέντρωσης των πωλήσεων του κλάδου είναι μικρότερο για τις υγιείς εταιρίες. Ωστόσο, καμία σχετική διαφορά δεν είναι σημαντική και, συνεπώς, προκύπτει ότι οι δύο ομάδες εταιριών δεν αντιμετωπίζουν σημαντικά διαφορετικές συνθήκες κλάδου.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ: ΣΟΒΑΡΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα της σύγκρισης των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με τη μεταβλητή ΣΚ_t.

Πίνακας 7.25 Διαφορές μέσου της ΣΚ_t – Εταιρίες που παράκμασαν έναντι υγιών εταιριών

			Διαφορές			
		N	**ΜΟ_Π**	**ΜΟ_Υ**	**ΔΠΥ**	**T-SIG**
ΣΚ_t	**T0**	43	1,133	1,175	-0,042	0,091
	T1	39	1,010	1,151	-0,141	0,000
	T2	36	0,955	1,123	-0,168	0,000

	T3	34	0,931	1,122	-0,191	0,000

Ανεξαρτήτως έτους, οι πωλήσεις των υγιών εταιριών, ως ποσοστό των πωλήσεων που απαιτούνται για την κάλυψη των μόνιμων ταμειακών εξόδων, είναι υψηλότερες των αντίστοιχων πωλήσεων των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή. Η σχετική διαφορά διευρύνεται από έτος σε έτος και είναι σημαντική σε όλα τα έτη εκτός του «υγιούς» έτους πριν την παρακμή (έτος 0). Στο τελευταίο έτος της παρακμής (έτος 3), οι παρακμάζουσες εταιρίες υπολείπονται, σε όρους ΣΚ_t, των υγιών κατά, περίπου, 21%.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ: ΠΙΣΤΩΤΕΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα της σύγκρισης των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με τις μεταβλητές που αφορούν στους πιστωτές.

Πίνακας 7.26 Διαφορές μέσου των ΠΙΣ1_t, ΠΙΣ2_t, ΠΙΣ3_t, ΠΙΣ4_t και ΠΙΣ1_t – Εταιρίες που παράκμασαν έναντι υγιών εταιριών

			Διαφορές			
		N	**ΜΟ_Π**	**ΜΟ_Υ**	**ΔΠΥ**	**T-SIG**
ΠΙΣ1_t	**T0**	43	0,484	0,417	0,067	0,187
	T1	43	0,524	0,440	0,084	0,114
	T2	42	0,584	0,465	0,119	0,053
	T3	42	0,591	0,473	0,118	0,026
ΠΙΣ2_t	**T0**	40	0,054	0,091	-0,037	0,005
	T1	42	0,043	0,089	-0,046	0,001
	T2	39	0,038	0,074	-0,036	0,006
	T3	35	0,024	0,075	-0,051	0,000
ΠΙΣ3_t	**T0**	43	0,442	0,482	-0,040	0,381
	T1	43	0,422	0,465	-0,043	0,332
	T2	42	0,369	0,435	-0,066	0,289
	T3	41	0,349	0,449	-0,100	0,014
ΠΙΣ4_t	**T0**	43	0,388	0,329	0,059	0,255
	T1	43	0,436	0,325	0,111	0,035
	T2	42	0,504	0,328	0,176	0,003
	T3	42	0,470	0,310	0,160	0,001
ΠΙΣ5_t	**T0**	33	0,768	1,186	-0,418	0,010
	T1	36	1,104	1,074	0,030	0,903
	T2	37	0,989	1,390	-0,401	0,068
	T3	40	0,777	1,223	-0,446	0,020

Από τον πίνακα 7.33 προκύπτει ότι, αναφορικά με τις μεταβλητές που σχετίζονται με τους πιστωτές, οι διαφορές μεταξύ των δύο ομάδων εταιριών είναι προς την ίδια κατεύθυνση με εξαίρεση την ΠΙΣ5_t στο έτος 1. Αναλυτικότερα, ο λόγος του ενέγγυου χρέους προς τις συνολικές υποχρεώσεις είναι μεγαλύτερος για τις παρακμάζουσες εταιρίες σε κάθε έτος και η ποσοστιαία διαφορά μεταξύ των δύο ομάδων εταιριών αυξάνεται από το έτος 0 ως το 2 και παραμένει σταθερή από το έτος 2 στο έτος 3. Υποθέτοντας ότι το κόστος (αμοιβή) του χρέους είναι ίδιο για τις δύο ομάδες εταιριών, προκύπτει ότι η χρηματοδότηση των εταιριών που βρίσκονται σε

παρακμή είναι ακριβότερη της χρηματοδότησης των υγιών εταιριών. Σημειώνεται ότι η παραπάνω διαφορά είναι οριακά σημαντική στο έτος 2 και σημαντική στο έτος 3 όπου η ΠΙΣ1_t των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή είναι κατά 25% υψηλότερη της ΠΙΣ1_t των υγιών εταιριών. Αντίστροφα συμπεράσματα προκύπτουν για τη μεταβλητή ΠΙΣ3_t που απεικονίζει τη συμμετοχή των εμπορικών υποχρεώσεων στις συνολικές υποχρεώσεις. Σε κάθε έτος, η ΠΙΣ3_t είναι υψηλότερη για τις υγιείς εταιρίες και η εν λόγω διαφορά διευρύνεται σταδιακά. Στο έτος 3, η ΠΙΣ3_t των υγιών εταιριών υπερβαίνει την ΠΙΣ3_t των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή κατά 29% και η διαφορά είναι σημαντική. Από τα σχόλια για τις ΠΙΣ1_t και ΠΙΣ3_t, διαπιστώνεται αδυναμία των παρακμάζουσων εταιριών, σε σύγκριση με τις υγιείς, να χρηματοδοτηθούν με «δωρεάν» πίστωση και στροφή τους προς τον «ακριβότερο» ομολογιακό και τραπεζικό δανεισμό. Μία πιθανή ερμηνεία για την παραπάνω κατάσταση συνίσταται στην απροθυμία των εμπορικών πιστωτών να χορηγήσουν μη εξασφαλισμένη πίστωση, συνήθως, προς εταιρίες που υπόκεινται σε εμφανή επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κατάστασής τους. Αντίθετα, οι ενέγγυοι πιστωτές παρέχουν πίστωση δεδομένου ότι, συνήθως, λαμβάνουν εξασφαλίσεις και προτεραιότητα ικανοποίησης. Πρέπει να σημειωθεί ότι το ενέγγυο χρέος των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή αποτελείται, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, αποκλειστικά από τραπεζικό δανεισμό καθώς η αναλογία των εν λόγω εταιριών με συμμετοχή ομολογιακών δανείων στις ενέγγυες υποχρεώσεις δεν υπερβαίνει, σε κανένα έτος, το 26%. Ίσως, λοιπόν, οι εμπορικές τράπεζες εξακολουθούν να «στηρίζουν», υπό τη μορφή παροχής πίστωσης, τις παρακμάζουσες εταιρίες προσβλέποντας σε μελλοντική βελτίωση της κατάστασης και ανάκτηση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας τους. Το ενδεχόμενο αυτό ενισχύεται από τις σημαντικές διαφορές που παρουσιάζουν οι υγιείς και οι παρακμάζουσες εταιρίες ως προς τη συμμετοχή των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ΠΙΣ4_t. Πιο συγκεκριμένα, ένα έτος πριν την έναρξη της παρακμής (έτος 0), η ΠΙΣ4_t των παρακμάζουσων εταιριών είναι κατά 18% υψηλότερη της ΠΙΣ4_t των υγιών εταιριών. Στο επόμενο έτος η διαφορά αυξάνεται σε 34% (σχεδόν διπλάσια) και υπερβαίνει το 50% στα δύο τελευταία έτη. Όλες οι διαφορές είναι σημαντικές με εξαίρεση τη διαφορά στο έτος 0. Όσον αφορά στη συμμετοχή των υποχρεώσεων προς το Δημόσιο στο σύνολο των υποχρεώσεων, ΠΙΣ2_t, παρατηρούμε ότι σε κάθε έτος είναι υψηλότερη για τις υγιείς εταιρίες και οι σχετικές διαφορές είναι σημαντικές. Σε σχέση με την ΠΙΣ2_t των εταιριών που παράκμασαν, η ΠΙΣ2_t των

υγιών εταιριών είναι 69% υψηλότερη πριν την έναρξη της παρακμής, διπλάσια ή σχεδόν διπλάσια στα δύο επόμενα έτη και τριπλάσια στο τελευταίο έτος της παρακμής. Μία πιθανή εξήγηση για τις παραπάνω διαφορές συνιστάται στην κερδοφορία των υγιών εταιριών που δημιουργεί υποχρεώσεις για φόρους εισοδήματος ενώ, αντίθετα, οι αντίστοιχες υποχρεώσεις των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή είναι μικρότερης αξίας ως αποτέλεσμα της μη κερδοφορίας τους. Όσον αφορά στην κεφαλαιακή διάρθρωση, ΠΙΣ5_t, η χρηματοδότηση των υγιών εταιριών βασίζεται στα ίδια κεφάλαια δεδομένου ότι η σχέση ιδίων-ξένων κεφαλαίων υπερβαίνει τη μονάδα σε κάθε έτος. Αντίθετα, η χρηματοδότηση των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή βασίζεται στα ξένα κεφάλαια με εξαίρεση το έτος 1. Πριν την έναρξη της παρακμής, η ΠΙΣ5_t των υγιών εταιριών υπερβαίνει την ΠΙΣ5_t των παρακμάζουσων εταιριών κατά 54% και η διαφορά είναι σημαντική. Στο επόμενο έτος, η τιμή ΠΙΣ5_t είναι, περίπου, ίδια για τις δύο ομάδες εταιριών. Ακολούθως, προκύπτει εκ νέου διαφορά κατά 41% η οποία, όμως, είναι οριακά σημαντική. Συνοψίζοντας τα παραπάνω προκύπτει ότι: α) πριν την παρακμή, η συμμετοχή των οφειλών προς το Δημόσιο στο σύνολο των υποχρεώσεων είναι μικρότερη για τις παρακμάζουσες εταιρίες και β) οι παρακμάζουσες εταιριές χρηματοδοτούνται, κυρίως, με ξένα κεφάλαια. Στο πρώτο και δεύτερο έτος της παρακμής, η συμμετοχή του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις είναι σημαντικά υψηλότερη για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή και στο τρίτο έτος της παρακμής οι παρακμάζουσες εταιρίες, συγκριτικά με τις υγιείς, εμφανίζουν σημαντικά: α) υψηλότερη συμμετοχή του ενέγγυου χρέους στις συνολικές υποχρεώσεις, β) χαμηλότερη συμμετοχή των οφειλών προς το Δημόσιο, γ) χαμηλότερη συμμετοχή των εμπορικών πιστώσεων στο σύνολο των υποχρεώσεων, δ) υψηλότερη συμμετοχή του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις και ε) υψηλότερη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων στο μίγμα χρηματοδότησης.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα της σύγκρισης των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με τις μεταβλητές που αφορούν στα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά.

Πίνακας 7.27 Διαφορές αναλογίας των ΙΔ1_t, ΙΔ2_t, ΙΔ3_t, ΙΔ4_t, ΙΔ5_t, ΙΔ6_t, ΙΔ7_t και ΙΔ8_t – Εταιρίες που παράκμασαν έναντι υγιών εταιριών

				Διαφορές	
		N	P(Π=Υ)	Τιμή ελέγχου	t
ΙΔ1_t	T0	34	0,68	0,5	2,20
	T1	34	0,74		3,11
	T2	40	0,55		0,64
	T3	40	0,58		0,96
ΙΔ2_t	T0	34	0,94	0,5	10,93
	T1	34	0,91		8,46
	T2	40	0,88		7,17
	T3	40	0,90		8,43
ΙΔ3_t	T0	34	0,68	0,5	2,20
	T1	34	0,71		2,63
	T2	40	0,73		3,19
	T3	40	0,73		3,19
ΙΔ4_t	T0	34	0,59	0,5	1,05
	T1	34	0,53		0,34
	T2	40	0,37		-1,63
	T3	40	0,37		-1,63
ΙΔ5_t	T0	34	0,68	0,5	2,20
	T1	34	0,65		1,79
	T2	40	0,65		1,99
	T3	40	0,63		1,63
ΙΔ6_t	T0	34	0,59	0,5	1,05
	T1	34	0,56		0,69
	T2	40	0,60		1,29
	T3	40	0,58		0,96
ΙΔ7_t	T0	34	0,53	0,5	0,34
	T1	34	0,59		1,05
	T2	40	0,48		-0,32
	T3	40	0,48		-0,32
ΙΔ8_t	T0	26	0,92	0,5	8,10
	T1	33	0,94		10,58
	T2	34	0,94		10,93
	T3	40	0,80		4,74

Τα αποτελέσματα των ελέγχων υποδεικνύουν ότι, γενικά, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή δε διαφέρουν από τις υγιείς αναφορικά με τον τύπο μεγαλομετόχων που κατέχουν τον απόλυτο έλεγχο των δικαιωμάτων ψήφου. Αναλυτικότερα, με εξαίρεση δύο περιπτώσεις, η αναλογία ζευγών όπου οι ΙΔ1_t, ΙΔ2_t και ΙΔ3_t λαμβάνουν την ίδια τιμή για τις δύο ομάδες εταιριών είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας ζευγών όπου οι τιμές των παραπάνω μεταβλητών διαφέρουν ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών. Οι δύο εξαιρέσεις αφορούν στη ΙΔ1_t κατά τα έτη 2 και 3. Ωστόσο, κατόπιν ελέγχου (δεν αναφέρεται χάριν συντομίας), προκύπτει ότι η αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΙΔ1_t είναι μεγαλύτερη για τις υγιείς εταιρίες δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΙΔ1_t είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή. Συνεπώς, δεν είναι ξεκάθαρο ποια από τις δύο ομάδες εταιριών ελέγχεται σε μεγαλύτερη αναλογία από μεγαλομετόχους φυσικά πρόσωπα. Όσον αφορά στο πλήθος των φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων, η αναλογία των ζευγών όπου η τιμή ΙΔ4_t είναι ίδια για τις δύο ομάδες εταιριών δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή ΙΔ4_t είναι διαφορετική για τις δύο

ομάδες εταιριών σε κάθε έτος. Ωστόσο, ο σχετικός έλεγχος (δεν αναφέρεται χάριν συντομίας) υποδεικνύει ότι η αναλογία ζευγών όπου το πλήθος των φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων είναι μεγαλύτερο για τις υγιείς εταιρίες δε διαφέρει, σε κανένα έτος, σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου το πλήθος των φυσικών προσώπων μεγαλομετόχων είναι μεγαλύτερο για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή. Αναφορικά με το πλήθος των θεσμικών προσώπων μεγαλομετόχων, ΙΔ5_t, η αναλογία των ζευγών όπου η τιμή ΙΔ5_t είναι ίδια για τις δύο ομάδες εταιριών διαφέρει σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΙΔ5_t διαφέρει ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών στα έτη 1 και 3 αλλά, όπως παραπάνω, η αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΙΔ5_t είναι μεγαλύτερη για τις υγιείς εταιρίες δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΙΔ5_t είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες που παράκμασαν. Σχετικά με το πλήθος των νομικών προσώπων μεγαλομετόχων και του συνόλου των μεγαλομετόχων, η αναλογία των ζευγών όπου η τιμή των ΙΔ6_t και ΙΔ7_t είναι ίδια για τις δύο ομάδες εταιριών δε διαφέρει σημαντικά, σε κάθε έτος, της αναλογίας όπου η τιμή των παραπάνω μεταβλητών διαφέρει ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών. Οι αντίστοιχοι έλεγχοι (δεν αναφέρονται χάριν συντομίας) υποδεικνύουν ότι, με εξαίρεση το έτος 0 όπου δεν υφίσταται σημαντική διαφορά, η αναλογία των ζευγών όπου η τιμή ΙΔ6_t είναι μεγαλύτερη για τις υγιείς εταιρίες είναι σημαντικά μικρότερη της αναλογίας ζευγών όπου η τιμή της ΙΔ6_t είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή. Κατά συνέπεια, από την αρχή ως το τέλος της παρακμής, το πλήθος των νομικών προσώπων μεγαλομετόχων είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, μεγαλύτερο για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή, συγκριτικά με τις υγιείς εταιρίες. Επιπρόσθετα, στο έτος 0, η αναλογία των ζευγών όπου η τιμή της ΙΔ7_t είναι υψηλότερη για τις υγιείς εταιρίες είναι σημαντικά μικρότερη από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΙΔ_t είναι υψηλότερη για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή αλλά οι προαναφερθείσες αναλογίες δε διαφέρουν σημαντικά στα έτη 1, 2 και 3. Συνεπώς, πριν την παρακμή, το συνολικό πλήθος μεγαλομετόχων των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, υψηλότερο του συνολικού πλήθους μεγαλομετόχων των υγιών εταιριών. Τέλος, όσον αφορά στη μεταβολή του καθεστώτος ελέγχου, ΙΔ8_t, ισχύει ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, οι δύο ομάδες εταιριών δεν παρουσιάζουν διαφορές. Συνοψίζοντας, παρατηρούμε ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή δε διαφέρουν σημαντικά από τις υγιείς εταιρίες αναφορικά με τα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά. Επιπρόσθετα, οι σημαντικές

διαφορές, όπου υπάρχουν, δεν είναι προς την ίδια κατεύθυνση και, συνεπώς, αποκλείεται η ύπαρξη ενός χαρακτηριστικού μόνο στη μία εκ των δύο ομάδων. Η μοναδική εξαίρεση αφορά στο συνολικό πλήθος των μεγαλομετόχων που, πριν την παρακμή, είναι μεγαλύτερο για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή συγκριτικά με τις υγιείς εταιρίες.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ: ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα της σύγκρισης των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με τις μεταβλητές που αφορούν στα διοικητικά χαρακτηριστικά. Υπενθυμίζεται ότι οι ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t δεν υπολογίζονται στο έτος 0.

Πίνακας 7.28 Διαφορές αναλογίας των ΔΔΣ_t, ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t – Εταιρίες που παράκμασαν έναντι υγιών εταιριών

				Διαφορές	
		N	**P(Π=Υ)**	**Τιμή ελέγχου**	**t**
ΔΔΣ_t	**T0**	43	0,58	0,5	1,08
	T1	43	0,56		0,77
	T2	43	0,63		1,74
	T3	43	0,58		1,08
ΑΛΔΣ_t	**T0**				
	T1	42	0,81	0,5	5,11
	T2	43	0,74		3,67
	T3	43	0,84		5,99
ΑΛΠΡ_t	**T0**				
	T1	42	0,83	0,5	5,80
	T2	43	0,81		5,29
	T3	43	0,93		11,07

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι, σε κάθε έτος, η αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΔΔΣ_t είναι ίδια για τις υγιείς εταιρίες και τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΔΔΣ_t διαφέρει ανάμεσα στις δύο ομάδες. Όσον αφορά στις ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t, η αναλογία ζευγών όπου η τιμή τους είναι ίδια για τις υγιείς εταιρίες και τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή είναι σημαντικά υψηλότερη της αναλογίας ζευγών όπου η τιμή των ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t διαφέρει ανάμεσα στις δύο ομάδες και αυτό ισχύει σε όλα τα έτη. Κατόπιν σχετικού ελέγχου (δεν αναφέρεται χάριν συντομίας), προκύπτει ότι η αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΔΔΣ_t είναι μεγαλύτερη για τις υγιείς εταιρίες δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΔΔΣ_t είναι μεγαλύτερη για εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι δύο ομάδες εταιριών δε διαφέρουν ως προς την αντικατάσταση του διευθύνοντος

συμβούλου και του προέδρου ενώ, αντίθετα, στις περισσότερες περιπτώσεις υπάρχουν σημαντικές διαφορές ως προς τη δυαδικότητα διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου. Ωστόσο, δεν είναι σαφές αν η δυαδικότητα συνιστά χαρακτηριστικό μόνο μίας εκ των δύο ομάδων εταιριών.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΓΕΘΟΣ, ΠΛΕΟΝΑΖΟΝΤΕΣ ΠΟΡΟΙ, ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑΣ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα της σύγκρισης των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με τις μεταβλητές της χρηματοοικονομικής ισχύος. Υπενθυμίζεται ότι η ΕΞΑΣ_t εξετάζεται ως προς τις αναλογίες εταιριών.

Πίνακας 7.29 Διαφορές μέσου των Μ1_t, Μ2_t, Μ3_t, ΠΛΕΟ_t, ΡΕΥ_t και ΑΞΔΥ_t και διαφορά αναλογίας της ΕΞΑΣ_t – Εταιρίες που παράκμασαν έναντι υγιών εταιριών

				Διαφορές		
		N	**ΜΟ_Π**	**ΜΟ_Υ**	**ΔΠΥ**	**T-SIG**
Μ1_t	**Τ0**	43	18,15	17,84	0,31	0,178
	Τ1	43	18,31	18,09	0,22	0,345
	Τ2	43	18,36	18,24	0,12	0,592
	Τ3	43	18,34	18,31	0,03	0,914
Μ2_t	**Τ0**	43	17,69	17,53	0,16	0,522
	Τ1	43	17,69	17,72	-0,03	0,909
	Τ2	43	17,64	17,89	-0,25	0,313
	Τ3	43	17,50	17,94	-0,44	0,103
Μ3_t	**Τ0**	26	5,80	5,84	-0,04	0,902
	Τ1	30	5,55	6,02	-0,47	0,115
	Τ2	34	5,43	6,04	-0,61	0,060
	Τ3	37	5,29	6,03	-0,74	0,029
ΠΛΕΟ_t	**Τ0**	42	0,677	0,755	-0,078	0,076
	Τ1	42	0,654	0,744	-0,090	0,046
	Τ2	41	0,594	0,757	-0,163	0,001
	Τ3	39	0,522	0,718	-0,196	0,002
ΡΕΥ_t	**Τ0**	32	0,168	0,156	0,012	0,819
	Τ1	29	0,217	0,170	0,047	0,375
	Τ2	29	0,129	0,230	-0,101	0,054
	Τ3	38	0,135	0,434	-0,299	0,001
ΑΞΔΥ_t	**Τ0**	38	3,003	4,254	-1,251	0,086
	Τ1	39	2,768	3,709	-0,941	0,090
	Τ2	37	1,932	4,035	-2,103	0,001
	Τ3	34	1,806	3,653	-1,847	0,004

				Αναλογίες	
		N	**Ρ(Π=Υ)**	**Τιμή ελέγχου**	**t**
ΕΞΑΣ_t	**Τ0**	42	0,60	0,5	1,26
	Τ1	42	0,57		0,94
	Τ2	41	0,54		0,47
	Τ3	39	0,51		0,16

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι, συγκριτικά με τις υγιείς εταιρίες, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή υπερτερούν σε ενεργητικό και υπολείπονται σε πωλήσεις (με εξαίρεση το έτος 0) και πλήθος εργαζομένων. Ωστόσο, σε κάθε έτος και ανεξαρτήτως μεταβλητής, το μέγεθος δε διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις δύο ομάδες με εξαίρεση το έτος 3 όπου οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή

απασχολούν, περίπου, 50% λιγότερους εργαζομένους από τις υγιείς εταιρίες. Αυτό συνιστά μία προκαταρκτική ένδειξη για την προσπάθεια των παρακμάζουσων εταιριών να αντιμετωπίσουν την παρακμή μειώνοντας το ανθρώπινο δυναμικό τους. Ωστόσο, δεδομένου ότι οι παρακμάζουσες εταιρίες απασχολούν σε κάθε έτος λιγότερους εργαζομένους, το εν λόγω συμπέρασμα εκφράζεται με επιφύλαξη διότι προϋποθέτει τη σύνδεση της μείωσης του πλήθους εργαζομένων με τη μείωση του συγκεκριμένου κόστους. Η σχετική διερεύνηση θα πραγματοποιηθεί σε επόμενη θέση.

Οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή υστερούν των υγιών εταιριών σε όρους πλεοναζόντων πόρων, ΠΛΕΟ_t, σε κάθε έτος. Η εν λόγω διαφορά είναι οριακά σημαντική πριν την παρακμή, σημαντική στα υπόλοιπα έτη και αυξάνεται διαρκώς από το έτος 1 και έπειτα, από 12% σε 27%. Παρόμοια, οι υγιείς εταιρίες υπερτερούν σε αξιοποίηση δυναμικότητας, ΑΞΔΥ_t, σε κάθε έτος αλλά η διαφορά είναι σημαντική στα έτη 2 και 3. Σε αυτά τα έτη, η αξιοποίηση δυναμικότητας των υγιών εταιριών είναι διπλάσια της αξιοποίησης δυναμικότητας των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή. Όσον αφορά στη ρευστότητα, ΡΕΥ_t, η κατάσταση είναι μικτή. Αναλυτικότερα, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή υπερτερούν στα έτη 0 και 1 αλλά η διαφορά είναι περιορισμένης έκτασης και μη σημαντική. Αντίθετα, στο έτος 2 οι υγιείς εταιρίες εμφανίζουν υψηλότερη ρευστότητα κατά 79% αλλά η διαφορά είναι οριακά σημαντική ενώ στο έτος 3 η ρευστότητα των υγιών εταιριών είναι περισσότερο από διπλάσια της ρευστότητας των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και η διαφορά είναι σημαντική. Αναφορικά με τις εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων, ΕΞΑΣ_t, προκύπτει ότι, σε κάθε έτος, η αναλογία των ζευγών όπου η τιμή της ΕΞΑΣ_t είναι ίδια για τις δύο ομάδες εταιριών δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή της ΕΞΑΣ_t διαφέρει ανάμεσα στις δύο ομάδες. Ο σχετικός έλεγχος (δεν αναφέρεται χάριν συντομίας) υποδεικνύει ότι, με εξαίρεση το έτος 3, η αναλογία των ζευγών όπου η τιμή ΕΞΑΣ_t είναι μεγαλύτερη για τις υγιείς εταιρίες είναι σημαντικά μικρότερη από την αναλογία ζευγών όπου η τιμή ΕΞΑΣ_t είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή ενώ στο έτος 3, οι δύο αναλογίες δε διαφέρουν σημαντικά. Συνοψίζοντας, στο έτος που προηγείται της παρακμής, οι περισσότερες παρακμάζουσες εταιρίες εμφανίζουν υψηλότερο ποσοστό εξασφαλίσεων επί των περιουσιακών στοιχείων. Στο πρώτο έτος της παρακμής, οι παρακμάζουσες εταιρίες υστερούν σε όρους πλεοναζόντων πόρων και οι περισσότερες εξ αυτών εμφανίζουν υψηλότερο ποσοστό εξασφαλίσεων επί των

περιουσιακών στοιχείων. Στο δεύτερο έτος της παρακμής, οι παρακμάζουσες εταιρίες υστερούν σε όρους πλεοναζόντων πόρων, ρευστότητας, αξιοποίησης δυναμικότητας και οι περισσότερες εξ αυτών εμφανίζουν υψηλότερο ποσοστό εξασφαλίσεων επί των περιουσιακών στοιχείων. Οι προαναφερθείσες διαφορές ισχύουν, επίσης, στο έτος 3 με εξαίρεση τη διαφορά αναφορικά με τις εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων.

- *ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΙΣΧΥΣ: ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ, ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ, ΠΕΛΑΤΕΣ, ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ, ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΗΛΙΚΙΑ*

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα της σύγκρισης των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με τις μεταβλητές της στρατηγικής ισχύος.

Πίνακας 7.30 Διαφορές μέσου των ΜΕΡ_t, ΑΝΘΕ_t, ΤΕΧΝ_t, ΠΕΛ_t, ΑΠΕΡ_t, ΔΙΑΦ_t και ΗΛΙ_t – Εταιρίες που παράκμασαν έναντι υγιών εταιριών

			Διαφορές			
		N	**ΜΟ_Π**	**ΜΟ_Υ**	**ΔΠΥ**	**T-SIG**
ΜΕΡ_t	**T0**	9	0,506	0,366	0,140	0,657
	T1	6	0,588	0,192	0,396	0,327
	T2	4	0,174	0,030	0,144	0,215
	T3	7	0,195	0,072	0,123	0,203
ΑΝΘΕ_t	**T0**	9	0,691	0,619	0,072	0,842
	T1	6	1,105	0,382	0,723	0,202
	T2	5	0,897	0,277	0,620	0,239
	T3	7	0,290	0,183	0,107	0,375
ΤΕΧΝ_t	**T0**	42	0,397	0,369	0,028	0,487
	T1	42	0,366	0,331	0,035	0,348
	T2	41	0,353	0,323	0,030	0,404
	T3	39	0,346	0,329	0,017	0,681
ΠΕΛ_t	**T0**	43	193	176	17	0,426
	T1	42	187	179	8	0,624
	T2	42	210	162	48	0,058
	T3	41	197	164	33	0,109
ΑΠΕΡ_t	**T0**	25	0,229	0,190	0,039	0,543
	T1	30	0,225	0,209	0,016	0,706
	T2	32	0,211	0,205	0,006	0,858
	T3	33	0,229	0,190	0,039	0,551
ΔΙΑΦ_t	**T0**	19	0,454	1,001	-0,547	0,002
	T1	14	0,424	0,992	-0,568	0,042
	T2	17	0,450	0,896	-0,446	0,031
	T3	18	0,728	0,775	-0,047	0,864
ΗΛΙ_t	**T0**	37	27	23	4	0,295
	T1	37	28	22	6	0,084
	T2	37	29	23	6	0,084
	T3	37	30	24	6	0,084

Ο παραπάνω πίνακας υποδεικνύει ότι, συγκριτικά με τις υγιείς εταιρίες, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή εμφανίζουν, σε κάθε έτος υψηλότερο μερίδιο αγοράς, ΜΕΡ_t, πιο ισχυρή ανταγωνιστική θέση, ΑΝΘΕ_t, λιγότερο σύγχρονα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία, ΤΕΧΝ_t, μεγαλύτερο χρονικό διάστημα είσπραξης των απαιτήσεων, ΠΕΛ_t, υψηλότερη παραγωγικότητα εργαζομένων, ΑΠΕΡ_t,

χαμηλότερο βαθμό διαφοροποίησης, ΔΙΑΦ_t, και μεγαλύτερη εμπειρία, ΗΛΙ_t, αλλά οι διαφορές είναι, στην πλειονότητά τους, μη σημαντικές. Οι μοναδικές σημαντικές διαφορές αφορούν στο βαθμό διαφοροποίησης από το έτος 0 έως το έτος 2 όπου το εν λόγω χαρακτηριστικό είναι υψηλότερο κατά 120%, 134% και 99%, αντίστοιχα, για τις υγιείς εταιρίες. Επίσης, στο έτος 2 οι υγιείς εταιρίες εισπράττουν ταχύτερα τις απαιτήσεις τους κατά 48 ημέρες, 162 έναντι 210, αλλά η διαφορά είναι οριακά σημαντική. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι, γενικά, δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών αναφορικά με τα χαρακτηριστικά της στρατηγικής ισχύος.

7.3.3.6 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για το Πλαίσιο παρακμής

Από την ανάλυση που προηγήθηκε προκύπτει ότι τα συμπεράσματα αναφορικά με το Πλαίσιο της παρακμής κυμαίνονται ανάλογα με την ομάδα εταιριών, τους παράγοντες και τα έτη που εξετάζονται. Συνεπώς, κρίνεται σκόπιμο να προβούμε σε σύντομη σύνοψη των ευρημάτων έτσι ώστε να διατυπώσουμε τα τελικά συμπεράσματα ως προς το Πλαίσιο που αντιμετωπίζουν αμφότερες οι ομάδες εταιριών και τις πιθανές διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες. Χάριν συμφωνίας με τη διάρθρωση κειμένου που υιοθετήθηκε μέχρι το παρόν σημείο, αναφερόμαστε, αρχικά, στο εξωτερικό και, ακολούθως, στο εσωτερικό Πλαίσιο.

Ως προς το Εξωτερικό Πλαίσιο, οι σημαντικότερες αυξομειώσεις αφορούν στην ανάπτυξη που το 2009 ισούται με -2% σε σχέση με 2% το 1995. Αντίθετα, το ποσοστό ανεργίας παρουσιάζει μικρότερη διακύμανση, από 7,7% μέχρι 11,9%, την περίοδο 1995-2009. Όσον αφορά στον κλάδο, αμφότερες οι ομάδες εταιριών αντιμετωπίζουν μάλλον ευνοϊκές συνθήκες δεδομένου ότι όλες οι σημαντικές αλλαγές συνίστανται σε αύξηση της ζήτησης και δεν παρατηρείται καμία σημαντική μεταβολή της συγκέντρωσης πωλήσεων. Επιπρόσθετα, δεν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των δύο ομάδων εταιριών αναφορικά με τους εν λόγω παράγοντες του εξωτερικού Πλαισίου.

Μελετώντας τα στοιχεία του εσωτερικού Πλαισίου των παρατηρείται, αρχικά, ότι, όσο εξελίσσεται η παρακμή, οι παρακμάζουσες εταιρίες υπόκεινται σε σημαντική χειροτέρευση της κατάστασης υπό την έννοια της σταδιακής «απομάκρυνσης» από το ταμειακό νεκρό σημείο. Αντίθετα, οι υγιείς εταιρίες λειτουργούν σταθερά «πάνω»

από το ταμειακό νεκρό και οι διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών είναι σημαντικές σε κάθε έτος της παρακμής.

Αναφορικά με τους πιστωτές, οι μόνες σημαντικές μεταβολές για τις υγιείς εταιρίες αφορούν στην αύξηση του ενέγγυου χρέους και τη μείωση των οφειλών προς το Δημόσιο, ως ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων, από την αρχή στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου. Αντίθετα, οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή υπόκεινται σε σημαντική αύξηση του ενέγγυου χρέους, μείωση των οφειλών προς το Δημόσιο και μείωση των εμπορικών (βραχυπρόθεσμων) υποχρεώσεων, ως ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων, από την αρχή στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου. Επιπρόσθετα, παρατηρείται σημαντική μείωση του λόγου ίδια προς ξένα κεφάλαια και μείωση των οφειλών προς το Δημόσιο, ως ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων, από το δεύτερο στο τρίτο (τελευταίο) έτος της παρακμής. Είναι αξιοσημείωτο ότι οι δύο ομάδες εταιριών παρουσιάζουν, σε τουλάχιστον ένα έτος, σημαντικές διαφορές για όλες τις μεταβλητές που εξετάζονται. Αναλυτικότερα, στο έτος που προηγείται της παρακμής, οι οφειλές προς το Δημόσιο, ως ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων, είναι υψηλότερες για τις υγιείς εταιρίες ενώ οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερο δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια. Στο πρώτο έτος της παρακμής, εκτός της προαναφερθείσας διαφοράς για τις οφειλές προς το Δημόσιο, ο βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός συνιστά μεγαλύτερο μέρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή. Στο δεύτερο έτος της παρακμής, οι συνολικές υποχρεώσεις περιλαμβάνουν περισσότερο ενέγγυο χρέος και λιγότερες υποχρεώσεις προς το Δημόσιο για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή και ισχύει, επίσης, η προαναφερθείσα διαφορά για τον βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό. Στο τελευταίο έτος της παρακμής, ισχύουν οι διαφορές που παρατηρούνται στο δεύτερο έτος και, επιπλέον, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερη συμμετοχή των εμπορικών υποχρεώσεων στις συνολικές υποχρεώσεις και χαμηλότερη τιμή του δείκτη ίδια προς ξένα κεφάλαια. Λαμβάνοντας, υπόψη ότι, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, το ενέγγυο χρέος αποτελείται αποκλειστικά από τραπεζικά δάνεια και τη συμμετοχή του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, συμπεραίνουμε ότι η χρηματοδότηση των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή στηρίζεται σε ξένα κεφάλαια και, πιο συγκεκριμένα, στον τραπεζικό δανεισμό που συνεπάγεται αφενός καταβολή αμοιβής (τόκων) που επιβαρύνει τα αποτελέσματα των εταιριών, αφετέρου παροχή εξασφαλίσεων που

μειώνει τα «ελεύθερα» περιουσιακά στοιχεία. Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να υπενθυμίσουμε ότι τα κριτήρια που χρησιμοποιήσαμε για να χαρακτηρίσουμε μία εταιρία ως ευρισκόμενη σε παρακμή διασφαλίζουν ότι οι εν λόγω εταιρίες αδυνατούν να καλύψουν με τα μόνιμα αποτελέσματά τους χρεωστικούς τόκους μετά το πρώτο έτος παρακμής (τουλάχιστον). Κατά συνέπεια, προκύπτει εύλογα το ερώτημα σχετικά με τους λόγους για τους οποίους οι προαναφερθείσες εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή επιλέγουν τη χρηματοδότηση από τράπεζες όταν είναι, πλέον, διαπιστωμένο ότι αδυνατούν να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις (τόκους) που συνεπάγονται τα τραπεζικά δάνεια. Μία πιθανή απάντηση έγκειται στην αδυναμία χρηματοδότησης από ίδιες πηγές καθώς οι ζημίες που προκύπτουν «φθείρουν» τα αποθεματικά των εταιριών. Αυτό είναι εμφανές τόσο από την αύξηση του δείκτη ίδια προς ξένα κεφάλαια όσο και από τη μείωση των οφειλών προς το Δημόσιο που, μεταξύ άλλων, αποδίδεται στη μείωση των φόρων εισοδήματος ως αποτέλεσμα της μη κερδοφορίας. Μία εναλλακτική εξήγηση αφορά στην αδυναμία χρηματοδότησης από πηγές που δεν επιβαρύνουν τα αποτελέσματα των εταιριών, όπως οι εμπορικές πιστώσεις, δεδομένου ότι, όπως προαναφέρθηκε, η συμμετοχή τέτοιων πηγών στις συνολικές υποχρεώσεις είναι μικρότερη για τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή. Το παραπάνω ερώτημα, σε αντίστροφη μορφή, αφορά, επίσης, στην πολιτική δανειοδότησης των τραπεζών και ειδικότερα στην πολιτική χορήγησης βραχυχρόνιων δανείων. Πιο απλά, η επιπλέον χρηματοδότηση με τραπεζικό χρέος δε συνιστά απόφαση μόνο της εταιρίας αλλά και της τράπεζας που το χορηγεί. Μία προφανής εξήγηση για τη χρηματοδότηση, εκ μέρους των τραπεζών, εταιριών που αδυνατούν να καλύψουν τις επιπλέον υποχρεώσεις που συνεπάγεται ο πρόσθετος δανεισμός έγκειται στην εκτίμηση ή την πρόθεση της τράπεζας υπέρ της ανάκαμψης της εταιρίας και της επιστροφής της σε «φυσιολογική» κατάσταση, δηλαδή σε ανάκτηση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας της. Επιπρόσθετα, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι, υπό την απουσία λοιπών πηγών χρηματοδότησης (βλ. παραπάνω), οι τράπεζες συνιστούν, ίσως, τη μοναδική πηγή χρηματοδότησης που θα εξασφαλίσει τη συνέχιση της λειτουργίας των εταιριών. Κατά συνέπεια, η συνέχιση της χρηματοδότησης συνιστά, ενδεχομένως, απόφαση τύπου «το μη χείρον βέλτιστο» υπό την έννοια ότι η παύση της χρηματοδότησης ενδέχεται να οδηγήσει σε χειρότερες συνέπειες απ' ό,τι η συνέχισή της. Σημειώνεται, επίσης, ότι οι τράπεζες διαθέτουν, συνήθως, εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών και προτεραιότητα ικανοποίησης έναντι άλλων πιστωτών και τα εν λόγω στοιχεία λειτουργούν,

θεωρητικά, ως «ασφάλεια» σε περίπτωση που η εταιρία περιέλθει σε αδυναμία κάλυψης των υποχρεώσεών της.

Εξετάζοντας τα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά των εταιριών προκύπτει ότι, γενικά, οι εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή δε διαφέρουν σημαντικά από τις υγιείς εταιρίες. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, ο απόλυτος έλεγχος ασκείται από το πολύ δύο φυσικά πρόσωπα μεγαλομετόχους και όχι από θεσμικά ή άλλα νομικά πρόσωπα. Επιπρόσθετα, σε αμφότερες τις ομάδες εταιριών δεν παρατηρείται αλλαγή στο καθεστώς ελέγχου των δικαιωμάτων ψήφου. Ακόμα και όταν υφίστανται διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών, δεν είναι προς την ίδια κατεύθυνση και, συνεπώς, δεν είναι δυνατό να αποσαφηνιστεί αν οι υγιείς εταιρίες διαθέτουν περισσότερους ή λιγότερους μεγαλομετόχους, περισσότερα ή λιγότερα θεσμικά πρόσωπα μεγαλομετόχους κ.ο.κ. Η μοναδική σημαντική διαφορά προς μία κατεύθυνση αφορά στο πλήθος των νομικών προσώπων μεγαλομετόχων και ισχύει ότι, κατά τη διάρκεια της παρακμής, η παρουσία τους είναι συχνότερη στις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή. Συμπερασματικά, λοιπόν, προκύπτει ότι στο σύνολο των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιριών επικρατεί ο τύπος του «παραδοσιακού» επιχειρηματία-ιδιοκτήτη ή, εφόσον θεωρούμε τα συγγενικά πρόσωπα ως ένα φυσικό πρόσωπο, της οικογενειακής επιχείρησης. Τα ερωτήματα που προκύπτουν αφορούν, αρχικά, στις αιτίες του παραπάνω φαινόμενου. Πιο απλά, είναι σκόπιμο να διερευνηθεί το «γιατί» δεν προτιμώνται μορφές ιδιοκτησίας που προσφέρουν διάφορα πλεονεκτήματα όπως η τεχνογνωσία των θεσμικών επενδυτών, οι συνεργίες μεταξύ εταιριών με συναφές ή συμπληρωματικό αντικείμενο κλπ. Μία πιθανή εξήγηση συνίσταται στην ασυμφωνία που ενδέχεται να προκύψει για τον τρόπο ικανοποίησης των διαφορετικών συμφερόντων των μεγαλομετόχων. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η επιβολή της άποψης κάθε μεγαλομετόχου, πχ για την επιλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας ή την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, είναι συνάρτηση της ισχύος του, δηλαδή του ποσοστού δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει, είναι προφανές ότι η συνύπαρξη μεγαλομετόχων τελεί υπό την προϋπόθεση της αμοιβαίας εμπιστοσύνης και διασφάλισης της «προστασίας» των μεγαλομετόχων που δε δύνανται να ασκήσουν επιρροή από εκείνους που κατέχουν τον απόλυτο έλεγχο. Οι ομοιότητες, αναφορικά με τα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά, ανάμεσα στις παρακμάζουσες και τις υγιείς εταιρίες εγείρουν έναν, ακόμη, προβληματισμό. Εφόσον δεν υφίστανται σημαντικές διαφορές σε «τεχνικό επίπεδο», πχ στον τύπο του μεγαλομετόχου που κατέχει την απόλυτο έλεγχο ή το πλήθος των μεγαλομετόχων,

ίσως υπάρχουν σημαντικές διαφορές σε επίπεδο προσώπων που φέρουν την ιδιότητα του φυσικού, θεσμικού ή νομικού μεγαλομετόχου. Κατά τη συλλογή και επεξεργασία των δεδομένων για την ανάλυση των ιδιοκτησιακών χαρακτηριστικών, καταγράφηκε η παρουσία κάποιων φυσικών προσώπων σε περισσότερες από μία εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή. Συνυπολογίζοντας τα προαναφερθέντα ευρήματα σχετικά με τον τύπο ιδιοκτησίας που επικρατεί στις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρίες, προκύπτει, εύλογα, προβληματισμός σχετικά με το αν, τελικά, είναι σημαντικότερο να μελετήσουμε το «ποιοι» αντί του «πόσοι» είναι οι εκάστοτε μεγαλομέτοχοι. Προφανώς, τέτοιου είδους ζητήματα δεν εμπίπτουν, άμεσα, στα όρια της παρούσας εργασίας και η σχετική αναφορά στοχεύει, αποκλειστικά, στον εντοπισμό πιθανών πεδίων μελλοντικής έρευνας.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν κατόπιν εξέτασης των διοικητικών χαρακτηριστικών είναι παρόμοια με τα συμπεράσματα που προαναφέρθηκαν για τα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά. Αναλυτικότερα, παρατηρείται ότι, με εξαίρεση το πρώτο έτος παρακμής, στις περισσότερες παρακμάζουσες εταιρίες το πρόσωπο που κατέχει τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου κατέχει, επίσης, τη θέση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας. Για τις υγιείς εταιρίες, αυτό ισχύει μόνο στο έτος πριν την έναρξη παρακμής των αντίστοιχων παρακμάζουσων εταιριών (έτος 0). Ελέγχοντας για την ύπαρξη διαφορών μεταξύ των δύο ομάδων εταιριών, αναφορικά με τη δυαδικότητα, προέκυψε ότι η αναλογία των ζευγών εταιριών (παρακμάζουσα έναντι υγιούς) όπου παρατηρείται διαφορετική πολιτική δυαδικότητας είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας ζευγών όπου δεν υφίσταται τέτοιου είδους διαφορά. Ωστόσο, η αναλογία των ζευγών όπου η δυαδικότητα ισχύει μόνο για την υγιή εταιρία δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία ζευγών όπου η δυαδικότητα ισχύει μόνο για την παρακμάζουσα εταιρία και, συνεπώς, δεν είναι σαφές αν η δυαδικότητα επιλέγεται σε μεγαλύτερο βαθμό από τη μία ή την άλλη ομάδα εταιριών. Αντίθετα, αμφότερες οι ομάδες εταιριών επιλέγουν, σε μεγαλύτερη αναλογία, τη διατήρηση των προσώπων που κατέχουν τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου. Κρίνεται σκόπιμο να υπενθυμίσουμε ότι, για λόγους που αφορούν στη διαθεσιμότητα των απαραιτήτων δεδομένων, η μελέτη των διοικητικών χαρακτηριστικών στερείται πληρότητας διότι παραλείπει σημαντικά ζητήματα όπως το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και η κατοχή μετοχών από τα διοικητικά στελέχη. Η μελέτη των εν λόγω ζητημάτων, σε συνδυασμό με τα ευρήματα για τα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά που αναφέρθηκαν

παραπάνω, αναμένεται να συμβάλει σημαντικά στην ερμηνεία της επιρροής των διοικητικών και ιδιοκτησιακών χαρακτηριστικών στην εταιρική επίδοση και, συνεπώς, συνιστά πιθανή μελλοντική προέκταση της παρούσας έρευνας.

Όσον αφορά στη χρηματοοικονομική ισχύ των εταιριών, προκύπτει, αρχικά, ότι ενώ οι δύο ομάδες εταιριών δε διαφέρουν σημαντικά ως προς το μέγεθος, με εξαίρεση το σημαντικά μεγαλύτερο πλήθος εργαζομένων για τις υγιείς εταιρίες στο τελευταίο έτος της παρακμής, υφίστανται σημαντικές διαφορές ως προς τις μεταβολές του εν λόγω παράγοντα σε κάθε ομάδα εταιριών. Αναλυτικότερα, παρατηρείται ότι οι μοναδικές σημαντικές μεταβολές για τις παρακμάζουσες εταιρίες αφορούν στην αύξηση του ενεργητικού από το έτος 0 στο έτος 1 και τη μείωση του πλήθους εργαζομένων από την αρχή στο τέλος της περιόδου. Αντίθετα, το μέγεθος των υγιών εταιριών αυξάνεται σημαντικά σε κάθε έτος με εξαίρεση τη μη σημαντική μεταβολή των πωλήσεων και του πλήθους εργαζομένων από το έτος 2 στο έτος 3. Συνεπώς, προκύπτει ότι, αναφορικά με το μέγεθος, η σημαντικότερη διαφορά συνίσταται στην αύξηση μόνο εκ μέρους των υγιών εταιριών και απορρίπτεται η υπόθεση ότι οι μικρότερες εταιρίες κινδυνεύουν με παρακμή σε μεγαλύτερο βαθμό. Οι παρακμάζουσες εταιρίες διαθέτουν σημαντικά λιγότερους πλεονάζοντες πόρους κατά τη διάρκεια της παρακμής παρά το γεγονός ότι αμφότερες οι ομάδες εταιριών υπόκεινται σε σημαντική μείωση των εν λόγων πόρων στο τελευταίο έτος της παρακμής. Όσον αφορά στη ρευστότητα, η μοναδική σημαντική διαφορά ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών εντοπίζεται στο τελευταίο έτος της παρακμής ενώ μόνο για τις παρακμάζουσες εταιρίες υφίσταται κάποια σημαντική μεταβολή που συνίσταται σε χειροτέρευση από το πρώτο στο δεύτερο έτος της παρακμής. Σε αντίθεση με τις υγιείς εταιρίες, οι παρακμάζουσες υπόκεινται σε σημαντική μείωση της αξιοποίησης δυναμικότητας από το πρώτο στο δεύτερο έτος της παρακμής και από την αρχή στο τέλος αυτής και υπολείπονται των υγιών εταιριών στα δύο τελευταία έτη. Επίσης, οι παρακμάζουσες εταιρίες παρουσιάζουν υψηλή αναλογία με εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχειών που δε διαφέρει σημαντικά, σε κάθε έτος, της αναλογίας όπου δεν υπάρχουν εξασφαλίσεις. Αντίθετα, η αναλογία των υγιών εταιριών με εξασφαλίσεις είναι, με εξαίρεση το τελευταίο έτος ανάλυσης, σημαντικά μικρότερη της αναλογίας υγιών εταιριών χωρίς εξασφαλίσεις. Με εξαίρεση το τελευταίο έτος της παρακμής, οι παρακμάζουσες εταιρίες εμφανίζουν, σε μεγαλύτερη αναλογία, εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων. Αν και πριν την παρακμή και στο πρώτο έτος αυτής οι διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες δεν παρουσιάζουν σαφή

κατεύθυνση, προκύπτει ότι στα δύο τελευταία έτη της παρακμής η αναλογία των περιπτώσεων όπου οι εξασφαλίσεις των παρακμάζουσων εταιριών υπερβαίνουν τις εξασφαλίσεις των υγιών εταιριών είναι σημαντικά υψηλότερη της αναλογίας όπου συμβαίνει το αντίθετο. Σημειώνεται ότι η αύξηση των εξασφαλίσεων παρατηρείται την ίδια περίοδο με την αύξηση του ενέγγυου χρέους (βλ. προηγούμενα σχόλια για τους πιστωτές). Από τα παραπάνω προκύπτει ότι, με κάποιες εξαιρέσεις, η χρηματοοικονομική ισχύς των υγιών εταιριών και των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή δε διαφέρει σημαντικά πριν την παρακμή και στο πρώτο έτος αυτής. Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι το παραπάνω συμπέρασμα βασίζεται στη μελέτη συγκεκριμένων μεταβλητών που επιλέχθηκαν βάσει προγενέστερων σχετικών εμπειρικών ερευνών. Κατά συνέπεια, η χρήση διαφορετικών μεταβλητών για την απόδοση των χαρακτηριστικών της χρηματοοικονομικής ισχύος ενδέχεται να οδηγήσει σε διαφορετικά ευρήματα και συνιστά, προφανώς, ζήτημα προς πιθανή μελλοντική διερεύνηση.

Ολοκληρώνοντας, η εξέταση της στρατηγικής ισχύος των υγιών εταιριών και των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή αποκαλύπτει ότι, με περιορισμένες εξαιρέσεις, δεν υφίστανται σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών. Αναλυτικότερα, η μόνη σημαντική μεταβολή για τις παρακμάζουσες εταιρίες συνίσταται στη μείωση του μεριδίου αγοράς από το δεύτερο στο τρίτο έτος της παρακμής ενώ, αντίστοιχα, οι σημαντικές μεταβολές για τις υγιείς εταιρίες αφορούν στη «γήρανση» των παραγωγικών περιουσιακών στοιχείων από το πρώτο στο δεύτερο έτος της ανάλυσης (έτη 0 και 1) και τη μείωση του χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων από το δεύτερο στο τρίτο έτος της ανάλυσης (έτη 1 και 2). Επιπρόσθετα, η μοναδική σημαντική διαφορά ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών αφορά στο χαμηλότερο βαθμό διαφοροποίησης των παρακμαζουσών εταιριών μέχρι και το δεύτερο έτος της παρακμής. Τα παραπάνω ευρήματα υποδεικνύουν ότι η στρατηγική ισχύς αμφότερων των ομάδων εταιριών παραμένει σταθερή κατά τη διάρκεια της παρακμής και δε διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις δύο ομάδες. Ωστόσο, όπως στην περίπτωση της χρηματοοικονομικής ισχύος, η εξέταση διαφορετικών μεταβλητών ενδέχεται να οδηγήσει σε διαφορετικά συμπεράσματα και συνιστά, προφανώς, πρόταση για μελλοντική έρευνα.

7.3.4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΠΑΡΑΚΜΗΣ

7.3.4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης

Στην παρούσα παράγραφο εκτιμούμε και ελέγχουμε ένα υπόδειγμα Λογιστικής Παλινδρόμησης για την πρόβλεψη της εταιρικής παρακμής. Τέτοια υποδείγματα προσφέρουν τη δυνατότητα έγκαιρης δράσης για την αποτροπή ή τον περιορισμό των αρνητικών συνεπειών της παρακμής. Επίσης, προσφέρουν πληροφόρηση για τα συμπτώματα της παρακμής ενισχύοντας, έτσι, το σχετικό θεωρητικό υπόβαθρο. Σε πρακτικό επίπεδο, υπάρχουν δύο σημαντικά ζητήματα που σχετίζονται με τα προαναφερθέντα υποδείγματα. Αρχικά, η εκτίμηση της προβλεπτικής ισχύος προϋποθέτει την πραγματοποίηση προβλέψεων σε περίοδο μεταγενέστερη της περιόδου από την οποία προέρχονται τα δεδομένα επί των οποίων εκτιμάται κάθε υπόδειγμα. Διαφορετικά δεν υφίσταται επαρκής τεκμηρίωση του όρου «πρόβλεψη». Ένα εξίσου σημαντικό ζήτημα αφορά στη χρησιμότητα των υποδειγμάτων. Κάθε εσφαλμένη πρόβλεψη συνεπάγεται κόστος για τους χρήστες του εκάστοτε υποδείγματος και, δεδομένου ότι δεν υφίστανται «αλάνθαστα» υποδείγματα, η χρησιμότητα των υποδειγμάτων συνίσταται στην ελαχιστοποίηση του αναμενόμενου κόστους των σφαλμάτων πρόβλεψης. Η μεθοδολογία ανάλυσης που υιοθετείται στην παρούσα παράγραφο ενσωματώνει αμφότερα τα παραπάνω ζητήματα. Πιο συγκεκριμένα, πριν την εκτίμηση του υποδείγματος πρόβλεψης αναλύουμε συνοπτικά το θέμα της χρησιμότητας των υποδειγμάτων. Ακολούθως, παρουσιάζουμε εν συντομία τη Λογιστική Παλινδρόμηση. Προφανώς, η λεπτομερής παρουσίαση της μεθόδου δεν εμπίπτει στα όρια της παρούσας εργασίας. Η σχετική αναφορά στοχεύει, αποκλειστικά, στην παρουσίαση των πλεονεκτημάτων της και, κατ' επέκταση, την αιτιολόγηση της επιλογής της συγκεκριμένης μεθόδου. Στη συνέχεια αναφερόμαστε σε δύο αμιγώς μεθοδολογικά ζητήματα την επιλογή μεταβλητών και των εταιριών που λαμβάνονται υπόψη στην εκτίμηση και τον έλεγχο του υποδείγματος. Η εκτίμηση ακολουθείται από τον έλεγχο της χρησιμότητας κατόπιν μεταβολής των υποθέσεων εκτίμησης και σύγκρισης με άλλα υποδείγματα.

7.3.4.2 Αιτιολόγηση της ελαχιστοποίησης του συνολικού αναμενόμενου κόστους των εσφαλμένων προβλέψεων ως στόχου των υποδειγμάτων πρόβλεψης της εταιρικής παρακμής

Γενικά, η πρόβλεψη οποιουδήποτε γεγονότος στοχεύει στην ανάληψη έγκαιρης δράσης για τη μεγιστοποίηση της αναμενόμενης ωφέλειας, όταν το γεγονός συνοδεύεται από θετικές επιπτώσεις, ή την ελαχιστοποίηση (ιδανικά την εξάλειψη) της αναμενόμενης ζημίας (κόστους), όταν το γεγονός συνοδεύεται από αρνητικές επιπτώσεις. Η χρήση του όρου «αναμενόμενη» είναι, εξορισμού, αναγκαία δεδομένου ότι η πρόβλεψη πραγματοποιείται πριν την πραγματοποίηση του γεγονότος. Η πρώτη περίπτωση αφορά σε γεγονότα όπως, ενδεικτικά, η αύξηση της τιμής των μετοχών μίας εταιρίας ενώ η δεύτερη περίπτωση αφορά σε γεγονότα όπως η εταιρική παρακμή. Για προφανείς λόγους, το ενδιαφέρον της παρούσας ανάλυσης επικεντρώνεται στα γεγονότα με αρνητικές συνέπειες.

Η πρόβλεψη της εταιρικής παρακμής φέρει όλα τα τεχνικά χαρακτηριστικά της πρόβλεψης γεγονότων με δύο πιθανά ενδεχόμενα, όπως η εταιρική πτώχευση. Αρχικά, μπορούμε να κατατάξουμε τις εταιρίες σε δύο και μόνο δύο ομάδες αναφορικά με τη μελλοντική κατάστασή τους: εταιρίες που θα παρακμάσουν και εταιρίες που δε θα παρακμάσουν. Τα ενδεχόμενα «παρακμή» και «όχι παρακμή» καλούνται εξαντλητικά διότι είναι τα μοναδικά διαθέσιμα για τη μελλοντική κατάσταση της εταιρίας. Αντίστοιχα, στην περίπτωση της πρόβλεψης της εταιρικής πτώχευσης, τα δύο ενδεχόμενα για τη μελλοντική κατάσταση της εταιρίας είναι «πτώχευση» και «όχι πτώχευση». Είναι, επίσης, προφανές ότι η εμφάνιση του ενός ενδεχομένου αποκλείει, εξορισμού, την εμφάνιση του άλλου. Συνεπώς, τα ενδεχόμενα «παρακμή» και «όχι παρακμή» ή, αντίστοιχα, «πτώχευση» και «όχι πτώχευση», είναι αμοιβαίως αποκλειόμενα. Επιπρόσθετα, όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 1.2), η παρακμή συνεπάγεται αρνητικές συνέπειες προς τους συμμέτοχους της εταιρίας και δε μπορεί να αποκλειστεί εκ των προτέρων δεδομένου ότι υπάρχουν εταιρίες που ανά πάσα στιγμή παρακμάζουν. Το ίδιο συμβαίνει με την εταιρική πτώχευση.

Εφόσον, λοιπόν, η πρόβλεψη της εταιρική παρακμής φέρει κοινά τεχνικά χαρακτηριστικά με την πρόβλεψη της εταιρικής πτώχευσης, ο στόχος της πρόβλεψής της συνίσταται στην ελαχιστοποίηση του συνολικού αναμενόμενου κόστους των σφαλμάτων πρόβλεψης που υπολογίζεται ως :

$$TEC = p_1 * c_1 * m_1 + p_2 * c_2 * m_2 \quad (1)$$

Όπου

TEC το συνολικό αναμενόμενο κόστος των σφαλμάτων πρόβλεψης

p_1 και p_2, η αναλογία των εταιριών που παρακμάζουν και που δεν παρακμάζουν, αντίστοιχα

c_1 και c_2 το κόστος των σφαλμάτων τύπου I και II, αντίστοιχα

m_1 και m_2 ποσοστό σφαλμάτων Τύπου I και II, αντίστοιχα (Charalambidis and Papadopoulos: 2006)

Σχετικά με τον τύπο (1), τα σφάλματα Τύπου I διαπράττονται όταν προβλέπουμε ότι μία εταιρία δε θα παρακμάσει αλλά, τελικά, παρακμάζει και τα σφάλματα τύπου II διαπράττονται όταν προβλέπουμε ότι μία εταιρία θα παρακμάσει αλλά, τελικά, δεν παρακμάζει. Κάθε τύπος σφάλματος συνεπάγεται κόστος που κυμαίνεται ανάλογα με την ιδιότητα των υποκειμένων που πραγματοποιούν την πρόβλεψη και, πιο συγκεκριμένα, τις συνέπειες που προκύπτουν, για κάθε υποκείμενο, όταν εμφανίζεται ή όχι η παρακμή. Κατά συνέπεια, είναι πρακτικά αδύνατο να υπάρξει απόλυτη συμφωνία ως προς το ύψος των c_1 και c_2 (Gepp and Kumar: 2008). Ακόμα και αν δε γνωρίζουμε, όμως, επακριβώς τις τιμές των c_1 και c_2, είναι μάλλον απίθανο να μην μπορούμε να υποθέσουμε ένα εύρος τιμών και μία περισσότερο αναμενόμενη τιμή για το λόγο c_1/c_2 (Adams and Hand: 1999). Για παράδειγμα, μπορούμε να υποθέσουμε ότι το c_1 είναι από 5 μέχρι 10 φορές υψηλότερο του c_2 και η πιθανότερη τιμή του λόγου c_1/c_2 ισούται με 7. Σε επόμενη θέση θα καταστεί εμφανής η χρησιμότητας μίας τέτοιας υπόθεσης. Όσον αφορά στις p_1 και p_2, υπολογίζονται από τον πληθυσμό των εταιριών, περιγράφουν την αναλογία των εταιριών που παρακμάζουν και την αναλογία των εταιριών που δεν παρακμάζουν και, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, $p_1+ p_2= 1$ ή 100%. Ωστόσο, είναι, εξορισμού, αδύνατο να λάβουμε ακριβείς εκτιμήσεις των p_1 και p_2 δεδομένου ότι ο υπολογισμός τους είναι δυνατός μόνο αφού καταγράψουμε τις περιπτώσεις παρακμής. Γενικά, όταν προβλέπουμε ένα γεγονός για τη χρονική στιγμή t, η εκτίμηση των p_1 και p_2 για τη χρονική στιγμή t προκύπτει, εξορισμού, από δεδομένα πριν από αυτή (Charalambidis and Papadopoulos: 2010). Επίσης, ο υπολογισμός των p_1 και p_2 βάσει δεδομένων από τη χρονική στιγμή t καθιστά άσκοπη την πρόβλεψη δεδομένου ότι τη στιγμή που υπολογίζουμε τις p_1 και p_2 στην t γνωρίζουμε, ήδη, αν το γεγονός που επιθυμούμε να προβλέψουμε έχει συμβεί ή όχι. Όπως στην περίπτωση των c_1 και c_2, μπορούμε να υποθέσουμε ένα εύρος τιμών και μία πιθανότερη τιμή για το λόγο των p_1 και p_2. Για παράδειγμα, μπορούμε να ορίσουμε ως πιθανότερες τιμές των p_1 και p_2 στην περίοδο t+1 τις τιμές που καταγράψαμε στην περίοδο t ορίζοντας, επίσης, ένα εύρος τιμών για

το λόγο p_1/ p_2. Είναι προφανές ότι τα p_1, p_2, c_1 και c_2 είναι δεδομένα για οποιονδήποτε κανόνα πρόβλεψης υπό την έννοια ότι οι τιμές τους δεν επηρεάζονται από τον κανόνα πρόβλεψης. Αντίθετα, τα m_1 και m_2 προκύπτουν από αυτόν καθαυτό τον κανόνα καθώς συνιστούν το ποσοστό των σφαλμάτων Τύπου I και II, αντίστοιχα, που διαπράττονται από τον εκάστοτε κανόνα. Αν για 10 εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή ο κανόνας προβλέπει «όχι παρακμή» σε 2 περιπτώσεις τότε $m_1= 2/10= 0,2$ ή 20% και αν για 10 εταιρίες που δε βρέθηκαν σε παρακμή ο κανόνας προβλέπει «παρακμή» σε 3 περιπτώσεις τότε $m_2= 3/10= 0,3$ ή 30%. Στο παρόν σημείο δε θα προβούμε σε περαιτέρω σχολιασμό των στοιχείων που διαμορφώνουν το TEC διότι θα επανέλθουμε εκτενέστερα σε επόμενη θέση. Αυτό που ενδιαφέρει είναι η αποσαφήνιση του σκοπού της πρόβλεψης της εταιρικής παρακμής.

7.3.4.3 Συνοπτική παρουσίαση της στατιστικής μεθόδου που εφαρμόζεται για την εκτίμηση του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής

Η εκτίμηση του υποδείγματος πρόβλεψης προκύπτει από την εφαρμογή της Ανάλυσης Λογιστικής Παλινδρόμηση (Logistic Regression Analysis) που, σύμφωνα με την ανασκόπηση των Aziz and Dar (2004), συγκαταλέγεται στις πιο διαδεδομένες μεθόδους στο πεδίο των προβλέψεων και, ιδιαίτερα, της πρόβλεψης της εταιρικής πτώχευσης ή, παρόμοιων καταστάσεων, όπως η χρηματοοικονομική δυσπραγία και η αθέτηση πληρωμών (default). Είναι προφανές ότι η εκτενής περιγραφή της μεθόδου σε τεχνικό-υπολογιστικό επίπεδο υπερβαίνει τα όρια της παρούσας εργασίας. Κατά συνέπεια, επικεντρώνουμε το σχολιασμό στην τεκμηρίωση της επιλογής της μεθόδου και σε σημεία που θεωρούνται απαραίτητα για τη συνέχεια της ανάλυσης.

Η Λογιστική Παλινδρόμηση (ΛΠ) είναι μία παραμετρική μέθοδος υπό συνθήκη πιθανότητας (Barnes: 1987) που βασίζεται στην υπόθεση της δυνατότητας εφαρμογής μίας λογαριθμικής καμπύλης (Flagg and Giroux: 1991). Η μορφή της συνάρτησης της ΛΠ είναι η εξής:

$$E(Y) = \frac{1}{1 + \exp\left[-\left(\beta_0 + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_j \right) \right]}$$

Όπου

E(Y) η αναμενόμενη πιθανότητα εμφάνισης του ενδεχομένου

exp η βάση των φυσικών λογάριθμων

β_0 σταθερός όρος

βj συντελεστής β της j ανεξάρτητης μεταβλητής X με j= 1, …, k (Kleinbaum et al.: 1998)

Ο παραπάνω τύπος είναι ενδεικτικός καθώς υπάρχουν διάφοροι άλλοι με διαφορετική μορφή ή διατύπωση. Η ΛΠ χρησιμοποιείται όταν επιθυμούμε να υπολογίσουμε την πιθανότητα εμφάνισης ενός γεγονότος (εξαρτημένη μεταβλητή) βάσει παρατηρήσεων για τις οποίες το γεγονός λαμβάνει ή όχι χώρα (Kleinbaum et al.: 1998). Κατά συνέπεια, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η δυνατότητα διατύπωση της εξαρτημένης μεταβλητής ως διχοτομικής, δηλαδή με τιμή 0 ή 1. Η διαμόρφωση των ομάδων δεν επηρεάζει τα αποτελέσματα της μεθόδου καθώς υπάρχει η δυνατότητα να κωδικοποιήσουμε τα γεγονότα κατά βούληση. Πιο απλά, αν επιθυμούμε να υπολογίσουμε την πιθανότητα εμφάνισης της ασθένειας Y βάσει των αποτελεσμάτων της αιματολογικής εξέτασης X, η εξαρτημένη μεταβλητή λαμβάνει την τιμή 1 για τα άτομα που ασθενούν. Αντιστρέφοντας την κωδικοποίηση θέτουμε την εξαρτημένη τιμή ίση με 1 για τα άτομα που δεν ασθενούν και υπολογίζουμε την πιθανότητα μη εμφάνισης της ασθένειας.

Η δημοτικότητα της ΛΠ στην πραγματοποίηση προβλέψεων οφείλεται σε σημαντικά **πλεονεκτήματα** έναντι άλλων μεθόδων που χρησιμοποιούνται για τον ίδιο σκοπό. Αρχικά, σε αντίθεση με άλλα υποδείγματα πιθανότητας, οι εκτιμήσεις της εξαρτημένης μεταβλητής, δηλαδή οι πιθανότητες που παράγονται από το υπόδειγμα, λαμβάνουν τιμές στο διάστημα [0,1] ανεξάρτητα από τις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών (Kleinbaum et al.: 1998). Η εν λόγω ιδιότητα είναι ιδιαίτερα σημαντική για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων διότι τα ποσοστά ερμηνεύονται σαφώς ευκολότερα από τις απόλυτες τιμές (Ohlson: 1980) και, συνεπώς, όταν δύο παρατηρήσεις κατατάσσονται στην ίδια ομάδα γνωρίζουμε, επίσης, ποια από τις δύο κατατάσσεται με μεγαλύτερη βεβαιότητα (Dugan and Zavgren: 1988, Barnes: 1987). Επιπρόσθετα, η σιγμοειδής (sigmoid) μορφή της γραφικής παράστασης της λογαριθμικής συνάρτησης διασφαλίζει ότι οι μεταβολές των ανεξάρτητων μεταβλητών επηρεάζουν σε μεγαλύτερο βαθμό την εξαρτημένη μεταβλητή όταν αυτή λαμβάνει, ήδη, τιμές κοντά στο μέσον του διαστήματος [0,1] και σε μικρότερο βαθμό όταν λαμβάνει τιμές στις άκρες του διαστήματος [0,1] δηλαδή προς το 0 ή το 1[7] (Kleinbaum et al.: 1998). Η εν λόγω ιδιότητα είναι ιδιαίτερα σημαντική όταν η

[7] Αν P(Y)= 1/ [1+exp(-2+0,5X)] τότε για X= 4,05, P(Y)= 0,494 ενώ για X= 3,9, P(Y)= 0,512 και η μείωση της X κατά 3,7% οδηγεί σε αύξηση της P(Y) κατά 3,6%. Για X= 2,55, P(Y)= 67,4% ενώ για X= 2,46, P(Y)= 68,4% και η μείωση της X κατά 3,7% οδηγεί σε αύξηση της Y κατά 1,5%.

αναμενόμενη πιθανότητα χρησιμοποιείται για την ταξινόμηση των παρατηρήσεων σε ομάδες και η κριτική πιθανότητα λαμβάνει τιμές κοντά στο μέσον του διαστήματος [0,1]. Σε αυτήν την περίπτωση, οι «μετακινήσεις» των παρατηρήσεων από τη μία στην άλλη ομάδα, κατόπιν μεταβολής των ανεξάρτητων μεταβλητών, είναι πιο πιθανές για τις παρατηρήσεις με αναμενόμενη πιθανότητα κοντά στην κριτική πιθανότητα. Το τρίτο βασικό πλεονέκτημα της μεθόδου αφορά στις μη περιοριστικές υποθέσεις της. Αναλυτικότερα, η ΛΠ είναι απαλλαγμένη από την περιοριστική υπόθεση της πολυμεταβλητής κατανομής των ανεξάρτητων μεταβλητών (Flagg and Giroux: 1988, Ohlson: 1980) που συνήθως παραβιάζεται (Frydman et al.: 1985) και οδηγεί στη διαγραφή των μεταβλητών που «ευθύνονται» για την μη κανονική πολυμεταβλητή κατανομή (King: 1970). Επιπρόσθετα, η ΛΠ είναι απαλλαγμένη από την περιοριστική υπόθεση των ίσων μήτρων διασποράς (Eisenbeis: 1977). Σημειώνεται ότι η απαλλαγή από τις δύο παραπάνω υποθέσεις επιτρέπει τη χρήση διχοτομικών μεταβλητών (King: 1970, Dake: 1972, Eisenbeis: 1977, Ohlson: 1980) σε αντίθεση με άλλες μεθόδους όπου η χρήση τέτοιων μεταβλητών δεν ενδείκνυται.

Τα **μειονεκτήματα** της ΛΠ εντοπίζονται σε ζητήματα που αφορούν στο σχεδιασμό της έρευνας όπως η δειγματοληψία και η επιλογή μεταβλητών. Καταρχήν, η υπερδειγματοληψία, δηλαδή η συμμετοχή των παρατηρήσεων κάποιας ομάδας σε μεγαλύτερη αναλογία από την αναλογία του πληθυσμού, επηρεάζει τις τιμές του σταθερού όρου β_0 και των συντελεστών β_j (Zmijewski: 1984). Επιπρόσθετα, οι έλεγχοι σημαντικότητας των συντελεστών β_j επηρεάζονται από τη πολυσυγραμμικότητα, δηλαδή την ταυτόχρονη γραμμική συμμεταβολή των ανεξάρτητων μεταβλητών (Keasy and Watson: 1987). Επίσης, παρά το ότι η ΛΠ δεν προϋποθέτει πολυμεταβλητή κατανομή των ανεξάρτητων μεταβλητών, δεν είναι ανθεκτική σε περιπτώσεις ακραίας μη κανονικής πολυμεταβλητής κατανομής (Hopwood et al.: 1988).

Ολοκληρώνοντας την περιγραφή της ΛΠ, κρίνεται σκόπιμο να σχολιάσουμε τον όρο «προβλεπτική ισχύς» που αφορά σε οποιαδήποτε μέθοδο παράγει προβλέψεις. Αρχικά, είναι απαραίτητο να αποσαφηνιστεί η έννοια των όρων «περιγραφική ισχύς» και «προβλεπτική ισχύς». Η περιγραφική ισχύς συνίσταται στην ικανότητα του υποδείγματος να αποτυπώσει τα δεδομένα βάσει των οποίων έχει εκτιμηθεί. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι, μελετώντας τη μεταβλητή Χ στο έτος Τ-1, επιθυμούμε να εκτιμήσουμε την πιθανότητα έναρξης της παρακμής στο έτος Τ, δηλαδή να προβλέψουμε την παρακμή ένα έτος πριν την έναρξή της με την

πληροφόρηση που παρέχει η Χ ένα έτος πριν την έναρξη της παρακμής. Αφού συλλέξουμε τα απαραίτητα δεδομένα, εκτιμούμε το υπόδειγμα ΛΠ βάσει του οποίου υπολογίζουμε την πιθανότητα παρακμής. Ακολούθως, συγκρίνουμε την πιθανότητα παρακμής κάθε εταιρίας με την κριτική πιθανότητα[8] και κατατάσσουμε τις εταιρίες στην ομάδα των παρακμάζουσων ή των υγιών εταιριών. Συγκρίνοντας την πραγματική κατάσταση των εταιριών (από τα δεδομένα που διαθέτουμε) με την κατάσταση που υποδεικνύεται από το υπόδειγμα, υπολογίζουμε ότι το ποσοστό των εταιριών που κατατάσσονται ορθά, δηλαδή στην ομάδα που ανήκουν, ισούται με Α%. Είναι, όμως, ορθό να ισχυριστούμε ότι το υπόδειγμα που εκτιμήσαμε προβλέπει ορθά τη μελλοντική κατάσταση των εταιριών σε ποσοστό Α%; Η απάντηση εξαρτάται από δύο προϋποθέσεις. Η πρώτη αφορά στην αντιπροσωπευτικότητα του δείγματος εκτίμησης. Εξορισμού, όταν το δείγμα εκτίμησης είναι αντιπροσωπευτικό (τυχαίο), το παραπάνω ποσοστό θα ισχύει σε οποιοδήποτε διαφορετικό αλλά, επίσης, αντιπροσωπευτικό δείγμα από την ίδια περίοδο. Χάριν ευκολίας, υποθέτουμε ότι η παραπάνω προϋπόθεση ικανοποιείται. Η δεύτερη προϋπόθεση αφορά στο αν ο πληθυσμός ή, πιο ορθά, οι ιδιότητες του πληθυσμού παραμένουν ή όχι σταθερές στην πάροδο του χρόνου. Αν γνωρίζουμε ή, τουλάχιστον, μπορούμε να υποθέσουμε βάσιμα ότι τα χαρακτηριστικά του πληθυσμού δε θα μεταβληθούν στο μέλλον, τότε το ποσοστό ορθών κατατάξεων αναμένεται να είναι το ίδιο στο μέλλον και ισοδυναμεί με την προβλεπτική ισχύ του υποδείγματος (Mensah: 1984). Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα σταθερών ιδιοτήτων πληθυσμού αφορά στον ιατρικό έλεγχο (τεστ) εγκυμοσύνης. Οι σχετικοί έλεγχοι συνίστανται, ουσιαστικά, σε υποδείγματα που αποδίδουν τις τιμές «εγκυμονούσα» και «μη εγκυμονούσα» βάσει της τιμής κάποιων ιατρικών εξετάσεων. Είναι προφανές ότι, σε μεταγενέστερες περιπτώσεις, οι σχετικοί έλεγχοι θα εξακολουθούν να υπολογίζουν με την ίδια ορθότητα την πιθανότητα εγκυμοσύνης διότι οι ιατρικές εξετάσεις θα καταγράφουν τις ίδιες τιμές όταν μία γυναίκα είναι «εγκυμονούσα» και τις ίδιες τιμές όταν δεν είναι. Δεν ισχύει, όμως, το ίδιο για τις εταιρίες και τα χαρακτηριστικά του πληθυσμού κάθε άλλο παρά σταθερά μπορούν να θεωρηθούν. Ενδεικτικά, οι Charalambidis and Papadopoulos (2010) συμπεραίνουν, κατόπιν σχετικής ανασκόπησης, ότι τα ποσοστά ορθών προβλέψεων των υποδειγμάτων πρόβλεψης της εταιρικής πτώχευσης, ή αντίστοιχων καταστάσεων, μεταβάλλονται σημαντικά όταν τα υποδείγματα

[8] Στο ζήτημα του προσδιορισμού της κριτικής πιθανότητας θα επανέλθουμε κατά την εκτίμηση του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής.

χρησιμοποιούνται σε διαφορετικές συνθήκες συγκριτικά με τις συνθήκες υπό τις οποίες εκτιμήθηκαν. Συνεπώς, ο υπολογισμός της εκ των προτέρων προβλεπτικής ισχύος (ex ante predictive power) του εκάστοτε υποδείγματος υπολογίζεται κατόπιν χρήσης του σε περιόδους που έπονται της περιόδου από την οποία αντλούνται τα δεδομένα εκτίμησής του (Joy and Tollefson: 1975). Ο όρος «εκ των προτέρων» υποδεικνύει ότι υπολογίζουμε την πιθανότητα εμφάνισης ενός γεγονότος χωρίς να γνωρίζουμε αν, τη στιγμή της πρόβλεψης, το γεγονός έχει συμβεί.

7.3.4.4 Μεθοδολογία επιλογής των μεταβλητών του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής

Η επιλογή των μεταβλητών πραγματοποιείται, γενικά, με δύο τρόπους: θεωρητικά ή εμπειρικά. Η θεωρητική προσέγγιση υποδεικνύει τη διαμόρφωση υποθέσεων βάσει της σχετικής θεωρίας. Για παράδειγμα, στην περίπτωση της πρόβλεψης της εταιρικής πτώχευσης, αναμένουμε ότι οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης και ρευστότητας θα συμβάλλουν στην πρόβλεψη διότι η πτώχευση επέρχεται όταν η εταιρία αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της. Συνεπώς, οι δείκτες που αποτυπώνουν το ύψος των υποχρεώσεων της εταιρίας και την ικανότητά της να ανταποκριθεί σε αυτές θα αποδειχθούν χρήσιμοι. Ωστόσο, η κατά καιρούς απόρριψη της θεωρίας σε εμπειρικές έρευνες θέτει υπό αμφισβήτηση την εν λόγω προσέγγιση και συνιστά, άλλωστε, το βασικό λόγο για τη συνεχή εξέλιξη της θεωρίας.

Η εμπειρική προσέγγιση συνίσταται σε διάφορες πρακτικές όπως, ενδεικτικά, οι εξής:

1) Χρήση των μεταβλητών με σημαντικές ή με τις μεγαλύτερες διαφορές του μέσου όρου ανάμεσα στις δύο ομάδες (Norton and Smith: 1979). Σημειώνεται, ωστόσο, ότι, όπως αποδεικνύει ο Altman (1968), δεν αποκλείεται οι μεταβλητές με μη σημαντικές διαφορές μέσου όρου ανάμεσα στις ομάδες να προσφέρουν επιπλέον πληροφόρηση. Αυτό οφείλεται στο ότι ο έλεγχος για τη διαφορά του μέσου όρου περιγράφει τη διαφορά αναφορικά με μία μεταβλητή κάθε φορά και όχι με πολλές μεταβλητές ταυτόχρονα.

2) Παραγοντική Ανάλυση (Factor Analysis). Πρόκειται για μέθοδο που στηρίζεται στην εξέταση των συσχετίσεων μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών και τη δημιουργία νέων μεταβλητών, των παραγόντων (factors), που «συλλαμβάνουν» το μεγαλύτερο μέρος της πληροφόρησης που περιέχεται

στις αρχικές μεταβλητές. Το βασικό πλεονέκτημα αφορά στη μείωση της πολυσυγγραμικότητας δεδομένου ότι οι μεταβλητές που συσχετίζονται έχουν μετασχηματιστεί σε μία νέα μεταβλητή (Frecka and Lee: 1983). Ωστόσο, οι παράγοντες αγνοούν την ξεχωριστή πληροφόρηση κάθε μεταβλητής (Chen and Shimerda: 1981) και οι μεταβλητές που επιλέγονται για τη δημιουργία των παραγόντων είναι εκείνες που περιγράφουν επαρκέστερα όλο το δείγμα και όχι εκείνες που διαχωρίζουν σε μεγαλύτερο βαθμό τις ομάδες (Pacey and Pham: 1990).

3) Ανάλυση βήμα-βήμα προς τα εμπρός ή πίσω (Stepwise Forward-Backward Analysis). Η μέθοδος συνίσταται στην προσθήκη (προς τα εμπρός) ή την απαλοιφή (προς τα πίσω) μεταβλητών από το εκάστοτε υπόδειγμα εφόσον η προσθήκη ή η απαλοιφή βελτιώνει την τιμή κάποιου στατιστικού, ανάλογα με τη μέθοδο που χρησιμοποιείται. Η εν λόγω μέθοδος είναι χρήσιμη, επίσης, για τον εντοπισμό της σειράς σημαντικότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών: στην προς τα εμπρός ανάλυση οι μεταβλητές εισέρχονται στο υπόδειγμα με σειρά σημαντικότητας ενώ στην προς τα πίσω ανάλυση οι μεταβλητές εξέρχονται από το υπόδειγμα με αντίστροφη σειρά σημαντικότητας.

Ανεξαρτήτως της προσέγγισης που επιλέγεται, η κρίση του ερευνητή και ο στόχος της έρευνας διαδραματίζουν, επίσης, σημαντικό ρόλο. Για παράδειγμα, αν η έρευνα στοχεύει στην περιγραφή των διαφορών ανάμεσα σε δύο ομάδες, ενδείκνυται η χρήση των προαναφερόμενων μεθόδων 1 και 2. Αν ο στόχος της έρευνας είναι η μεγιστοποίηση του ποσοστού ορθών προβλέψεων, τότε η μέθοδος 3 είναι καταλληλότερη. Η ανάλυση βήμα-βήμα προσφέρει, επίσης, το πλεονέκτημα της «προστασίας» από την πολυσυγραμμικότητα καθώς, υπό προϋποθέσεις, αποτρέπει την ταυτόχρονη εξέταση μεταβλητών που συσχετίζονται. Σε αντίθετη περίπτωση, μία μεταβλητή που προστίθεται στο υπόδειγμα ενδέχεται να αυξάνει το ποσοστό ορθών προβλέψεων αλλά, ταυτόχρονα, να συσχετίζεται με κάποια μεταβλητή που υπάρχει, ήδη, στο υπόδειγμα με αποτέλεσμα να μην είναι εμφανές ποια από τις δύο μεταβλητές συμβάλλει περισσότερο στην ερμηνεία των διαφορών ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών.

Ως προς την επιλογή των μεταβλητών, στην παρούσα εργασία εφαρμόζουμε μία μάλλον «μικτή» προσέγγιση. Αρχικά, το υπόδειγμα βασίζεται στην προς τα εμπρός ανάλυση που αναφέρθηκε παραπάνω. Στη συνέχεια εξετάζουμε τα ευρήματα της περιγραφής και σύγκρισης του Πλαισίου που παρουσιάστηκαν σε προηγούμενη

θέση (βλ. παράγραφο 7.3.3.5) για να αποφανθούμε ποιες μεταβλητές διαφέρουν ανάμεσα στις δύο ομάδες και, ταυτόχρονα, συνεισφέρουν στο διαχωρισμό των εταιριών σε δύο ομάδες. Στη συνέχεια, εκτιμούμε την προβλεπτική ισχύ του υποδείγματος σε παρατηρήσεις που προέρχονται από χρονική περίοδο μεταγενέστερη της περιόδου εκτίμησής του και, εφόσον η προβλεπτική ισχύς κρίνεται ικανοποιητική, εξετάζουμε αν οι μεταβλητές που διαφέρουν ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών και συνεισφέρουν στο διαχωρισμό των εταιριών σε δύο ομάδες συνεισφέρουν, επίσης, στην πρόβλεψη της εταιρικής παρακμής. Για την εκτίμηση του υποδείγματος λαμβάνουμε υπόψη, αρχικά, τις μεταβλητές στην αρχική μορφή τους, δηλαδή χωρίς την απαλοιφή τιμών για την προσέγγιση της κανονικής κατανομής. Ωστόσο, όπως προαναφέρθηκε, η ΛΠ παρουσιάζει αστάθεια σε ακραίες περιπτώσεις μη κανονικής κατανομής και, συνεπώς, θα λάβουμε επίσης, υπόψη τις μεταβλητές κατόπιν αποκλεισμού των τιμών που ευθύνονται για τη μη κανονική κατανομή (όπου παρατηρείται).

7.3.4.5 Διαχωρισμός των παρατηρήσεων σε δείγμα εκτίμησης και δείγμα ελέγχου της προβλεπτικής ισχύος του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 7.3.4.3), ο όρος «πρόβλεψη» σημαίνει χρήση πληροφόρησης από κάποια περίοδο για την πρόβλεψη ενός γεγονότος που λαμβάνει χώρα σε μεταγενέστερη περίοδο. Πριν αναφερθούμε στο διαχωρισμό του δείγματος σε δείγμα εκτίμησης και δείγμα ελέγχου της προβλεπτικής ισχύος, κρίνεται σκόπιμο να υπενθυμίσουμε ότι η πρόβλεψη της παρακμής πρέπει να στηρίζεται σε δεδομένα πριν την εμφάνισή της διότι σε διαφορετική περίπτωση δε συνιστά πρόβλεψη αλλά περιγραφή (βλ. παράγραφο 7.3.4.3). Για την παρούσα έρευνα, η ιδανική περίπτωση, υπό την έννοια της χρησιμότητας της πρόβλεψης, συνίσταται στη διατύπωση πρόβλεψης βάσει δεδομένων από το «υγιές» έτος (έτος 0), δηλαδή το έτος πριν την έναρξη της παρακμής, όπου η επίδοση των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή δεν εμπίπτει, κατά μέσο όρο, στα κριτήρια παρακμής (βλ. παράγραφο 7.2.2.1). Πιο απλά, η ιδανική περίπτωση αφορά στην πρόβλεψη της παρακμής όταν δεν είναι εμφανή τα συμπτώματά της όπως αυτά ορίζονται από τα κριτήρια επίδοσης στην παρούσα έρευνα. Σε αυτήν την περίπτωση, η πιθανότητα παρακμής αντιπροσωπεύει την πιθανότητα εισόδου της εταιρίας, μετά από ένα έτος, σε μία τριετή περίοδο που προσδιορίζεται από μη ικανοποίηση τουλάχιστον μίας εκ των δύο ομάδων

κεφαλαιούχων στο πρώτο έτος, μη ικανοποίηση αμφότερων των ομάδων κεφαλαιούχων στο δεύτερο έτος και εμφάνιση μόνιμων ζημιών που υπερβαίνουν, σε απόλυτη αξία, τις αποσβέσεις στο τρίτο έτος. Ωστόσο, από την ανάλυση και σύγκριση του Πλαισίου των δυο ομάδων εταιριών προέκυψε ότι κατά το έτος 0 οι διαφορές ανάμεσα στις εταιρίες παράκμασαν και τις υγιείς εταιρίες είναι, σχεδόν, ανύπαρκτες τόσο όσο προς την επίδοση όσο και ως προς το Πλαίσιο. Υπενθυμίζεται ότι οι μοναδικές σημαντικές διαφορές, σε επίπεδο Πλαισίου, αφορούν σε μόλις 7 από τις 35 σχετικές μεταβλητές. Αντίθετα, στο πρώτο έτος της παρακμής, δηλαδή στο έτος όπου παρουσιάζονται τα πρώτα «συμπτώματά» της, οι σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών, σε επίπεδο επίδοσης και Πλαισίου, είναι σαφώς περισσότερες και οι μεταβολές των μεταβλητών διαφέρουν ανάμεσα στις δύο ομάδες. Σε αυτήν την περίπτωση, η κατάταξη μίας εταιρίας στην ομάδα εταιριών που παρακάμπτουν συνίσταται στη διαπίστωση ότι η μη ικανοποίηση τουλάχιστον μίας εκ των δύο ομάδων συμμέτοχων δεν είναι παροδικής φύσης και αναμένεται σημαντική χειροτέρευση της επίδοσης στα δύο επόμενα έτη, τουλάχιστον. Η πρόβλεψη που βασίζεται σε δεδομένα από το «υγιές» έτος και το πρώτο έτος παρακμής υστερεί έναντι της πρόβλεψης που λαμβάνει υπόψη δεδομένα μόνο από το «υγιές» έτος ως προς το διαθέσιμο χρονικό διάστημα (μικρότερο κατά ένα έτος) για ανάληψη δράσης. Βάσει των παραπάνω, η εκτίμηση του υποδείγματος βασίζεται, επίσης, σε δεδομένα του πρώτου έτους παρακμής και μεταβολές των μεταβλητών από το «υγιές» έτος στο πρώτο έτος παρακμής.

Παρατηρώντας τη χρονική κατανομή των παρατηρήσεων του δείγματος, το κατάλληλο σημείο «διάσπασής» του δείγματος εντοπίζεται στις περιπτώσεις με έτος 0 το 2004. Αναλυτικότερα, δημιουργούμε δύο επί μέρους δείγματα με 54 και 32 παρατηρήσεις που θα χρησιμοποιηθούν, αντίστοιχα, στην εκτίμηση του υποδείγματος και τον έλεγχο της προβλεπτικής ισχύος του. Εφόσον η δειγματοληψία στηρίχθηκε, εξαρχής, στην επιλογή των εταιριών «μία προς μία» κάθε δείγμα περιλαμβάνει παρακμάζουσες και υγιείς εταιρίες κατά την ίδια αναλογία. Πρέπει να αναφερθεί ότι, ελλείψει δεδομένων, παρατηρείται υψηλό ποσοστό ελλειπουσών τιμών για κάποιες μεταβλητές όπως οι MZ_t, ANT_t κ.ά. Κατά συνέπεια, το μέγεθος των δείγματος εκτίμησης και ελέγχου της προβλεπτικής ισχύος του υποδείγματος διαφοροποιούνται ανάλογα με τις μεταβλητές που λαμβάνονται υπόψη κατά την εκτίμηση του υποδείγματος. Οι μεταβολές των μεταβλητών από το έτος 0 στο έτος 1 υπολογίζονται ως ποσοστά. Όταν η τιμή της μεταβλητής στο έτος 0 είναι αρνητική, το ποσοστό

μεταβολής είναι παραπλανητικό. Για παράδειγμα, το ποσοστό μεταβολής από -3 σε 6 ισούται με -300% και υποδεικνύει μείωση ενώ υφίσταται αύξηση. Αντίστροφα, το ποσοστό μεταβολής από -3 σε -6 ισούται με 300% και υποδεικνύει αύξηση ενώ υφίσταται μείωση. Συνεπώς, οι παρατηρήσεις με αρνητική τιμή στο έτος 0 δε λαμβάνονται υπόψη στην εκτίμηση υποδείγματος με τις μεταβολές μεταβλητών. Παρόμοια, δε λαμβάνονται υπόψη οι μεταβλητές με μηδενική τιμή στο έτος 0 διότι, σε αυτήν την περίπτωση, η μεταβολή δεν ορίζεται. Σε κάθε περίπτωση αναφέρουμε το πλήθος των διαθέσιμων παρατηρήσεων.

7.3.4.6 Εκτίμηση του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής

Πριν προχωρήσουμε στην παρουσίαση του υποδείγματος πρόβλεψης, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούμε στον υπολογισμό της κριτικής πιθανότητας (critical probability). Η κριτική πιθανότητα συνιστά την τιμή-πρότυπο που καθορίζεται από τον ερευνητή και «κρίνει» την κατάταξη των παρατηρήσεων στις δύο ομάδες. Εξορισμού, η κριτική πιθανότητα στη ΛΠ ισούται με 0,5: αν η εκτιμώμενη πιθανότητα είναι μεγαλύτερη (μικρότερη) από 0,5 η παρατήρηση κατατάσσεται στην ομάδα με τιμή ανεξάρτητης μεταβλητής 1 (0). Η εν λόγω προσέγγιση υπονοεί ότι τα σφάλματα Τύπου Ι και ΙΙ συνεπάγονται το ίδιο αναμενόμενο μοναδιαίο κόστος και στοχεύει στην ελαχιστοποίηση του συνολικού ποσοστού σφαλμάτων κατάταξης των παρατηρήσεων. Για $c_1p_1= c_2p_2$, ισχύει Min(m1+m2)≡ Min(TEC)[9]. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 7.3.4.2, η παραπάνω υπόθεση δεν ισχύει, στην πράξη διότι κάθε τύπος σφάλματος συνεπάγεται διαφορετικό κόστος ($c_1≠c_2$) και κάθε ενδεχόμενο έχει διαφορετική εκ των προτέρων πιθανότητα ($p_1≠p_2$). Κατά συνέπεια, ο ορισμός της κριτικής πιθανότητας πρέπει να στοχεύει στην ελαχιστοποίηση του συνολικού κόστους των σφαλμάτων (TEC). Υπενθυμίζεται ότι TEC = $p_1c_1m_1$ + $p_2c_2m_2$. Στα πλαίσια της παρούσας έρευνας, ο υπολογισμός των p_1, p_2, c_1 και c_2 είναι πρακτικά αδύνατος δεδομένου ότι δεν υφίσταται, τουλάχιστον σε γνώση του συντάκτη, προγενέστερη σχετική έρευνα αναφορικά με εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρίες. Αυτό είναι αναμενόμενο, διότι η διαμόρφωση των p_1 και p_2 εξαρτάται από τον ορισμό της παρακμής. Λαμβάνοντας, όμως, υπόψη, ότι οι περισσότερες εταιρίες που εμπίπτουν στον ορισμό της παρακμής περιλαμβάνονται στο δείγμα, μπορούμε να ορίσουμε την τιμή p_1, τουλάχιστον, κατά προσέγγιση. Έχει, ήδη, αναφερθεί ότι,

[9] Απόδειξη: $c_1p_1= c_2p_2$=> TEC= $c_1p_1m_1+ c_1p_1+m_2= c_1p_1(m_1+m_2)$ και εφόσον c_1p_1 υποτίθεται δεδομένο, το TEC ελαχιστοποιείται όταν ελαχιστοποιείται το άθροισμα m_1+m_2.

εξαιρώντας τις εταιρίες με ιδιαίτερο αντικείμενο εργασιών όπως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρίες, το σύνολο των εισηγμένων εταιριών ανέρχεται, το 2009, σε 237 εκ των οποίων οι 44 (μία εταιρία αποκλείστηκε λόγω μεγέθους) χαρακτηρίστηκαν παρακμάζουσες σύμφωνα με τα κριτήρια της παρούσας έρευνας. Βάσει των παραπάνω, η αναλογία των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή ισούται με 44/ 237= 0,19 ή 19%. Υπενθυμίζεται, όμως, ότι κάποιες εταιρίες δεν περιλήφθηκαν στο δείγμα των παρακμάζουσων εταιριών διότι δεν ικανοποιούσαν το κριτήριο του «υγιούς» έτους πριν την παρακμή και, συνεπώς, θεωρούνται ευρισκόμενες σε «διαρκή» παρακμή παρά υγιείς. Κατά συνέπεια, μία ρεαλιστικότερη προσέγγιση της p_1 θα ήταν υψηλότερη του 19%. Για τις ανάγκες της ανάλυσης, θα υποθέσουμε p_1= 0,25 ή 25% και p_2= 0,75 ή 75%. Η αδυναμία υπολογισμού αφορά, επίσης, στα c_1 και c_2 για τους ίδιους λόγους με την αδυναμία υπολογισμού των p_1 και p_2. Θεωρητικά, το μοναδιαίο κόστος των σφαλμάτων Τύπου Ι είναι υψηλότερο του μοναδιαίου κόστους των σφαλμάτων Τύπου ΙΙ δεδομένου ότι η παρακμή συνεπάγεται αρνητικές συνέπειες και η διάπραξη σφάλματος Τύπου Ι σημαίνει ότι θα υποστούμε τις αρνητικές συνέπειες. Αντίθετα, η πρόβλεψη «παρακμής» για μία εταιρία που, τελικά, δεν παρακμάζει (σφάλμα Τύπου ΙΙ) αναμένεται να οδηγήσει σε μικρότερο κόστος, πχ απώλεια κέρδους από μία συναλλαγή που ακυρώθηκε λόγω της πρόβλεψης «παρακμής» για τον έναν από τους δύο συναλλασσόμενους. Κατά τους Doumpos and Zopounidis (1999), το αναμενόμενο κόστος των σφαλμάτων Τύπου Ι και ΙΙ μπορεί να υποτεθεί ίσο όταν $c_1>c_2$ και $p_1<p_2$, εφόσον ο αντίστροφος του λόγου c_1/c_2 λαμβάνει τιμές «κοντά» στο λόγο p_1/p_2 έτσι ώστε το υψηλότερο (χαμηλότερο) κόστος των σφαλμάτων Τύπου Ι (Τύπου ΙΙ) να «εξουδετερώνεται» από τη μικρότερη (μεγαλύτερη) αναλογία των παρατηρήσεων για τις οποίες προκύπτει. Για τα δεδομένα της παρούσας έρευνας, μία τιμή c_1/c_2= 3 θέτει σε ισχύει την παραπάνω υπόθεση διότι $(c_1*p_1)/ (c_2*p_2)= (c_1/c_2)*(p_1/p_2)$= 3*(0,25/0,75)= 1. Εφόσον, λοιπόν, υποθέτουμε $c_1*p_1= c_2*p_2$, ως κριτική πιθανότητα ορίζεται η τιμή 0,5. Κατά τον έλεγχο της προβλεπτικής ισχύος του υποδείγματος θα επανέλθουμε εκ νέου στο ζήτημα του TEC για να εξετάσουμε τη μεταβολή της χρησιμότητας του υποδείγματος κατόπιν μεταβολής της υπόθεσης $c_1*p_1= c_2*p_2$.

Κάθε υπόδειγμα που αναφέρεται παρακάτω προκύπτει βάσει της προς τα εμπρός ανάλυσης με κριτήριο τη μεγιστοποίηση του λόγου πιθανοφάνειας (likelihood ratio). Στο 1^{ο} τμήμα κάθε πίνακα αναφέρεται, αρχικά, ο έλεγχος σημαντικότητας του υποδείγματος (-2 LL) με υπόθεση ότι όλοι οι συντελεστές β_j ισούνται με μηδέν ή,

εναλλακτικά, ότι η προσθήκη ανεξάρτητων μεταβλητών δεν αυξάνει σημαντικά το λόγο πιθανοτήτων (αν -2 LL SIG> 0,05 δεν απορρίπτουμε την υπόθεση $\beta_1 = ... = \beta_j = 0$). Ακολούθως παρουσιάζεται ο έλεγχος Hosmer-Lemeshow με το κριτήριο χ^2 (H-S χ^2) για την προσαρμογή του υποδείγματος στα δεδομένα (αν H-S SIG> 0,05 η υπόθεση τη μη καλής προσαρμογής απορρίπτεται). Για λόγους σύγκρισης των υποδειγμάτων, αναφέρουμε την προσέγγιση Cox-Snell του συντελεστή προσδιορισμού R^2 (C-S R^2). Σημειώνεται ότι ο R^2 της ΛΠ δεν ερμηνεύεται κατά τον ίδιο τρόπο με το συντελεστή R^2 της γραμμικής παλινδρόμησης. Στο 2ο τμήμα κάθε πίνακα, αναφέρονται, αρχικά, οι μη τυποποιημένοι συντελεστές β (β_0 και β_j), οι τυποποιημένοι συντελεστές β βάσει του στατιστικού Wald και ο έλεγχος σημαντικότητάς τους με το κριτήριο χ^2 (αν WALD SIG> 0,05 η υπόθεση βj=0 δεν απορρίπτεται). Ωστόσο, αναφέρεται, επίσης, η μεταβολή της απόκλισης (Δ-2LL) και η σημαντικότητά της (αν Δ-2LL SIG> 0,05 η υπόθεση βj=0 δεν απορρίπτεται) κατόπιν αφαίρεσης της εκάστοτε μεταβλητής από το υπόδειγμα καθώς οι δύο έλεγχοι δεν οδηγούν πάντα στο ίδιο αποτέλεσμα (Weisberg: 2005). Για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή, η τιμή EXP(B) δείχνει αν, δεδομένης της τιμής των υπόλοιπων ανεξάρτητων μεταβλητών, η αύξηση της τιμής κατά μία μονάδα μέτρησης αυξάνει, αν EXP(B)> 1, ή μειώνει, αν EXP(B)< 1, την πιθανότητα κατάταξης μίας παρατήρησης στην ομάδα των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή. Στο 3ο τμήμα κάθε πίνακα αναφέρεται, ανά ομάδα και συνολικά, το πλήθος διαθέσιμων παρατηρήσεων (Ν), το πλήθος ορθών κατατάξεων (ΝΟ) και σφαλμάτων (ΝΛ) και το ποσοστό ορθών κατατάξεων (%ΝΟ) και σφαλμάτων (%ΝΛ). Εξορισμού, %ΝΟ= ΝΟ/Ν, %ΝΛ= ΝΛ/Ν. Παρόμοια, στο 4ο τμήμα του πίνακα αναφέρονται τα παραπάνω στοιχεία για τις 16 εταιρίες του δείγματος ελέγχου της προβλεπτική ισχύος.

Στον πίνακα που ακολουθεί περιγράφεται η εκτίμηση του υποδείγματος με ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές επίδοσης και τις μεταβλητές Πλαισίου και δεδομένα από το «υγιές» έτος. Για να περιληφθεί μια παρατήρηση στην ανάλυση, απαιτείται να διαθέτει δεδομένα για όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 7.3.4.5, για κάποιες μεταβλητές το πλήθος των ελλειπουσών τιμών είναι ιδιαίτερα υψηλό. Η χρήση των εν λόγω μεταβλητών για την εκτίμηση του υποδείγματος έχει ως αποτέλεσμα το πλήθος των διαθέσιμων παρατηρήσεων να μειώνεται σημαντικά σε σημείο που να είναι ακατάλληλο για περαιτέρω ανάλυση. Κατά συνέπεια, επιλέχθηκε ο αποκλεισμός κάθε μεταβλητής με σημαντικό πλήθος ελλειπουσών τιμών. Πιο συγκεκριμένα, αποκλείστηκαν οι εξής

μεταβλητές: ΜΖ_t, ΑΝΤ_t, ΙΔ1_t έως ΙΔ8_t, Μ3_t, ΜΕΡ_t, ΑΝΘΕ_t, ΑΠΕΡ_t, ΔΙΑΦ_t. Επίσης, αποκλείστηκαν οι ΑΛΔΣ_t και ΑΛΠΡ_t που, εξορισμού, δεν υπολογίζονται για το έτος 0. Παρά το εκτεταμένο πλήθος μεταβλητών που αποκλείονται, αναμένουμε ότι, με εξαίρεση το μακροοικονομικό περιβάλλον και τα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά, δε θα υπάρξει αναλογική απώλεια πληροφόρησης διότι οι υπόλοιποι παράγοντες του Πλαισίου περιλαμβάνονται στην ανάλυση και εκπροσωπούνται από μία, τουλάχιστον, μεταβλητή. Σημειώνεται ότι το υπόδειγμα που περιγράφεται στον πίνακα 7.31 προκύπτει από τα αρχικά δεδομένα, δηλαδή τις διαθέσιμες τιμές των μεταβλητών πριν την απαλοιφή τιμών που ευθύνονται για τη μη προσέγγιση της κανονικής κατανομής.

Πίνακας 7.31 Εκτίμηση υποδείγματος με επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών από τα αρχικά δεδομένα του έτους 0

1ο Τμήμα: Έλεγχος Υποδείγματος

-2LL	-2LL SIG	H-S χ^2	H-S SIG	C-S R^2
51,869	0,001	5,449	0,709	0,293

2ο Τμήμα: Σταθερός Όρος και Συντελεστές Μεταβλητών

	β_0, β_j	WALD	WALD SIG	Δ-2LL	Δ-2LL SIG	EXP(B)
	β_0	-6,426	3,963	0,047	-	-	0,002
	ΣΚ_0	4,984	3,274	0,070	4,129	0,042	146,050
β_j	ΕΞΑΣ_0	2,485	10,074	0,002	12,133	0,000	11,998
	ΠΙΣ5_0	-0,374	6,335	0,012	9,370	0,002	0,688

3ο Τμήμα: Ορθές Κατατάξεις και Σφάλματα

	ΥΓΙΕΙΣ	ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	26	24	50
ΝΟ	20	17	37
ΝΛ	6	7	13
%ΝΟ	77%	71%	74%
%ΝΛ	23%	29%	26%

4ο Τμήμα: Ορθές Προβλέψεις και Σφάλματα

	ΥΓΙΕΙΣ	ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	16	16	32
ΝΟ	11	6	17
ΝΛ	5	10	15
%ΝΟ	69%	38%	53%
%ΝΛ	31%	63%	47%

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει, αρχικά, ότι το υπόδειγμα προσαρμόζεται ικανοποιητικά στα δεδομένα και οδηγεί σε καλύτερο διαχωρισμό των εταιριών σε σχέση με το υπόδειγμα του σταθερού όρου. Όσον αφορά στους συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών υφίσταται συμφωνία ως προς τη σημαντικότητα καθώς τόσο ο έλεγχος Wald όσο και ο έλεγχος μεταβολής του -2LL οδηγούν στα ίδια συμπεράσματα. Πιο συγκεκριμένα, το σημαντικότερο σύμπτωμα της παρακμής είναι η ύπαρξη ή μη εξασφαλίσεων επί των περιουσιακών στοιχείων που συνδέεται θετικά με την πιθανότητα κατάταξης μίας εταιρίας στην ομάδα των εταιριών που

παράκμασαν. Το δεύτερο σημαντικότερο σύμπτωμα αφορά στη σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων που όταν αυξάνεται οδηγεί σε μείωση της πιθανότητας κατάταξης μίας εταιρίας στην ομάδα των εταιριών που παράκμασαν. Το λιγότερο σημαντικό σύμπτωμα αφορά στη σοβαρότητα της κατάστασης που συνδέεται μεν θετικά με την πιθανότητα παρακμής αλλά είναι οριακά σημαντική βάσει των σχετικών ελέγχων. Το εν λόγω εύρημα προκαλεί υπόνοιες για την επιρροή των ακραίων τιμών δεδομένου ότι, σύμφωνα με τον τύπο υπολογισμού της ΣΚ_t, οι υψηλότερε τιμές υποδεικνύουν πραγματοποίηση υψηλότερων πωλήσεων (σε αξία) από τις πωλήσεις που απαιτούνται για την επίτευξη του ταμειακού νεκρού σημείου. Όσον αφορά στην κατάταξη των εταιριών, παρατηρείται ισορροπία ανάμεσα στους τύπους σφαλμάτων ενώ το 75% των εταιριών, περίπου, κατατάσσονται στην ορθή ομάδα. Ωστόσο, τα ποσοστά επιτυχίας μειώνονται αισθητά όταν το υπόδειγμα χρησιμοποιείται για τη διατύπωση προβλέψεων σε μεταγενέστερη χρονική περίοδο οδηγώντας σε πολύ υψηλό ποσοστό συνολικών σφαλμάτων και, ιδιαίτερα, σφαλμάτων Τύπου Ι. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται το υπόδειγμα που προκύπτει από την επιλογή μεταβλητών μεταξύ εκείνων που προσεγγίζουν την κανονική κατανομή στο έτος 0. Εκτός των συνεχών μεταβλητών, περιλαμβάνονται η ΕΞΑΣ_0 και η ΔΔΣ_0.

Πίνακας 7.32 Εκτίμηση υποδείγματος με επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών από τις μεταβλητές που προσεγγίζουν την κανονική κατανομή στο έτος 0

1ο Τμήμα: Έλεγχος Υποδείγματος

-2LL	-2LL SIG	H-S χ^2	H-S SIG	C-S R^2
14,480	0,000	4,711	0,695	0,572

2ο Τμήμα: Σταθερός Όρος και Συντελεστές Μεταβλητών

	β_0, β_j	WALD	WALD SIG	Δ-2LL	Δ-2LL SIG	EXP(B)
	β_0	40,306	4,174	0,041	13,252	0,000	∞
β_j	ΣΚ_0	-30,439	3,737	0,053	6,987	0,008	0,000
	ΕΞΑΣ_0	3,832	3,777	0,052	5,978	0,014	46,161
	ΑΞΔΥ_0	-0,858	3,116	0,078	5,397	0,020	0,424
	ΤΕΧΝ_0	-14,977	3,191	0,074	13,252	0,000	0,000

3ο Τμήμα: Ορθές Κατατάξεις και Σφάλματα

	ΥΓΙΕΙΣ	ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	16	12	28
ΝΟ	14	10	24
ΝΛ	2	2	4
%ΝΟ	88%	83%	86%
%ΝΛ	12%	17%	14%

4ο Τμήμα: Ορθές Προβλέψεις και Σφάλματα

	ΥΓΙΕΙΣ	ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	16	15	31
ΝΟ	11	5	16
ΝΛ	5	10	15
%ΝΟ	69%	33%	52%
%ΝΛ	31%	67%	48%

Το περιορισμένο πλήθος διαθέσιμων παρατηρήσεων οφείλεται στη χρήση των μεταβλητών με κανονική κατανομή οι οποίες περιλαμβάνουν λιγότερες παρατηρήσεις εξαιτίας απαλοιφής των παρατηρήσεων που ευθύνονται για τη μη κανονική κατανομή. Σε επίπεδο περιγραφής του δείγματος, το υπόδειγμα με τις μεταβλητές που προσεγγίζουν την κανονική κατανομή οδηγεί σε υψηλότερο ποσοστό ορθών κατατάξεων συγκριτικά με το υπόδειγμα με τις μεταβλητές στην αρχική μορφή τους. Αυτό είναι αναμενόμενο διότι, στην προκειμένη περίπτωση, κάθε ομάδα αποτελείται από εταιρίες με περισσότερο όμοια χαρακτηριστικά λόγω πιο «σφιχτή» κατανομής τιμών. Οι συντελεστές των μεταβλητών είναι οριακά σημαντικοί σύμφωνα με τον έλεγχο Wald αλλά σημαντικοί σύμφωνα με τον έλεγχο -2LL. Επίσης, οι δύο έλεγχοι δε συμφωνούν στη σειρά σημαντικότητας των συντελεστών καθώς, με εξαίρεση το σταθερό όρο, ο έλεγχος Wald προκρίνει ως σημαντικότερο συντελεστή το συντελεστή της ύπαρξης ή μη εξασφαλίσεων επί των περιουσιακών στοιχείων, ΕΞΑΣ_0, ενώ ο έλεγχος μεταβολής -2LL προκρίνει το συντελεστή του βαθμού απόσβεσης των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων, ΤΕΧΝ_0[1]. Η μόνη περίπτωση συμφωνίας ανάμεσα στους δύο ελέγχους αφορά στο συντελεστή της αξιοποίησης δυναμικότητας που είναι ο λιγότερος σημαντικός. Κατά τη διενέργεια προβλέψεων, το παραπάνω υπόδειγμα υπόκειται σε σημαντική μείωση της ισχύος του. Επιπρόσθετα, δεν οδηγεί σε υψηλότερα ποσοστά ορθών προβλέψεων από το υπόδειγμα που περιλαμβάνει μεταβλητές χωρίς την απαίτηση κανονικής κατανομής. Ωστόσο, η σχέση της ΣΚ_0 με την πιθανότητα κατάταξης μίας εταιρίας στην ομάδα των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή είναι αρνητική και αυτό συνιστά ένδειξη για την αστάθεια του υποδείγματος όταν περιλαμβάνει κανονικά και μη κανονικά κατανεμόμενες μεταβλητές. Βάση των παραπάνω, κρίθηκε σκόπιμο να επανεκτιμήσουμε το υπόδειγμα χρησιμοποιώντας διαφορετική μέθοδο επιλογής μεταβλητών. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται το υπόδειγμα που εκτιμάται όταν οι μεταβλητές επιλέγονται με εμπρός βήματα και κριτήριο τη σημαντικότητα των συντελεστών με το στατιστικό Wald (αντί της ελαχιστοποίησης του λόγου πιθανοφάνειας).

[1] Η αρνητική σχέσης της ΤΕΧΝ_0 υποδεικνύει ότι τα «παλαιότερα» ενσώματα περιουσιακά στοιχεία συνδέονται με μικρότερη πιθανότητα κατάταξης στις παρακμάζουσες εταιρίες. Μία πιθανή εξήγηση για την αρνητική σχέση συνίσταται στην ερμηνεία του βαθμού «παλαιότητας» των περιουσιακών στοιχειών ως βαθμού εμπειρίας και εξοικείωσης με τα περιουσιακά στοιχεία, άρα υψηλότερης παραγωγικότητας και, λογικά, μικρότερου κινδύνου παρακμής.

Πίνακας 7.33 Επανεκτίμηση υποδείγματος με επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών από τις μεταβλητές που προσεγγίζουν την κανονική κατανομή στο έτος 0 με κριτήριο τη σημαντικότητα των συντελεστών βάσει του στατιστικού Wald

1ο Τμήμα: Έλεγχος Υποδείγματος

-2LL	-2LL SIG	H-S χ^2	H-S SIG	C-S R^2
19,777	0,000	3,638	0,820	0,483

2ο Τμήμα: Σταθερός Όρος και Συντελεστές Μεταβλητών

	β_0, β_j	WALD	WALD SIG	Δ-2LL	Δ-2LL SIG	EXP(B)
β_0		9,361	5,500	0,019	-	-	11.628
β_j	MA/XT	-1,473	5,422	0,020	[1]		0,229
	TEXN_0	-15,114	4,541	0,033			0,000

3ο Τμήμα: Ορθές Κατατάξεις και Σφάλματα

	ΥΓΙΕΙΣ	ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	16	12	28
ΝΟ	14	10	24
ΝΛ	2	2	4
%ΝΟ	88%	83%	86%
%ΝΛ	13%	17%	14%

4ο Τμήμα: Ορθές Προβλέψεις και Σφάλματα

	ΥΓΙΕΙΣ	ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	16	15	31
ΝΟ	10	9	19
ΝΛ	6	6	12
%ΝΟ	63%	60%	61%
%ΝΛ	38%	40%	39%

[1] Δεν υπολογίζονται στη διαδικασία με εμπρός βήματα και κριτήριο τη σημαντικότητα των συντελεστών βάσει του στατιστικού Wald

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι η διαφορετική μέθοδος επιλογής μεταβλητών διαφοροποιεί σημαντικά τα αποτελέσματα. Αρχικά, η μόνη κοινή μεταβλητή με το προηγούμενο υπόδειγμα αφορά στο βαθμό απόσβεσης των παγίων ενώ, στον παρόν υπόδειγμα, ο δείκτης κάλυψης των χρεωστικών τόκων αντικαθιστά τις μεταβλητές που σχετίζονται με τις εξασφαλίσεις, την αξιοποίηση δυναμικότητας και τη σοβαρότητα της κατάστασης. Σε επίπεδο περιγραφής του δείγματος, προκύπτει ότι λιγότερες μεταβλητές παρέχουν ίδια περιγραφική ισχύ. Επιπρόσθετα, το παρόν υπόδειγμα οδηγεί σε μεγαλύτερη προβλεπτική ισχύ καθώς προβλέπει ορθά τη μελλοντική κατάσταση στο 61% των περιπτώσεων συγκριτικά με το 52% του προηγούμενου υποδείγματος, μία αύξηση κατά 17% περίπου.

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι τα υποδείγματα που βασίζονται σε πληροφόρηση από το «υγιές» έτος διακρίνουν τις εταιρίες που βρέθηκαν σε παρακμή από τις υγιείς εταιρίες αλλά υστερούν σημαντικά όταν χρησιμοποιούνται για τη διατύπωση προβλέψεων σε μεταγενέστερες χρονικές περιόδους. Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 7.3.3.6), οι διαφορές ανάμεσα στις δύο εταιρίες, αναφορικά με την επίδοση και το Πλαίσιο, είναι ελάχιστες. Κατά συνέπεια, η πρόβλεψη της παρακμής πριν την εμφάνιση οποιουδήποτε συμπτώματός της είναι,

φυσιολογικά, δύσκολη. Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζουμε την εκτίμηση υποδείγματος με επιλογή μεταβλητών στην αρχική μορφή τους κατά τα έτη 0 και 1 και σε μορφή ποσοστιαίας μεταβολής από το έτος 0 στο έτος 1. Ο υπολογισμός των μεταβολών και η απαλοιφή τιμών έχουν σχολιαστεί, ήδη (βλ. παράγραφο 7.3.3.1). Σημειώνεται ότι δεν εκτιμούμε υπόδειγμα με μεταβλητές που κατανέμονται, κατά προσέγγιση κανονικά, διότι όπως αποδείχθηκε παραπάνω, κάτι τέτοιο δεν προσφέρει σημαντικά στην περιγραφική και προβλεπτική ισχύ.

Πίνακας 7.34 Εκτίμηση υποδείγματος με επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών από τα αρχικά δεδομένα των ετών 0 και 1 και τις μεταβολές μεταβλητών από το έτος 0 στο έτος 1

1ο Τμήμα: Έλεγχος Υποδείγματος

-2LL	-2LL SIG	H-S χ^2	H-S SIG	C-S R^2
33,040	0,000	3,857	0,870	0,539

2ο Τμήμα: Σταθερός Όρος και Συντελεστές Μεταβλητών

	β_0, β_j	WALD	WALD SIG	Δ-2LL	Δ-2LL SIG	EXP(B)
	β_0	0,450	0,232	0,630	-	-	1,568
β_j	ΔΙΚ_1	-16,951	4,355	0,037	7,504	0,006	0,000
	ΔΙΚ_0_1	-3,675	5,265	0,022	7,013	0,008	0,025

3ο Τμήμα: Ορθές Κατατάξεις και Σφάλματα

	ΥΓΙΕΙΣ	ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	26	24	50
ΝΟ	24	19	43
ΝΛ	2	5	7
%ΝΟ	92%	79%	86%
%ΝΛ	8%	21%	14%

4ο Τμήμα: Ορθές Προβλέψεις και Σφάλματα

	ΥΓΙΕΙΣ	ΣΕ ΠΑΡΑΚΜΗ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	16	16	32
ΝΟ	16	11	27
ΝΛ	0	5	5
%ΝΟ	100%	69%	84%
%ΝΛ	0%	31%	16%

Όσον αφορά στις μεταβλητές που συμμετέχουν στο υπόδειγμα, προκύπτει ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων στο πρώτο έτος της παρακμής, σε συνδυασμό με τη μεταβολή της από το «υγιές» έτος, αρκεί για τον επαρκή διαχωρισμό των εταιριών στις δύο ομάδες και η σημαντικότητα των συντελεστών (βάσει -2LL) είναι, περίπου, ίση υποδεικνύοντας ότι οι παραπάνω μεταβλητές συνεισφέρουν εξίσου. Είναι, επίσης, εμφανές ότι το υπόδειγμα που βασίζεται σε πληροφόρηση από το «υγιές» έτος και το πρώτο έτος της παρακμής διατηρεί, σχεδόν, αμετάβλητη την περιγραφική ισχύ όταν χρησιμοποιείται για τη διατύπωση προβλέψεων σε μεταγενέστερες χρονικές περιόδους. Σημειώνεται ότι ο υπολογισμός της προβλεπτικής ισχύος στον πληθυσμό των εταιριών προϋποθέτει το συνυπολογισμό των αναλογιών των δύο ομάδων εταιριών. Κατά συνέπεια, η αναμενόμενη προβλεπτική ισχύς στον πληθυσμό, σύμφωνα με την υπόθεση p_1= 0,25 και p_2= 0,75 που αναφέρθηκε στην αρχή της

παραγράφου, ισούται με $0,69*p_1+ 1*p_2= 0,69*0,25+ 1*0,75\approx 0,92$ ή 92%. Εξετάζοντας τα επιμέρους ποσοστά της περιγραφικής και προβλεπτικής ισχύος παρατηρούμε ότι το υπόδειγμα περιγράφει και προβλέπει με μεγαλύτερη ακρίβεια τις υγιείς εταιρίες. Κατά συνέπεια, κρίνεται σκόπιμο να εξετάσουμε αν η χρησιμότητα του υποδείγματος, σε όρους ελαχιστοποίησης του συνολικού αναμενόμενου κόστους των σφαλμάτων πρόβλεψης, θα επηρεαστεί κατόπιν μεταβολής των υποθέσεων επί των οποίων στηρίχθηκε, δηλαδή κατόπιν μεταβολής της αναλογίας των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και του λόγου των μοναδιαίων κοστών των σφαλμάτων. Ο εν λόγω έλεγχος πραγματοποιείται στην παράγραφο που ακολουθεί.

7.3.4.7 Έλεγχος της χρησιμότητας του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής κατόπιν μεταβολής των υποθέσεων εκτίμησής του

Εξορισμού, η εκτίμηση της χρησιμότητας οποιοδήποτε κανόνα πρόβλεψης προϋποθέτει τη σύγκρισή του με άλλον κανόνα έτσι ώστε να επιλέξουμε τον πιο χρήσιμο εκτός αν ο υπό εξέταση κανόνας είναι άριστος, δηλαδή δε διαπράττει σφάλματα πρόβλεψης, οπότε δεν υφίσταται αιτιολόγηση της σύγκρισης. Δεδομένου ότι δεν υφίσταται, τουλάχιστον σε γνώση του συντάκτη, προγενέστερη έρευνα επί της πρόβλεψης της παρακμής, όπως ορίζεται στην παρούσα έρευνα, ως μέτρο σύγκρισης θα χρησιμοποιήσουμε ένα θεωρητικό υπόδειγμα πιθανότητας και 2 υποθετικά προβλεπτικά υποδείγματα. Το υπόδειγμα πιθανότητας καλείται υπόδειγμα της μέγιστης τύχης (maximum chance) και συνίσταται στην πρόβλεψη πραγματοποίησης του ενδεχομένου με τη μεγαλύτερη αρχική πιθανότητα εμφάνισης, όπως αυτή καθορίζεται από την αναλογία εμφάνισής του στον υπό εξέταση πληθυσμό (Joy and Tollefson: 1975). Για παράδειγμα, αν γνωρίζουμε ότι η παρακμή παρατηρείται στο 60% των εταιριών ετησίως, τότε το υπόδειγμα μέγιστης τύχης υποδεικνύει να προβλέπουμε πάντα «παρακμή» και το αναμενόμενο ποσοστό επιτυχίας ισούται με 1*0,6, δηλαδή η πρόβλεψη θα είναι ορθή στο 60% και εσφαλμένη στο 40% των περιπτώσεων. Υποθέτουμε, επίσης, ότι διαθέτουμε ένα υποθετικό υπόδειγμα που έχει την ίδια προβλεπτική ισχύ αλλά διαφορετική κατανομή σφαλμάτων συγκριτικά με το εκτιμηθέν υπόδειγμα ΛΠ. Πιο συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι προβλέπει τις υγιείς και παρακμάζουσες εταιρίες με ποσοστό επιτυχίας 69% και 100%, αντίστοιχα. Για το δεύτερο υποθετικό υπόδειγμα, υποθέτουμε ότι έχει την ίδια προβλεπτική ισχύ με το εκτιμηθέν υπόδειγμα ΛΠ αλλά προβλέπει αμφότερες τις ομάδες εταιριών με ποσοστό επιτυχίας 85%.

Η σύγκριση της χρησιμότητας των τριών υποδειγμάτων βασίζεται στη μέθοδο του δείκτη LC (Adams and Hand: 1999) όπως τροποποιείται από τους Charalambidis and Papadopoulos (2010) για τη σύγκριση της χρησιμότητας, σε όρους συνολικού αναμενόμενου κόστους των σφαλμάτων πρόβλεψης, διαφορετικών υποδειγμάτων πρόβλεψης της εταιρικής πτώχευσης. Υπενθυμίζεται ότι:

$TEC = p_1*c_1*m_1 + p_2*c_2*m_2$

Για $c_1/c_2 = c$ και $p_1/p_2 = p$, όπου c και p θετικοί αριθμοί

$TEC = p_2*c_2(p*c*m_1 + m_2)$

Εφόσον m_1 και m_2 είναι σταθεροί αριθμοί και p c θεωρούνται δεδομένα, το TEC μεταβάλλεται συναρτήσει των p_2 και c_2 σε κάθε επίπεδο p και c. Συνοπτικά, η μέθοδος περιγράφεται ως εξής:

Βήμα 1^{ο}. Ορίζουμε μία ελάχιστη, μία μέγιστη και μία πιθανότερη τιμή για τους λόγους c_1/c_2, p_1/p_2 και p_1c_1/p_2c_2. Εξορισμού, όταν p_1 ελάχιστο, τότε p_2 μέγιστο και αντίστροφα. Το ίδιο ισχύει για c_1/c_2 και το εύρος τιμών του λόγου p_1c_1/p_2c_2 υπολογίζεται από τις υποτιθέμενες τιμές των λόγων c_1/c_2 και p_1/p_2.

Βήμα 2^{ο}. Ορίζουμε την κατανομή πίστης (belief distribution) ως εξής. Όταν ο λόγος p_1c_1/ p_2c_2 λαμβάνει τιμές στο διάστημα I= [α,β] και η πιθανότερη τιμή του ισούται με m, τότε η κατανομή πίστης μπορεί να θεωρηθεί τριγωνικής μορφής για όλες τις πιθανές τιμές του λόγου p_1c_1/ p_2c_2 με βάση τριγώνου I και ύψος που καθορίζεται από την κάθετο στο σημείο m. Τα δύο σημεία που ορίζουν τη βάση του τριγώνου καθορίζονται ως $p_2c_2= 1/(1+α)$ και $p_2c_2= 1/(1+β)$ και το σημείο της βάσης που αντιστοιχεί στο ύψος του τριγώνου καθορίζεται ως $p_2c_2= 1/(1+m)$. Το ύψος του τριγώνου υπολογίζεται ως $h= 2(1+α)(1+β)/ (β-α)$ έτσι ώστε το εμβαδόν του τριγώνου να ισούται με 1. Σημειώνεται ότι η ανακλιμάκωση (rescaling) διασφαλίζει ότι το γινόμενο p_2c_2 λαμβάνει τιμές στο διάστημα [0,1]. Η παραπάνω κατανομή ως προς p_2c_2 καλείται $D(p_2c_2)$.

Βήμα 3^{ο}. Για δύο κανόνες πρόβλεψης, έστω Α και Β, ορίζουμε τη συνάρτηση $L(p_2c_2)$ που λαμβάνει την τιμή 1 στο εύρος των ανακλιμακούμενων (rescaled) τιμών του p_2c_2= [0,1] όταν ο κανόνας Α υπερτερεί του Β και την τιμή -1 διαφορετικά.

Βήμα 4^{ο}. Δεδομένου ότι η κατανομή $D(p_2c_2)$ περιγράφει την πιθανότητα εμφάνισης κάθε τιμής του δείκτη p_1c_1/ p_2c_2, το γινόμενο $L(p_2c_2)D(p_2c_2)$ αποδίδει τη βεβαιότητα ότι ο κανόνας πρόβλεψης Α θα είναι ανώτερος του Β. Το γινόμενο $L(p_2c_2)D(p_2c_2)$ καλείται δείκτης LC, λαμβάνει τιμές στο διάστημα [-1, 1] και προσεγγίζει την τιμή 1

όταν είναι περισσότερο πιθανό να παρατηρηθεί ανωτερότητα του κανόνα Α έναντι του Β και την τιμή -1 διαφορετικά.

Αν και η τριγωνική μορφή της κατανομής πίστης συνιστά, απλώς, υπόθεση, η παραπάνω μέθοδος προσφέρει το πλεονέκτημα ότι ενώ δε γνωρίζουμε επακριβώς τις τιμές των p_1, p_2, c_1 και c_2, οι τιμές που βρίσκονται στα άκρα του υποτιθέμενου εύρους τιμών των λόγων p_1/p_2 και c_1/c_2 έχουν, εξορισμού, μικρότερη πιθανότητα εμφάνισης από τις τιμές που βρίσκονται «κοντά» στην πιο πιθανή τιμή (Charalambidis and Papadopoulos: 2010). Εκτός της μεθόδου του δείκτη LC, η σύγκριση κανόνων πρόβλεψης πραγματοποιείται, επίσης, με τις καμπύλες Λειτουργικού Χαρακτηριστικού Δέκτη ή εν συντομία καμπύλες ROC[1] (Fawcett: 2006). Ωστόσο, οι καμπύλες ROC μειονεκτούν ως προς το ότι, όταν οι καμπύλες των διάφορων κανόνων πρόβλεψης τέμνονται, είναι δύσκολο να αποφανθούμε ποιος κανόνας υπερτερεί (Adams and Hand: 1999).

Κατά την εκτίμηση του υποδείγματος ΛΠ υποθέσαμε ότι p_1= 0,25 (άρα p_2= 0,75) και c_1/c_2= 3 και, για τον υπολογισμό των δεικτών LC, θα θεωρήσουμε ότι οι εν λόγω τιμές είναι οι πιθανότερες. Επιπλέον υποθέτουμε ότι τόσο ο λόγος c_1/c_2 όσο και η p_1 αυξομειώνονται κατά 25%. Συνολικά, οι υποθέσεις έχουν ως εξής:

	Τιμές		
	Ελάχιστη	Μέγιστη	Πιθανή
p_1	0,19	0,31	0,25
p_2	1-0,31= 0,69	1-0,19= 0,81	0,75
p_1/p_2	0,19/0,81= 0,23	0,31/0,69= 0,45	0,25/0,75= 0,33
c_1/c_2	2,25	3,75	3
p_1c_1/p_2c_2	0,23*2,25= 0,52	0,45*3,75= 1,69	0,33*3= 1

Σημειώνεται ότι η πιθανότερη τιμή του λόγου p_1c_1/p_2c_2 προκύπτει, επίσης, όταν ο λόγος p_1/p_2 λαμβάνει «μικρές» τιμές και ο λόγος c_1/c_2 λαμβάνει «μεγάλες» τιμές. Για παράδειγμα, όταν p_1/p_2= 0,28 και c_1/c_2= 3,57, τότε p_1c_1/p_2c_2= 1. Παρόμοια, για p_1/p_2= 0,4 και c_1/c_2= 2,5. Κάτι τέτοιο δε συνιστά πρόβλημα διότι αυτό που ενδιαφέρει είναι ο λόγος p_1c_1/p_2c_2 και όχι τα επιμέρους στοιχεία του. Πιο απλά, αυτό που ενδιαφέρει είναι η σχέση μεταξύ της αναμενόμενης τιμής των ποσοστών σφαλμάτων Τύπου Ι και ΙΙ (m_1 και m_2, αντίστοιχα), όπου αναμενόμενη τιμή το γινόμενο της πιθανότητας εμφάνισης (p_1 και p_2, αντίστοιχα) και του αντίστοιχου κόστους (c_1 και c_2, αντίστοιχα). Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με το υπόδειγμα μέγιστης τύχης προβλέπουμε πάντα το ενδεχόμενο με τη μεγαλύτερη πιθανότητα εμφάνισης. Στην προκειμένη περίπτωση

[1] Receiver Operating Characteristic.

προβλέπουμε πάντα «μη παρακμή» διότι $p_2 > p_1$. Κατά συνέπεια, το ποσοστό σφαλμάτων Τύπου I (m_1) ισούται με 100% διότι δεν προβλέπουμε ποτέ «παρακμή» ενώ το ποσοστό σφαλμάτων Τύπου II (m_2) ισούται με 0% διότι προβλέπουμε πάντα «μη παρακμή». Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, υποθέτουμε ότι η προβλεπτική ισχύς του πρώτου υποθετικού υποδείγματος ισούται με 100% για τις παρακμάζουσες εταιρίες και 69% για τις υγιείς εταιρίες, άρα m_1= 0% και m_2= 39%. Για το δεύτερο υποθετικό υπόδειγμα, η προβλεπτική ισχύς υποτέθηκε ίση με 85% για αμφότερες τις ομάδες εταιριών, άρα $m_1 = m_2$= 15%. Όσον αφορά στο εκτιμηθέν υπόδειγμα ΛΠ, τα m_1 και m_2 υπολογίστηκαν, ήδη, κατά τον έλεγχο της προβλεπτικής ισχύος του υποδείγματος (βλ. παράγραφο 7.3.4.6) και ισούνται, αντίστοιχα, με 31% και 0%. Στον πίνακα που ακολουθεί υπολογίζεται ο δείκτης LC για το εκτιμηθέν υπόδειγμα ΛΠ της παρούσας έρευνας (ΕΥ) σε σχέση με: α) το υπόδειγμα μέγιστης τύχης (ΜΤ), β) το πρώτο υποθετικό υπόδειγμα (Υ1) και γ) το δεύτερο υποθετικό υπόδειγμα (Υ2).

Πίνακας 7.35 Δείκτες LC για την εκτίμηση της χρησιμότητας του εκτιμηθέντος υποδείγματος πρόβλεψης της εταιρικής παρακμής

		Ζεύγη Συγκρίσεων		
		ΕΥ έναντι ΜΤ	**ΕΥ έναντι Υ1**	**ΕΥ έναντι Υ2**
D(p2c2)	ΕΥ ανώτερο	1	0,55	0,5
	ΕΥ κατώτερο	0	0,45	0,5
	LC	=(1*1) + [(-1)*0] = 1	=(1*0,55) + [(-1)*0,45] = 0,10	=(1*0,5) + [(-1)*0,5] = 0

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι, για το σύνολο του εύρους τιμών του λόγου p_1c_1/p_2c_2, το εκτιμηθέν υπόδειγμα ΛΠ προτιμάται σαφώς έναντι του υποδείγματος μέγιστης τύχης, οριακά έναντι του πρώτου υποδείγματος και στον ίδιο βαθμό με το δεύτερο υποθετικό υπόδειγμα. Γενικά, για τιμές του λόγου p_1c_1/p_2c_2, μικρότερες της μονάδας, το εκτιμηθέν υπόδειγμα προτιμάται σαφώς έναντι των υπολοίπων. Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι το εκτιμηθέν υπόδειγμα προτιμάται για οποιαδήποτε τιμή του λόγου c_1/c_2 όταν η αναλογία παρακμάζουσων εταιριών είναι μικρότερη από 25% και για οποιαδήποτε αναλογία παρακμάζουσων εταιριών όταν η τιμή του λόγου c_1/c_2 είναι μικρότερη του 2. Λαμβάνοντας, υπόψη τους δείκτες LC και τα παραπάνω σχόλια, προκύπτει ότι η πρακτική χρησιμότητα του εκτιμηθέντος υποδείγματος είναι είτε περισσότερο είτε εξίσου σημαντική με τη χρησιμότητα των υποδειγμάτων που λήφθηκαν υπόψη για τις απαραίτητες συγκρίσεις. Ωστόσο, η ορθότερη προσέγγιση του ζητήματος υποδεικνύει τη σύγκριση του υποδείγματος με άλλα υποδείγματα που έχουν εκτιμηθεί βάσει πραγματικών δεδομένων των εταιριών. Το εκτιμηθέν

υπόδειγμα είναι χρησιμότερο όλων των υπόλοιπων υποδειγμάτων της παρούσας έρευνας που, σύμφωνα με την προηγηθείσα ανάλυση συνεπάγονται, ταυτόχρονα, υψηλότερα ποσοστά σφαλμάτων Τύπου Ι και ΙΙ.

7.3.4.8 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για την πρόβλεψη της παρακμής

Από την ανάλυση της παραγράφου 7.3.4, προκύπτει ότι η πρόβλεψη της παρακμής είναι μεν εφικτή αλλά η επιτυχία της εξαρτάται από τα δεδομένα επί των οποίων βασίζεται. Πιο συγκεκριμένα, η χρησιμότητα των υποδειγμάτων που εκτιμώνται με δεδομένα από το έτος που προηγείται της παρακμής είναι σαφώς περιορισμένη συγκριτικά με τη χρησιμότητα του υποδείγματος που εκτιμάται βάσει των παραπάνω δεδομένων και των δεδομένων από το πρώτο έτος της παρακμής. Αυτό είναι αναμενόμενο καθώς, στο έτος πριν την παρακμή, τόσο η επίδοση όσο και το Πλαίσιο δε διαφέρουν, πλην ελάχιστων εξαιρέσεων, ανάμεσα στις υγιείς εταιρίες και τις εταιρίες που παράκμασαν και η πρόβλεψη της παρακμής δε βασίζεται, ουσιαστικά, σε κάποιο σύμπτωμα. Αντίθετα, στο πρώτο έτος της παρακμής η εμφάνιση των πρώτων συμπτωμάτων της παρέχει πληροφόρηση που αυξάνει την πιθανότητα ορθής πρόβλεψης.

Ως προς τα ακριβή συμπτώματα που συμβάλλουν στο διαχωρισμό των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή από τις υγιείς εταιρίες, προκύπτει ότι αφορούν αποκλειστικά στην απόδοση ιδίων κεφαλαίων και τη μεταβολή αυτής. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται σε όρους μετά φόρου ταμειακής ροής, το παραπάνω εύρημα θεωρείται αναμενόμενο. Πιο συγκεκριμένα, εφόσον ο στόχος κάθε εταιρίας είναι ή θεωρείται η μεγιστοποίηση της αξίας προς τους ιδιοκτήτες (μετόχους), η μείωση της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, όπως υπολογίζεται στην παρούσα έρευνα, μετά από ένα έτος όπου θεωρείται ικανοποιητική συνιστά ένδειξη για την είσοδο της εταιρίας σε μία περίοδο αδυναμίας ανταπόκρισης στη συμβατική υποχρέωση προς τους ιδιοκτήτες.

Όσον αφορά στη χρησιμότητα της πρόβλεψης της εταιρικής παρακμής, σημειώνεται ότι οι εταιρίες λειτουργούν σε διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον και δεν υπάρχει εκ των προτέρων διαβεβαίωση ότι οι διαφορές ανάμεσα στις υγιείς και τις παρακμάζουσες εταιρίες θα παραμείνουν αμετάβλητες στο μέλλον. Κατά συνέπεια, υφίσταται ανάγκη διαρκούς ανανέωσης των υποδειγμάτων που εκτιμώνται από δεδομένα συγκεκριμένων χρονικών περιόδων. Επιπρόσθετα, δεδομένου ότι η

παρακμή συνεπάγεται διαφορετικές συνέπειες για τους πιθανούς χρήστες τέτοιων υποδειγμάτων, η χρησιμότητα του εκάστοτε υποδείγματος εξαρτάται, επίσης, από την ιδιότητα του εκάστοτε χρήση. Το υπόδειγμα πρόβλεψης που εκτιμήθηκε στην παρούσα έρευνα θεωρείται χρησιμότερο άλλων ακόμα και κατόπιν μεταβολής των υποθέσεων επί των οποίων εκτιμήθηκε. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η χρησιμότητα του υποδείγματος προκύπτει κατόπιν σύγκρισής τους με υποθετικά υποδείγματα ελλείψει υποδειγμάτων που υιοθετούν τον ίδιο ορισμό της παρακμής και έχουν εκτιμηθεί από πραγματικά δεδομένα. Συνεπώς, η μελλοντική ενίσχυση της παρούσας έρευνας αναμένεται να συμβάλλει όχι μόνο στον εντοπισμό νέων συμπτωμάτων της παρακμής αλλά και στην παροχή υποδειγμάτων πρόβλεψής της με μεγαλύτερη χρησιμότητα ανά ομάδα χρηστών.

7.3.5 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΠΑΡΑΚΜΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην παρούσα ενότητα εξετάσαμε το φαινόμενο της εταιρικής παρακμής στην Ελλάδα βάσει ενός δείγματος 43 εισηγμένων εταιριών που εισήλθαν σε παρακμή μετά από ένα έτος με επίδοση εκτός κριτηρίων παρακμής και 43 αντίστοιχων, βάσει χρονικής περιόδου, αντικείμενου δραστηριότητας και μεγέθους, εταιριών που δεν εισήλθαν σε παρακμή περίοδο 1996-2009. Ένα από τα αρχικά ευρήματα της έρευνας συνίσταται στην αύξηση των περιπτώσεων παρακμής στα πιο πρόσφατα έτη. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την εξέταση και σύγκριση της επίδοσης και του Πλαισίου της παρακμής έχουν ως εξής.

Ως προς την επίδοση, δεν προκύπτουν διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών πριν την παρακμή. Ωστόσο, στα τρία έτη παρακμής οι παρακμάζουσες εταιρίες αδυνατούν να ικανοποιήσουν τους κεφαλαιούχους τους ενώ, παράλληλα, υπόκεινται σε σταδιακή φθορά (χειροτέρευση) της επίδοσής τους. Παρά τις σημαντικές διαφορές σε επίπεδο επίδοσης, οι δύο ομάδες εταιριών δεν παρουσιάζουν παρά ελάχιστες διαφορές αναφορικά με το Πλαίσιο ιδιαίτερα πριν την παρακμή και στο αρχικό στάδιό της. Οι σημαντικότερες διαφορές αφορούν στην επίτευξη του ταμειακού νεκρού σημείο και σε κάποια ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά. Από τα ευρήματα της παρούσας έρευνας προκύπτει ότι όλες οι εταιρίες φέρουν χαρακτηριστικά ιδιοκτησίας που υπονοούν την ύπαρξη του «παραδοσιακού

επιχειρηματία» ή, παρόμοια, τη λειτουργία των εταιριών υπό καθεστώς που προσομοιάζει σε αυτό της «οικογενειακής επιχείρησης» παρά το γεγονός ότι, στις εταιρίες που παράκμασαν, παρατηρείται η παρουσία μεγαλύτερου πλήθους μεγαλομετόχων, δηλαδή μετόχων που κατέχουν τουλάχιστον 5% των δικαιωμάτων ψήφου. Κατά την εκτίμηση και τον έλεγχο του υποδείγματος πρόβλεψης της παρακμής διαπιστώθηκε ότι η προσφορά των συμπτωμάτων στην πρόβλεψη της παρακμής εξαρτάται όχι μόνο από το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στην παρατήρηση των συμπτωμάτων και την έναρξη της παρακμής αλλά και τον τύπο πληροφόρησης που εξετάζεται. Τα σημαντικότερα συμπτώματα πριν την έναρξη της παρακμής, δηλαδή στο έτος όπου η επίδοση δεν εμπίπτει στα κριτήρια παρακμής, αφορούν σε μεταβλητές που περιγράφουν την ύπαρξη εξασφαλίσεων επί των περιουσιακών στοιχείων, το βαθμό απόσβεσης των περιουσιακών στοιχείων και την κάλυψη των χρεωστικών τόκων από τα μόνιμα αποτελέσματα. Η επιτυχία πρόβλεψης ενισχύεται σημαντικά όταν λαμβάνονται υπόψη τα πρώτα συμπτώματα της παρακμής. Σε αυτήν την περίπτωση, η μετά φόρων απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, σε όρους ταμειακής ροής, που παρατηρείται στο πρώτο έτος της παρακμής, σε συνδυασμό με την αντίστοιχη μεταβολή από το προηγούμενο έτος, αυξάνει σημαντικά το ποσοστό ορθών προβλέψεων. Κατά τον έλεγχο του υποδείγματος, προέκυψε ότι διατηρεί τη χρησιμότητά του κατόπιν μεταβολής των υποθέσεων επί των οποίων εκτιμήθηκε.

Η ανάλυση της παρούσας ενότητας αποκαλύπτει ότι «δημοφιλείς» πτυχές του Πλαισίου όπως η χρηματοοικονομική και στρατηγική ισχύς δε διαφέρουν σημαντικά ανάμεσα στις εταιρίες που παράκμασαν και τις υγιείς εταιρίες. Συνυπολογίζοντας της σημαντικές διαφορές σε επίπεδο επίδοσης, προκύπτει ανάγκη για περαιτέρω διερεύνηση των χαρακτηριστικών που ευνοούν την εμφάνιση της παρακμής. Ένα ζήτημα του οποίου η εξέταση ενδέχεται να συμβάλλει σημαντικά στην ερμηνεία της παρακμής αφορά στη μελέτη της σχέσης ιδιοκτησίας-διοίκησης και ανάλογων χαρακτηριστικών όπως το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, η εμπειρία των διοικητικών στελεχών κ.ο.κ. Επιπρόσθετα, υφίστανται ενδείξεις για μεγαλύτερη κατανόηση της παρακμής κατόπιν εξέτασης των χαρακτηριστικών ιδιοκτησίας υπό την έννοια των ανθρώπων που ηγούνται των εταιριών σε επίπεδο ιδιοκτησίας.

7.4 Περιγραφή, ερμηνεία και εκτίμηση της πιθανότητας εταιρικής ανάκαμψης στην Ελλάδα για την περίοδο 1995-2009

7.4.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Στην παρούσα ενότητα εξετάζουμε, αρχικά, την επίδοση των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και ανέκαμψαν και των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή αλλά δεν ανέκαμψαν διενεργώντας τις σχετικές συγκρίσεις ανάμεσα στις δύο ομάδες και σε σχέση με τις εταιρίες που παρέμειναν υγιείς στο αντίστοιχο χρονικό διάστημα. Εκ των προτέρων αναμένουμε ότι οι εταιρίες που ανακάμπτουν επιτυγχάνουν σημαντική βελτίωση της επίδοσής τους τουλάχιστον συγκριτικά με το έτος κατά το οποίο υπόκεινται στη μεγαλύτερη φθορά της επίδοσης. Ωστόσο, κρίνεται σκόπιμο να εξεταστεί, επίσης, αν η έκταση της βελτίωσης της επίδοσης των εταιριών που ανακάμπτουν είναι τέτοια που δε διαφοροποιεί την επίδοση των εν λόγω εταιριών από την επίδοση των υγιών εταιριών. Επιπρόσθετα, εξετάζεται αν οι εταιρίες που δεν ανέκαμψαν υπόκεινται σε περαιτέρω φθορά της επίδοσης στα τρία έτη μετά την τριετία παρακμής. Η διαπίστωση σημαντικών διαφορών, ως προς την επίδοση, ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν συνιστά την αιτιολόγηση ενασχόλησης με το Πλαίσιο εντός του οποίου λαμβάνει χώρα η ανάκαμψη. Πιο συγκεκριμένα, είναι σκόπιμο να εξεταστεί αν υφίστανται παράγοντες του Πλαισίου που ευνοούν την ανάκαμψη και κατά πόσο. Η απόρριψη της υπόθεσης ύπαρξης τέτοιων παραγόντων αιτιολογεί την ενασχόληση με το Περιεχόμενο της ανάκαμψης, δηλαδή τις ενέργειες ή στρατηγικές που εφαρμόζονται με στόχο την αντιμετώπιση της παρακμής. Πιο απλά, αν οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή αντιμετωπίζουν, στο σύνολό τους, το ίδιο ή παρεμφερές Πλαίσιο, η ανάκαμψη ενδέχεται να οφείλεται στην εφαρμογή ή μη συγκεκριμένων ενεργειών από τις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα που αναφέρθηκαν στο πέμπτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, η καταλληλότητα, επιλογή και εφαρμογή των ενεργειών δεν είναι ανεξάρτητη από το Πλαίσιο εντός τους οποίου λαμβάνει χώρα. Κατά συνέπεια, κρίνεται σκόπιμο να εξεταστεί αν η ταυτόχρονη εξέταση του Πλαισίου και του Περιεχομένου συνεισφέρει περισσότερο στην ερμηνεία της ανάκαμψης απ’ ό,τι η ξεχωριστή εξέταση του Πλαισίου και του Περιεχομένου. Δεδομένου ότι ο συνδυασμός του Πλαισίου και του

Περιεχομένου στοχεύει στη βελτίωση της επίδοσης, προκύπτει ανάγκη εξέτασης της συνεισφοράς της πληροφόρησης για την επίδοση πριν την παρακμή στην ερμηνεία της ανάκαμψης.

7.4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ, ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΔΕΝ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΥΓΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

7.4.2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης

Στην παρούσα παράγραφο εξετάζουμε, αρχικά, αν η επίδοση των εταιριών που θεωρούνται ότι ανέκαμψαν, βάσει των κριτηρίων που υιοθετούνται στην παρούσα εργασία, βελτιώθηκε σημαντικά ανάμεσα στο έτος Χ και το έτος Α. Ως έτος Χ ορίζεται το έτος όπου ο λόγος «|Μόνιμες Ζημίες|/ Αποσβέσεις» λαμβάνει τη μέγιστη τιμή για τα έτη της παρακμής (1, 2 και 3) και ως έτος Α το έτος όπου η επίδοση της εταιρίας δεν εμπίπτει πλέον στα κριτήρια της παρακμής. Παρόμοιος έλεγχος πραγματοποιείται για τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν υπό τη διαφορά ότι, αντί του έτους Α εξετάζεται το έτος 6, δηλαδή το τρίτο έτος μετά τα τρία έτη της παρακμής. Στόχος των παραπάνω ελέγχων είναι η επιβεβαίωση της υπόθεσης ότι οι εταιρίες που ανέκαμψαν πέτυχαν σημαντική βελτίωση της επίδοσής τους ενώ, αντίθετα, η επίδοση των εταιριών που δεν ανέκαμψαν παραμένει αμετάβλητη ή/ και χειροτερεύει μετά το τρίτο έτος παρακμής. Στη συνέχεια, συγκρίνουμε την επίδοση των εταιριών που ανέκαμψαν με την επίδοση των αντίστοιχων υγιών εταιριών για να εξετάσουμε αν οι εταιρίες που ανέκαμψαν πέτυχαν, εκτός της σημαντικής βελτίωσης της επίδοσης από το έτος Χ στο έτος Α, βελτίωση της επίδοσης σε σημείο που να μη διαφέρει σημαντικά από την επίδοση των αντίστοιχων υγιών εταιριών στο έτος Α. Παρόμοιος έλεγχος πραγματοποιείται ανάμεσα στις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν και τις υγιείς εταιρίες υπό τη διαφορά ότι, αντί του έτους Α, εξετάζουμε το έτος 6. Η σύνθεση των προαναφερθέντων δειγμάτων έχει, ήδη, αναφερθεί στην παράγραφο 7.2.2.5. Δεδομένου ότι εντοπίζονται σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν, ως προς την επίδοση, προχωρούμε σε σύγκριση του Πλαισίου ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών για να διαπιστώσουμε αν υφίστανται παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάκαμψη.

Για λόγους που αναφέρθηκαν σε προηγούμενη θέση (βλ. παράγραφο 7.3.3.1) οι έλεγχοι για τη μεταβολή του μέσου όρου ανάμεσα σε δύο χρονικές στιγμές και τη διαφορά του μέσου όρου ανάμεσα σε δύο ομάδες εταιριών πραγματοποιούνται με το στατιστικό t για ζευγαρωτές παρατηρήσεις. Με εξαίρεση τους ελέγχους ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν, η μεθοδολογία ανάλυσης της παρούσας ενότητας είναι ίδια με την αναφερόμενη στην παράγραφο 7.3.3.1. Η μεταβολή του μέσου ανάμεσα σε δύο χρονικές στιγμές συμβολίζεται με ΔΜΟ. Στην περίπτωση των ελέγχων ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν εφαρμόζεται ο έλεγχος με το στατιστικό t για ανεξάρτητα δείγματα διότι τα προαναφερθέντα δείγματα δεν προκύπτουν από ζευγαρωτή δειγματοληψία (αν T-SIG> 0,05 η υπόθεση ισότητας των μέσων δεν απορρίπτεται). Ο μέσος όρος για τις εταιρίες που ανέκαμψαν, τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν και τις υγιείς εταιρίες συμβολίζεται, αντίστοιχα, με ΜΟ_Α, ΜΟ_ΔΑ και ΜΟ_Υ. Η διαφορά μέσου ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις υγιείς εταιρίες συμβολίζεται με ΔΑΥ και η διαφορά μέσου ανάμεσα στις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν και τις υγιείς εταιρίες συμβολίζεται με ΔΔΑΥ. Η διαφορά του μέσου ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν συμβολίζεται με ΔΑΔΑ. Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 7.2.2.5, το πλήθος των διαθέσιμων παρατηρήσεων ανέρχεται σε 13 για την ομάδα των εταιριών που ανέκαμψαν και 13 για την ομάδα των εταιριών που δεν ανέκαμψαν (σύνολο 26 παρατηρήσεις). Για να αποφύγουμε περαιτέρω «συρρίκνωση» των δειγμάτων, οι αποκλίσεις από την κανονική κατανομή αντιμετωπίζονται με αντικατάσταση κάθε ακραίας τιμής με την εγγύτερη μικρή ή μεγάλη τιμή και όχι με τη διαγραφή των παρατηρήσεων που προκαλούν μη κανονικότητα. Όσον αφορά στους ελέγχους αναλογίας ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν, η υπόθεση που ελέγχεται διατυπώνεται ως ΔΡ(1)= 0 και ορίζει ότι, για κάθε διχοτομική μεταβλητή, η αναλογία με τιμή 1 στο δείγμα των εταιριών που ανέκαμψαν ισούται με την αναλογία με τιμή 1 στο δείγμα των εταιριών που δεν ανέκαμψαν. Σε περίπτωση απόρριψης της υπόθεσης, παρατίθενται διευκρινίσεις. Σημειώνεται ότι στους ελέγχους αναλογίας το τυπικό σφάλμα υπολογίζεται σύμφωνα με τον τύπο διόρθωσης για μικρά δείγματα (n_1, n_2< 30) που αναφέρει ο Siegel (2000):

$$\sqrt{\frac{(n_1-1)S_1^2+(n_2-1)S_2^2}{n_1+n_2-2}\left(\frac{1}{n_1}+\frac{1}{n_2}\right)}$$

n_1, n_2 και S_1^2, S_2^2 το πλήθος παρατηρήσεων και η διακύμανση, αντίστοιχα, των δειγμάτων

Κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι η έκταση της εξέτασης της επίδοσης και των σχετικών συγκρίσεων είναι σαφώς περιορισμένη συγκριτικά με την έκταση της αντίστοιχης ανάλυσης που παρατέθηκε στην προηγούμενη ενότητα. Αυτό οφείλεται στην εξέταση μεταβολών για δύο, αντί τέσσερα, έτη. Κατά συνέπεια, η σχετικά ανάλυση ολοκληρώνεται σε μία παράγραφο.

7.4.2.2 Καταγραφή και ανάλυση της επίδοσης των εταιριών που ανέκαμψαν και των εταιριών που δεν ανέκαμψαν και σύγκριση της επίδοσης μεταξύ των εταιριών που ανέκαμψαν, των εταιριών που δεν ανέκαμψαν και των υγιών εταιριών

Στον πίνακα που ακολουθεί καταγράφεται η επίδοση των εταιριών που ανέκαμψαν και ελέγχεται αν η μεταβολή του μέσου από το έτος Χ στο έτος Α είναι σημαντική. Παρόμοιος έλεγχος διενεργείται για τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν με τελικό έτος το έτος 6. Επιπρόσθετα, ελέγχουμε αν οι διαφορές της επίδοσης ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών είναι σημαντικές.

Πίνακας 7.36 Έλεγχος σημαντικότητας της μεταβολής του μέσου και της διαφοράς του μέσου των AP, MA/XT και AIK για τις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν

		Εταιρίες που ανέκαμψαν		Εταιρίες που δεν ανέκαμψαν		Διαφορές		
		TX	TA	TX	T6		X	A ή 6
AP	N	13	13	13	13	MO_A	0,930	1,352
	MO	0,930	1,352	1,807	1,110	MO_ΔA	1,807	1,110
	ΔMO	-	0,422	-	-0,697	ΔΔΔ	-0,876	0,241
	T-SIG	-	0,061	-	0,012	T-SIG	0,126	0,561
MA/XT	N	13	13	13	13	MO_A	-4,245	4,590
	MO	-4,245	4,590	-6,676	-4,797	MO_ΔA	-6,676	-4,797
	ΔMO	-	8,835	-	1,879	ΔΔΔ	2,432	9,387
	T-SIG	-	0,003	-	0,443	T-SIG	0,369	0,003
AIK	N	13	13	11	11	MO_A	-0,498	0,108
	MO	-0,498	0,108	-0,190	-0,279	MO_ΔA	-0,190	-0,279
	ΔMO	-	0,606	-	-0,22	ΔΔΔ	-0,308	0,386
	T-SIG	-	0,018	-	0,046	T-SIG	0,187	0,000

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει, αρχικά, ότι στο έτος της χειρότερης επίδοσης, οι εταιρίες που ανακάμπτουν δε διαφέρουν σημαντικά, σε όρους επίδοσης, από τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Ωστόσο, υφίστανται σημαντικές διαφορές ως προς την εξέλιξη της επίδοσης των δύο ομάδων εταιριών. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρίες που ανακάμπτουν επιτυγχάνουν σημαντική βελτίωση της κάλυψης χρεωστικών τόκων και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων σε κάποιο από τα τρία έτη μετά το έτος Χ ενώ, αντίθετα, οι εταιρίες που δεν ανακάμπτουν υπόκεινται σε σημαντική πτώση του δείκτη άμεσης ρευστότητας και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων στα τρία έτη μετά την

παρακμή. Κατά συνέπεια, με εξαίρεση την άμεση ρευστότητα, οι εταιρίες που ανακάμπτουν εμφανίζουν σαφώς ανώτερη επίδοση συγκριτικά με τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Σημειώνεται, επίσης, ότι στο έτος της ανάκαμψης, η επίδοση των εταιριών που ανακάμπτουν δεν εμπίπτει πλέον στα κριτήρια της παρακμής καθώς οι δείκτες άμεσης ρευστότητας και κάλυψης των χρεωστικών τόκων υπερβαίνουν τη μονάδα και η μέση απόδοση ιδίων κεφαλαίων ισούται με 11%, περίπου, σε μία περίοδο (μετά το 2000) όπου το επιτόκιο άνευ κινδύνου δεν υπερβαίνει το 4,8% (βλ. παράγραφο 7.2.2.1). Αντίθετα, η επίδοση των εταιριών που δεν ανακάμπτουν εξακολουθεί, τρία έτη μετά την παρακμή, να εμπίπτει στα κριτήρια της παρακμής και, όπως προαναφέρθηκε, είναι χαμηλότερη, ως προς την άμεση ρευστότητα και την απόδοση ιδίων κεφαλαίων, της χειρότερης επίδοσης που παρατηρείται σε κάποιο από τα τρία έτη παρακμής.

Στον πίνακα που ακολουθεί συγκρίνουμε τη μέση επίδοση των εταιριών που ανέκαμψαν και των εταιριών που δεν ανέκαμψαν με τη μέση επίδοση των αντίστοιχων υγιών εταιριών στα έτη X και A ή 6.

Πίνακας 7.37 Διαφορές του μέσου των AP, MA/XT και AIK – Εταιρίες που ανέκαμψαν και υγιείς εταιρίες - Εταιρίες που δεν ανέκαμψαν και υγιείς εταιρίες

		Εταιρίες που ανέκαμψαν έναντι υγιών εταιριών			Εταιρίες που δεν ανέκαμψαν έναντι υγιών εταιριών	
		TX	TA		TX	TA
AP	N	13	13	N	13	13
	MO_A	0,930	1,352	MO_ΔA	1,807	1,110
	MO_Y	1,424	1,325	MO_Y	1,637	1,368
	ΔAY	-0,494	0,027	ΔΔAY	0,170	-0,258
	T-SIG	0,050	0,927	T-SIG	0,788	0,610
MA/XT	N	13	13	N	13	13
	MO_A	-4,245	4,590	MO_ΔA	-6,676	-4,797
	MO_Y	6,001	4,360	MO_Y	9,327	11,082
	ΔAY	-10,245	0,230	ΔΔAY	-16,003	-15,878
	T-SIG	0,001	0,903	T-SIG	0,000	0,011
AIK	N	13	13	N	13	11
	MO_A	-0,498	0,108	MO_ΔA	-0,190	-0,279
	MO_Y	0,157	0,133	MO_Y	0,220	0,164
	ΔAY	-0,656	-0,026	ΔΔAY	-0,410	-0,443
	T-SIG	0,013	0,345	T-SIG	0,001	0,002

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, ενώ οι εταιρίες που ανέκαμψαν και που δεν ανέκαμψαν υπολείπονται, σε όρους επίδοσης, των υγιών εταιριών στο έτος X (με εξαίρεση την άμεση ρευστότητα των εταιριών που δεν ανέκαμψαν), οι εταιρίες που ανέκαμψαν πέτυχαν τη βελτίωση της επίδοσής τους σε σημείο που να μη διαφέρει σημαντικά από την επίδοση των υγιών εταιριών. Αντίθετα, οι εταιρίες που δεν ανέκαμψαν εξακολουθούν να υπολείπονται σημαντικά, σε όρους επίδοσης, των υγιών εταιριών τρία έτη μετά την παρακμή.

Συνοψίζοντας, τα παραπάνω ευρήματα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες που ανέκαμψαν πέτυχαν σημαντική βελτίωση της επίδοσής τους σε σημείο που, στο έτος ανάκαμψης, να μη διαφέρει σημαντικά από την επίδοση των υγιών εταιριών. Αντίθετα, οι εταιρίες που δεν ανέκαμψαν υπόκεινται σε περαιτέρω χειροτέρευση της επίδοσής τους μετά το τρίτο έτος παρακμής και εξακολουθούν να υπολείπονται των υγιών εταιριών σε όρους επίδοσης. Κατά συνέπεια, υφίσταται αιτιολόγηση για περαιτέρω διερεύνηση των διαφορών του Πλαισίου ανάκαμψης ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν.

7.4.2.3 Ανάλυση του Πλαισίου των εταιριών που ανέκαμψαν και των εταιριών που δεν ανέκαμψαν

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται οι μέσοι όροι των συνεχών μεταβλητών και οι αναλογίες των διχοτομικών μεταβλητών του Πλαισίου στο έτος Χ για τις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν και διενεργούνται οι σχετικές συγκρίσεις ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών.

Πίνακας 7.38 Διαφορές μέσου των μεταβλητών Πλαισίου στο έτος Χ – Εταιρίες που ανέκαμψαν έναντι εταιριών που δεν ανέκαμψαν

	N		MO ή P(1)		Διαφορές Συνεχείς μεταβλητές		Διαφορές Διχοτομικές μεταβλητές	
	Ανέκαμψαν	Δεν ανέκαμψαν	Ανέκαμψαν	Δεν ανέκαμψαν	ΔΜΟ	T-SIG	ΔP(1)	t
ΜΖ	5	6	0,069	0,132	-0,063	0,526	-	-
ΑΝΤ	9	6	0,559	0,608	-0,049	0,720	-	-
ΑΝΑ	13	13	0,046	0,049	-0,003	0,684	-	-
ΑΝΕ	13	13	0,095	0,097	-0,002	0,485	-	-
ΣΚ	13	13	0,872	0,952	-0,080	0,044	-	-
ΠΙΣ1	13	13	0,565	0,548	0,017	0,857	-	-
ΠΙΣ2	13	13	0,052	0,068	-0,016	0,607	-	-
ΠΙΣ3	13	13	0,384	0,384	-0,001	0,993	-	-
ΠΙΣ4	13	13	0,480	0,456	0,024	0,786	-	-
ΠΙΣ5	13	13	1,110	2,865	-1,755	0,115	-	-
Μ1	13	13	18,15	18,24	-0,09	0,859	-	-
Μ2	13	13	17,49	17,47	0,02	0,974	-	-
Μ3	11	11	5,54	5,49	0,06	0,923	-	-
ΠΛΕΟ	13	13	0,575	0,720	-0,146	0,126	-	-
ΡΕΥ	13	13	0,206	0,177	0,030	0,763	-	-
ΑΞΔΥ	13	13	3,086	1,684	1,402	0,109	-	-
ΜΕΡ	9	6	0,779	1,417	-0,638	0,391	-	-
ΑΝΘΕ	9	6	1,171	1,699	-0,528	0,565	-	-
ΤΕΧΝ	13	13	0,353	0,410	-0,057	0,441	-	-
ΠΕΛ	13	13	185	210	-25	0,589	-	-
ΑΠΕΡ	11	11	0,215	0,134	0,080	0,210	-	-
ΔΙΑΦ	11	11	0,557	0,598	-0,040	0,871	-	-
ΗΛΙ	12	11	27,4	28,7	-1,3	0,864	-	-
ΙΔ4	12	13	0,8	1,2	-0,4	0,298	-	-
ΙΔ7	12	13	1,6	3,9	-2,3	0,004	-	-
ΕΞΑΣ	13	13	0,54	0,46	-	-	0,08	0,41
ΙΔ1	12	13	0,58	0,62	-	-	-0,03	-0,16
ΙΔ2	12	13	0,08	0,08	-	-	0,01	0,06
ΙΔ3	12	13	0,17	0,31	-	-	-0,14	-0,84
ΙΔ5	12	13	0,33	0,08	-	-	0,26	1,69
ΙΔ6	12	13	0,42	0,38	-	-	0,03	0,16

ΙΔ8	11	12	0,36	0,08	-	-	0,28	1,73
ΔΔΣ	13	13	0,54	0,62	-	-	-0,08	-0,40
ΑΛΔΣ	13	13	0,31	0,00	-	-	0,31	2,40
ΑΛΠΡ	13	13	0,08	0,15	-	-	-0,08	-0,62

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι, στο έτος της χειρότερης επίδοσης, το Πλαίσιο ανάκαμψης δε διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν καθώς οι μοναδικές σημαντικές διαφορές αφορούν στη σοβαρότητα της κατάστασης, το πλήθος των μεγαλομετόχων και την αντικατάσταση του προσώπου που κατέχει τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου. Πιο συγκεκριμένα, αμφότερες οι ομάδες εταιριών πραγματοποιούν λιγότερες πωλήσεις (σε αξία) από τις πωλήσεις που απαιτούνται για την επίτευξη του ταμειακού νεκρού σημείου αλλά η αξία πωλήσεων, ως ποσοστό των πωλήσεων που απαιτούνται για την επίτευξη του ταμειακού νεκρού σημείου, των εταιριών που ανέκαμψαν είναι κατά 9%, περίπου, μικρότερη της αξίας των αντίστοιχων πωλήσεων των εταιριών που δεν ανέκαμψαν. Το πλήθος μεγαλομετόχων των εταιριών που δεν ανέκαμψαν είναι υπερδιπλάσιο του πλήθους μεγαλομετόχων των εταιριών που ανέκαμψαν, 3,9 έναντι 1,6, υποδεικνύοντας ότι η παρουσία λιγότερων μεγαλομετόχων συνδέεται σε μεγαλύτερο βαθμό με τις εταιρίες που ανέκαμψαν. Τέλος, 3 στις 10 εταιρίες που ανέκαμψαν προβαίνουν σε αντικατάσταση του προσώπου που κατέχει τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου στο έτος της χειρότερης επίδοσης ενώ, αντίθετα, δεν παρατηρείται παρόμοια ενέργεια από τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν.

7.4.2.4 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για το Πλαίσιο ανάκαμψης

Τα εμπειρικά ευρήματα που παρουσιάστηκαν στην παρούσα παράγραφο υποδεικνύουν ότι, στο έτος της ανάκαμψης, η επίδοση των εταιριών που ανακάμπτουν βελτιώνεται σημαντικά όχι μόνο σε σχέση με το έτος της χειρότερης επίδοσης αλλά και σε σημείο που να μη διαφέρει από την επίδοση των υγιών εταιριών. Αντίθετα, οι εταιρίες που δεν ανακάμπτουν υπόκεινται σε περαιτέρω πτώση της επίδοσής τους από το έτος της χειρότερης επίδοσης μέχρι το τρίτο έτος μετά την τριετία παρακμής. Συνεπώς, προκύπτει εύλογα το ερώτημα σχετικά με το αν υφίστανται παράγοντες που εξηγούν τη διαφορετική εξέλιξη της επίδοσης των δύο ομάδων εταιριών. Μελετώντας τις διαφορές του Πλαισίου ανάκαμψης ανάμεσα στις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν προκύπτει ότι κάθε άλλο παρά σημαντικές είναι. Τα παραπάνω ευρήματα συνιστούν αρχικές ενδείξεις για

τη σημασία μελέτης του Περιεχομένου της ανάκαμψης έτσι ώστε να διαπιστωθεί αν οι ενέργειες που στοχεύουν στην ανάκαμψη συμβάλλουν περισσότερο, από ό,τι το Πλαίσιο, στην ερμηνεία της διαφορετικής κατάληξης της παρακμής. Πιο απλά, δεδομένου ότι, με ελάχιστες εξαιρέσεις, όλες οι εταιρίες διαθέτουν τις ίδιες δυνατότητες και αντιμετωπίζουν τις ίδιες συνθήκες περιβάλλοντος, πρέπει να ελεγχθεί αν το «τι» κάνει μία εταιρία για να ανακάμψει είναι σημαντικότερο του «που» πραγματοποιεί την προσπάθειά της.

7.4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΔΕΝ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ

7.4.3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης

Στην παρούσα παράγραφο εξετάζουμε τις ενέργειες που εφαρμόστηκαν από τις εταιρίες που ανέκαμψαν εξετάζοντας, επίσης, αν οι παραπάνω ενέργειες εφαρμόστηκαν ή όχι και σε ποια έκταση από τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν. Οι ενέργειες ανάκαμψης ομαδοποιούνται βάσει της προτεινόμενης ομαδοποίησης που παρουσιάστηκε στην παράγραφο 5.9.3. Για την απόδοση των ενεργειών ανάκαμψης χρησιμοποιούμε δύο τύπους μεταβλητών. Αρχικά, κάθε ενέργεια προσεγγίζεται με μία διχοτομική μεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 όταν η ενέργεια λαμβάνει χώρα και την τιμή 0 διαφορετικά. Για τις μη μηδενικές τιμές των διχοτομικών μεταβλητών, ορίζουμε την αντίστοιχη συνεχή μεταβλητή για την καταγραφή της έντασης και κατεύθυνσης κάθε ενέργειας. Η ταυτόχρονη χρήση διχοτομικών μεταβλητών και συνεχών μεταβλητών για την περιγραφή του Περιεχομένου έχει υιοθετηθεί σε προγενέστερες σχετικές έρευνες όπως, ενδεικτικά, οι έρευνες των Schreuder et al. (1991), Castrogiovanni and Bruton (2000) και Francis and Mariola (2005). Η εν λόγω προσέγγιση προσφέρει δύο πλεονεκτήματα. Αρχικά, εξετάζοντας δύο ή περισσότερες διχοτομικές μεταβλητές προκύπτει αν υφίσταται ή όχι ταυτόχρονη πραγματοποίηση ενεργειών. Συνεπώς, προσφέρεται η δυνατότητα εξέτασης πιθανών συνδυασμών ενεργειών. Επιπρόσθετα, ο υπολογισμός των συνεχών μεταβλητών βάσει μόνο των περιπτώσεων όπου η αντίστοιχη διχοτομική μεταβλητή ισούται με 1, προσφέρει τη δυνατότητα μελέτης μόνο των εταιριών που εφάρμοσαν μία συγκεκριμένη ενέργεια.

Κατά συνέπεια, μπορούμε να εξετάσουμε αν κάποια ενέργεια εφαρμόζεται με μεγαλύτερη ένταση από τις εταιρίες που ανακάμπτουν ή τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν.

Για τις εταιρίες που ανακάμπτουν, οι ενέργειες υπολογίζονται βάσει των μεταβολών από το έτος Χ και το έτος Α ενώ για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν από το έτος Χ και το έτος 6. Η πληροφόρηση για τα έτη παρέχεται από τους δείκτες Χ, Α και 6 της εκάστοτε μεταβλητής. Σχετικά με τους ελέγχους ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών ισχύουν όσα αναφέρθηκαν στην παράγραφο 7.4.2.1. Επιπρόσθετα, για κάθε ομάδα εταιριών, ελέγχουμε, με το στατιστικό t, αν P(1)= 0,5, όπου P(1) η αναλογία εταιριών με εφαρμογή της εκάστοτε ενέργειας. Επίσης, ελέγχουμε αν ΔP(1)= 0, όπου ΔP(1) η διαφορά αναλογίας, ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών, των εταιριών που εφαρμόζουν την εκάστοτε ενέργεια. Το τυπικό σφάλμα για τον έλεγχο t ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών υπολογίζεται με τον τύπο για μικρά δείγματα που αναφέρθηκε στην παράγραφο 7.4.2.1. Όσον αφορά στις επιμέρους διακρίσεις των ενεργειών, η P(1) ισούται με την αναλογία εταιριών όπου λαμβάνει χώρα η εκάστοτε ενέργεια και η επιμέρους διάκρισή της (εφόσον υφίσταται τέτοια διάκριση).

7.4.3.2 Ορισμός μεταβλητών του Περιεχομένου (ενεργειών) ανάκαμψης

- *ΑΥΞΗΣΗ ΕΣΟΔΩΝ*

Ως αύξηση εσόδων (ΑΥΕΣ) ορίζεται η ποσοστιαία αύξηση εσόδων εφόσον είναι μεγαλύτερη της ποσοστιαίας αύξησης του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή[1] (ΔΤΚ), αν υφίσταται αύξηση. Εφόσον, διαπιστωθεί ότι υφίσταται αύξηση εσόδων, διακρίνουμε δύο τύπους. Αρχικά, θεωρούμε ότι η αύξηση εσόδων είναι στρατηγική (ΣΑΥΕΣ01) αν παρατηρείται μεταβολή του βαθμού διαφοροποίησης κατά, τουλάχιστον, 25% και λειτουργική (ΛΑΥΕΣ01) σε κάθε άλλη περίπτωση. Επιπρόσθετα, εξετάζεται αν η αύξηση εσόδων επιχειρείται με επένδυση (ΑΥΕΣΜΕ01) όταν παρατηρείται αύξηση της αξίας των ενσώματων πάγιων περιουσιακών στοιχείων και των συμμετοχών (ΕΑΣ) κατά, τουλάχιστον, 5% ή χωρίς επένδυση (ΑΥΕΣΧΕ01) σε κάθε άλλη περίπτωση. Συνολικά, υπολογίζονται οι παρακάτω μεταβλητές (βλ. παράγραφο 7.3.3.2 για ερμηνεία των συμβόλων):

ΑΥΕΣ01

[1] Σε σταθερές τιμές 2005. Δεδομένα από την Ελληνική Στατιστική Αρχή

	Πραγματοποίηση Αύξησης Εσόδων	
	1	Αν $\frac{\Pi\Omega\Lambda_{A,6}}{\Pi\Omega\Lambda_X} - 1 > \frac{\Delta TK_{A,6}}{\Delta TK_X} - 1$
	0	διαφορετικά
ΑΥΕΣ		
	Έκταση Αύξησης Εσόδων	
	$\frac{\Pi\Omega\Lambda_{A,6}}{\Pi\Omega\Lambda_X} - 1$, αν ΑΥΕΣ01= 1	
	0	διαφορετικά
ΣΑΥΕΣ01		
	Πραγματοποίηση Στρατηγικής Αύξησης Εσόδων	
	1	Αν ΑΥΕΣ01= 1 και $\left\lvert \frac{\Delta IA\Phi_{A,6}}{\Delta IA\Phi_X} - 1 \right\rvert > 25\%$
	0	διαφορετικά
ΛΑΥΕΣ01		
	Πραγματοποίηση Λειτουργικής Αύξησης Εσόδων	
	1	Αν ΑΥΕΣ01= 1 και $\left\lvert \frac{\Delta IA\Phi_{A,6}}{\Delta IA\Phi_X} - 1 \right\rvert \leq 25\%$
	0	διαφορετικά
ΑΥΕΣΜΕ01		
	Πραγματοποίηση Αύξησης Εσόδων Με Επένδυση	
	1	Αν ΑΥΕΣ01= 1 και $\frac{E A\Sigma_{A,6}}{E A\Sigma_X} - 1 > 5\%$
	0	διαφορετικά
ΑΥΕΣΧΕ01		
	Πραγματοποίηση Αύξησης Εσόδων Χωρίς Επένδυση	
	1	Αν ΑΥΕΣ01= 1 και $\frac{E A\Sigma_{A,6}}{E A\Sigma_X} - 1 \leq 5\%$
	0	διαφορετικά

Η μεταβολή του βαθμού της διαφοροποίησης ως μέτρο της στρατηγικής ανακατεύθυνσης έχει χρησιμοποιηθεί, κατά το παρελθόν, από τους Dawley et al. (2002) για τη μέτρηση της επικέντρωσης εκ νέου (refocusing) χωρίς, όμως, σύγκριση με κάποια τιμή-πρότυπο. Υπενθυμίζεται ότι η μεταβλητή ΔΙΑΦ υπολογίζεται βάσει της ανάλυσης των πωλήσεων της εταιρίας ανά κλάδο. Εκ των προτέρων αναμένουμε ότι, σε κάθε έτος, υπάρχει μεταβολή του βαθμού διαφοροποίησης στα πλαίσια της φυσιολογικής δραστηριότητας της εταιρίας χωρίς η εν λόγω μεταβολή να υποδεικνύει επικέντρωση εκ νέου ή επέκταση σε νέους κλάδους. Για παράδειγμα, αν οι πωλήσεις μίας εταιρίας κατανέμονται κατά 70% σε έναν κλάδο και κατά 30% σε άλλον κλάδο, η μεταβλητή ΔΙΑΦ λαμβάνει την τιμή 0,61. Αν τα ποσοστά μεταβληθούν σε 65% και 35%, αντίστοιχα, ο βαθμός διαφοροποίησης ισούται με 0,65 και μεταβάλλεται κατά 6%. Θεωρούμε ότι τέτοιου είδους μεταβολές δεν τεκμηριώνουν επαρκώς τη στρατηγική ανακατεύθυνση της εταιρίας. Σημειώνεται, επίσης, ότι σε δύο

περιπτώσεις, η τιμή της ΔΙΑΦ στο έτος Χ ισούταν με μηδέν με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατός ο υπολογισμός της μεταβολής της ΔΙΑΦ. Σε αυτές τις περιπτώσεις θέσαμε τη ΔΙΑΦ στο έτος Χ ίση με 0,001 (≈0) για να αποφύγουμε τον αποκλεισμό των παρατηρήσεων κατά την ανάλυση των ενεργειών που σχετίζονται με τη μεταβολή του βαθμού διαφοροποίησης.

Όσον αφορά στο κριτήριο της επένδυσης, χρησιμοποιούμε την αξία κτήσης των ενσώματων ακινητοποιήσεων διότι οι μεταβολές της είναι ενδεικτικές της προσθήκης ή αφαίρεσης παγίων στην εταιρία. Η χρήση τιμής-πρότυπο ως κριτήριο απόφασης για το αν η εταιρία εφαρμόζει ή όχι περιστολή περιουσιακών στοιχείων υιοθετείται συχνά σε σχετικές έρευνες. Για παράδειγμα, οι Hoskisson and Johnson (1992) και Hoskisson et al. (1994) ορίζουν ότι η περιστολή περιουσιακών στοιχείων εφαρμόζεται αν η αξία των πωλήσεων των περιουσιακών στοιχείων που περιστέλλονται υπερβαίνει το 10% των συνολικών πωλήσεων της εταιρίας ενώ οι Falkenberg et al. (2004) ορίζουν ότι η περιστολή περιουσιακών στοιχείων εφαρμόζεται όταν η ποσοστιαία μείωση των περιουσιακών στοιχείων ισούται με τουλάχιστον 5%. Η επιλογή της τιμής-πρότυπο 5% στην παρούσα έρευνα στηρίζεται στην αδυναμία συσχέτισης περιουσιακών στοιχείων και πωλήσεων. Σημειώνεται ότι οι έρευνες των Hoskisson and Johnson (1992) και Hoskisson et al. (1994) αφορούν σε αποεπενδύσεις τμημάτων με αποτέλεσμα να είναι δυνατός ο υπολογισμός των πωλήσεων κάθε τμήματος που αποεπενδύεται. Αντιστρέφοντας τον παραπάνω συλλογισμό, θεωρούμε ότι υφίσταται επένδυση αν η αξία των ενσώματων παγίων και συμμετοχών αυξάνεται κατά 5% και θεωρούμε ότι οι σχετικές μεταβολές εντός του διαστήματος [-5%, 5%] λαμβάνουν χώρα στα πλαίσια της φυσιολογικής δραστηριότητας της εταιρίας. Σημειώνεται ότι ο συνυπολογισμός της αξίας συμμετοχών κρίνεται σκόπιμος έτσι ώστε να λάβουμε υπόψη την αξία των επενδύσεων σε εταιρίες που δε θεωρούνται θυγατρικές και δε συμπεριλαμβάνονται στους ενοποιημένους ισολογισμούς.

- *ΠΕΡΙΣΤΟΛΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ*

Ως περιστολή περιουσιακών στοιχείων (ΠΠΣ) ορίζεται η μείωση της αξίας των ενσώματων πάγιων περιουσιακών στοιχείων, των συμμετοχών και των αποθεμάτων (έτοιμα προϊόντα και εμπορεύματα) ανάμεσα στο έτος της χειρότερης επίδοσης και το έτος της ανάκαμψης κατά, τουλάχιστον, 5%. Επιπρόσθετα, ο τύπος περιστολής περιουσιακών στοιχείων προκύπτει ανάλογα με τη μεταβολή του βαθμού

διαφοροποίησης κατά τα πρότυπα που αναφέρθηκαν στην παρουσίαση των ενεργειών αύξησης εσόδων (βλ. παραπάνω) και η περιστολή περιουσιακών στοιχείων θεωρείται στρατηγική (ΣΠΠΣ01) ή λειτουργική (ΛΠΠΣ01). Συνολικά, υπολογίζονται οι παρακάτω μεταβλητές (βλ. παράγραφο 7.3.3.2 για ερμηνεία των συμβόλων):

ΠΠΣ01		
Πραγματοποίηση Περιστολής Περιουσιακών Στοιχείων		
1	Αν $\frac{\text{ΕΑΣ}_{\text{A},6} + \text{ΑΠ}_{\text{A},6}}{\text{ΕΑΣ}_{\text{X}} + \text{ΑΠ}_{\text{X}}} - 1 < -5\%$	
0	διαφορετικά	
ΠΠΣ		
Έκταση Περιστολής Περιουσιακών Στοιχείων		
$\frac{\text{ΕΑΣ}_{\text{A},6} + \text{ΑΠ}_{\text{A},6}}{\text{ΕΑΣ}_{\text{X}} + \text{ΑΠ}_{\text{X}}} - 1$, αν ΠΠΣ01= 1		
0	διαφορετικά	
ΣΠΠΣ01		
Πραγματοποίηση Στρατηγικής Περιστολής Περιουσιακών Στοιχείων		
1	Αν ΠΠΣ01= 1 και $\left\lvert \frac{\Delta\text{ΙΑΦ}_{\text{A},6}}{\Delta\text{ΙΑΦ}_{\text{X}}} - 1 \right\rvert > 25\%$	
0	διαφορετικά	
ΛΠΠΣ01		
Πραγματοποίηση Λειτουργικής Περιστολής Περιουσιακών Στοιχείων		
1	Αν ΠΠΣ01= 1 και $\left\lvert \frac{\Delta\text{ΙΑΦ}_{\text{A},6}}{\Delta\text{ΙΑΦ}_{\text{X}}} - 1 \right\rvert \leq 25\%$	
0	διαφορετικά	

Η τεκμηρίωση της μεταβλητής ΠΠΣ και της επιλογής της τιμής-πρότυπο 5% έχουν, ήδη, αιτιολογηθεί κατά την αναφορά μας στις μεταβλητές τις αύξησης εσόδων (βλ. παραπάνω).

- *ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ*

Ως βελτίωση αποτελεσματικότητας (ΒΕΑΠ01) ορίζεται η μείωση του δείκτη «(Κόστος Παραγωγής + Λειτουργικά Έξοδα)/ Πωλήσεις» ανάμεσα στο έτος της χειρότερης επίδοσης και το έτος της ανάκαμψης. Επιπρόσθετα, ο τύπος βελτίωσης παραγωγικότητας, με επένδυση (ΒΕΑΠΜΕ01) ή χωρίς επένδυση (ΒΕΑΠΧΕ01), προκύπτει ανάλογα με τη μεταβολή της αξίας των ενσώματων πάγιων περιουσιακών στοιχείων και των συμμετοχών κατά τα πρότυπα που αναφέρθηκαν στις ενέργειες αύξησης εσόδων (βλ. παραπάνω). Επίσης, εξετάζουμε αν πραγματοποιήθηκε περιστολή των λειτουργικών εξόδων (ΠΕΛΕ01) ή περιστολή του ανθρώπινου δυναμικού (ΠΕΑΔ01) και την έκτασή τους (ΠΕΛΕ και ΠΕΑΔ, αντίστοιχα).

Συνολικά, υπολογίζονται οι παρακάτω μεταβλητές (βλ. παράγραφο 7.3.3.2 για ερμηνεία των συμβόλων):

ΒΕΑΠ01	
Πραγματοποίηση Βελτίωσης Αποτελεσματικότητας	
1	Αν $\frac{(\text{ΚΠ}_{\text{A},6} + \text{ΛΕ}_{\text{A},6}) / \text{ΠΩΛ}_{\text{A},6}}{(\text{ΚΠ}_{\text{X}} + \text{ΛΕ}_{\text{X}}) / \text{ΠΩΛ}_{\text{X}}} - 1 < 0$
0	διαφορετικά
ΒΕΑΠ	
Έκταση Βελτίωσης Αποτελεσματικότητας	
	$\frac{(\text{ΚΠ}_{\text{A},6} + \text{ΛΕ}_{\text{A},6}) / \text{ΠΩΛ}_{\text{A},6}}{(\text{ΚΠ}_{\text{X}} + \text{ΛΕ}_{\text{X}}) / \text{ΠΩΛ}_{\text{X}}} - 1$, αν ΒΕΑΠ01= 1
0	διαφορετικά
ΒΕΑΠΜΕ01	
Πραγματοποίηση Βελτίωσης Αποτελεσματικότητας Με Επένδυση	
1	Αν ΒΕΑΠ01= 1 και $\frac{\text{ΕΑΣ}_{\text{A},6}}{\text{ΕΑΣ}_{\text{X}}} - 1 > 5\%$
0	διαφορετικά
ΒΕΑΠΧΕ01	
Πραγματοποίηση Βελτίωσης Αποτελεσματικότητας Χωρίς Επένδυση	
1	Αν ΒΕΑΠ01= 1 και $\frac{\text{ΕΑΣ}_{\text{A},6}}{\text{ΕΑΣ}_{\text{X}}} - 1 \le 5\%$
0	διαφορετικά
ΠΕΛΕ01	
Πραγματοποίηση Περιστολής Λειτουργικών Εξόδων	
1	Αν $\frac{\text{ΛΕ}_{\text{A},6}}{\text{ΛΕ}_{\text{X}}} - 1 < -5\%$
0	διαφορετικά
ΠΕΛΕ	
Έκταση Περιστολής Λειτουργικών Εξόδων	
	$\frac{\text{ΛΕ}_{\text{A},6}}{\text{ΛΕ}_{\text{X}}} - 1$, αν ΠΕΛΕ01= 1
0	διαφορετικά
ΠΕΑΔ01	
Πραγματοποίηση Περιστολής Ανθρώπινου Δυναμικού	
1	$\frac{\text{ΕΡΓ}_{\text{A},6}}{\text{ΕΡΓ}_{\text{X}}} - 1 < -5\%$
0	διαφορετικά
ΠΕΑΔ	
Έκταση Περιστολής Ανθρώπινου Δυναμικού	
	$\frac{\text{ΕΡΓ}_{\text{A},6}}{\text{ΕΡΓ}_{\text{X}}} - 1$, αν ΠΕΑΔ01= 1
0	διαφορετικά

Σύμφωνα με τα ευρήματα εμπειρικών ερευνών που αναφέρθηκαν στις παραγράφους 5.4.3 και 5.6.3, η ανάκαμψη στηρίζεται, συχνά, στη βελτίωση των συστημάτων παραγωγής και την εκλογίκευση του κόστους παραγωγής και των λειτουργικών εξόδων. Κατά συνέπεια, κρίθηκε σκόπιμο να εξετάσουμε αν η

βελτίωση της αποτελεσματικότητας, υπό οποιαδήποτε μορφή, περιλαμβάνεται στις ενέργειες που εφαρμόζονται με στόχο την ανάκαμψη. Είναι προφανές ότι η βελτίωση της αποτελεσματικότητας αυτή καθαυτή δε συνιστά ενέργεια ανάκαμψης αλλά προκύπτει από την εφαρμογή άλλων ενεργειών. Η εξέταση των μεταβλητών ΒΕΑΠ01 και ΒΕΑΠ στοχεύει στην εξακρίβωση του αν και κατά πόσο βελτιώθηκε η αποτελεσματικότητα ενώ οι υπόλοιπες μεταβλητές εξετάζουν τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιήθηκε η βελτίωση. Όσον αφορά στο κριτήριο της επένδυσης, σχετικά σχόλια έχουν, ήδη, αναφερθεί κατά την παρουσίαση των μεταβλητών για την αύξηση εσόδων (βλ. παραπάνω).

Η μείωση των λειτουργικών εξόδων ως ενέργεια ανάκαμψης εξετάζεται από τους Francis and Mariola (2005) υπό τη διαφορά ότι, εκτός των λειτουργικών εξόδων, περιλαμβάνεται, επίσης, το κόστος πωληθέντων. Ο «αποκλεισμός» του κόστους πωληθέντων από τον υπολογισμό της περιστολής κόστους επιλέχθηκε διότι το εν λόγω κόστος θεωρείται, κυρίως, μεταβλητό ή, πιο απλά, κυμαίνεται ανάλογα με τις πωλήσεις. Αντίθετα, τα λειτουργικά έξοδα θεωρούνται, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, σταθερά και δε μεταβάλλονται ανάλογα με τις πωλήσεις. Συνεπώς, η μείωση του κόστους πωληθέντων ενδέχεται να οφείλεται σε πτώση των πωλήσεων. Επιπρόσθετα, τυχόν βελτίωση του κόστους πωληθέντων και η αντίστοιχη έκταση θα αποτυπωθεί στις μεταβλητές ΒΕΑΠ01 και ΒΕΑΠ. Αν η βελτίωση της αποτελεσματικότητας δεν οφείλεται σε περιστολή των λειτουργικών εξόδων τότε θα ισχύει ότι προκύπτει ως αποτέλεσμα της βελτίωσης του περιθωρίου συνεισφοράς. Συνυπολογίζοντας αν υφίσταται σημαντική αύξηση των πωλήσεων θα καταστεί δυνατό να συμπεράνουμε αν η βελτίωση της αποτελεσματικότητας οφείλεται στην μείωση του κόστους πωληθέντων ή την αύξηση των πωλήσεων.

Κρίνεται, επίσης, σκόπιμο να αιτιολογήσουμε το μη συνυπολογισμό των χρεωστικών τόκων στα λειτουργικά έξοδα που αντιτίθεται σε προγενέστερες έρευνες όπως, ενδεικτικά, η έρευνα των Morrow Jr et al. (2004). Αρχικά, οι χρεωστικοί τόκοι δε συνιστούν, εξορισμού, λειτουργικό έξοδο διότι δε σχετίζονται με τη λειτουργική δραστηριότητα της εταιρίας αλλά με το μίγμα χρηματοδότησης. Είναι προφανές ότι όταν δεν υφίστανται έντοκες υποχρεώσεις τα αποτελέσματα της εταιρίας δεν επιβαρύνονται με χρεωστικούς τόκους. Ο δεύτερος λόγος «αποκλεισμού» των χρεωστικών τόκων αφορά στην «ευχέρεια» περιστολής τους από την εταιρία. Πιο συγκεκριμένα, η περιστολή των χρεωστικών τόκων δε συνιστά απόφαση μόνο της εταιρίας αλλά προϋποθέτει άλλες ενέργειες που εμπίπτουν στην έννοια της

χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης. Για παράδειγμα, η ανταλλαγή τραπεζικού χρέους με μετοχές συνεπάγεται τη μείωση των τόκων που καταβάλλονται ως αμοιβή του τραπεζικού δανείου αλλά προϋποθέτει τη συμφωνία της εκάστοτε πιστώτριας τράπεζας. Αντίθετα, η περιστολή των λειτουργικών εξόδων συνιστά απόφαση της εταιρίας εφόσον εντάσσεται στα πλαίσια του εκάστοτε νομοθετικού πλαισίου που καθορίζει τη μέγιστη έκταση των απολύσεων, τη μετεγκατάσταση σε διαφορετική γεωγραφική περιοχή με χαμηλότερο κόστος λειτουργίας κ.ο.κ.

Η χρήση των μεταβλητών ΠΕΑΔ01 και ΠΕΑΔ στοχεύει στην εξέταση του περιεχομένου της περιστολής κόστους και, πιο συγκεκριμένα, στο «πώς» εφαρμόζεται η εν λόγω ενέργεια δεδομένου ότι τα λειτουργικά έξοδα δεν αφορούν μόνο στις αμοιβές των εργαζομένων. Συνεπώς, κρίνεται σκόπιμο να εξετάσουμε αν η περιστολή κόστους προκύπτει κατόπιν σημαντικής μείωσης του πλήθους εργαζομένων ή άλλων λειτουργικών εξόδων. Η μείωση του πλήθους εργαζομένων, ως στοιχείο της περιστολής κόστους, εξετάζεται, επίσης, στις έρευνες των John et al (1992) και Denis and Kruse (2000).

Ολοκληρώνοντας, πρέπει να αναφερθεί ότι οι μεταβλητές της περιστολής κόστους υπολογίζονται ως μεταβολές μεγεθών και όχι δεικτών για να αποφύγουμε την επιρροή του δεύτερου μεγέθους που πρέπει να χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό κάποιου δείκτη. Για παράδειγμα, αν εκφράσουμε τα λειτουργικά έξοδα ως ποσοστό των πωλήσεων, τότε η μείωση του δείκτη «λειτουργικά έξοδα/ πωλήσεις» προκύπτει από διάφορες μεταβολές ή μη του αριθμητή και του παρονομαστή, πχ μείωση του αριθμητή και μη μεταβολή του παρονομαστή, αύξηση του αριθμητή και μεγαλύτερη, αναλογικά, αύξηση του παρονομαστή κ.ο.κ. Παρόμοια ερμηνεία επιδέχονται οι μεταβολές άλλων δεικτών όπως του δείκτη «λειτουργικά έξοδα/ πλήθος εργαζομένων». Αντίθετα, η εξέταση των μεταβλητών περιστολής κόστους σε συνδυασμό με τις μεταβλητές που αφορούν στην αύξηση των πωλήσεων καθιστά σαφές αν η βελτίωση της αποτελεσματικότητας οφείλεται στην αύξηση πωλήσεων, την περιστολή κόστους ή και στις δύο ενέργειες. Τέλος, όπως προαναφέρθηκε παραπάνω, η επιλογή του 5% ως τιμή-πρότυπο για την απόδοση τιμής στις διχοτομικές μεταβλητές έχει αιτιολογηθεί, ήδη, κατά την αναφορά στις μεταβλητές της αύξησης εσόδων και της περιστολής περιουσιακών στοιχείων.

- *ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ*

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.7.2, η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση συνίσταται στη διαμόρφωση νέου (διαφορετικού) μίγματος χρηματοδότησης της εταιρίας. Συνεπώς, θεωρούμε ότι η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση (ΧΡΑΝ01) λαμβάνει χώρα όταν παρατηρείται κάποιο από τα εξής: α) σημαντική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (ΑΥΜΚ01), β) σημαντική μεταβολή του έντοκου χρέους (ΜΕΕΧ01), γ) σημαντική μεταβολή του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού (ΜΕΒΤ01), δ) σημαντική μεταβολή του δείκτη ιδίων-ξένων κεφαλαίων (ΜΙΞΚ01) και ε) σημαντική περιστολή των χρεωστικών τόκων (ΠΕΧΤ01). Μία αύξηση, μεταβολή ή περιστολή θεωρείται σημαντική εφόσον το ποσοστό της υπερβαίνει το 5%. Εφόσον κάποια σημαντική αύξηση, μεταβολή ή περιστολή λαμβάνει χώρα, υπολογίζεται η έκτασή της. Συνολικά, υπολογίζονται οι παρακάτω μεταβλητές (βλ. παράγραφο 7.3.3.2 για ερμηνεία των συμβόλων):

ΧΡΑΝ01

Πραγματοποίηση Χρηματοοικονομικής Αναδιάρθρωσης

1 Αν ΑΥΜΚ01= 1
Ή ΜΕΕΧ01= 1
Ή ΜΕΒΤ01= 1
Ή ΜΙΞΚ01= 1
Ή ΠΕΧΤ01= 1

0 διαφορετικά

ΑΥΜΚ01

Πραγματοποίηση Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου

1 Αν $\frac{\text{ΜΚ}_{\text{A,6}}}{\text{ΜΚ}_{\text{X}}} - 1 > 5\%$, όπου ΜΚ η αξία του μετοχικού κεφαλαίου

0 διαφορετικά

ΜΕΕΧ01

Πραγματοποίηση Σημαντικής Μεταβολής Έντοκου Χρέους

1 Αν $\left| \frac{\text{ΟΜ}_{\text{A,6}} + \text{ΜΤ}_{\text{A,6}} + \text{ΒΤ}_{\text{A,6}}}{\text{ΟΜ}_{\text{X}} + \text{ΜΤ}_{\text{X}} + \text{ΒΤ}_{\text{X}}} - 1 \right| > 5\%$

0 διαφορετικά

ΜΕΒΤ01

Πραγματοποίηση Σημαντικής Μεταβολής Βραχυχρόνιου Τραπεζικού Δανεισμού

1 Αν $\left| \frac{\text{ΒΤ}_{\text{A,6}}}{\text{ΒΤ}_{\text{X}}} - 1 \right| > 5\%$

0 διαφορετικά

ΜΙΞΚ01

Πραγματοποίηση Σημαντικής Μεταβολής του Δείκτη Ιδίων-Ξένων Κεφαλαίων

1 Αν $\left| \frac{\text{ΠΙΣ5}_{\text{A,6}}}{\text{ΠΙΣ5}_{\text{X}}} - 1 \right| > 5\%$

0 διαφορετικά

ΠΕΧΤ01

Πραγματοποίηση Σημαντικής Μείωσης των Χρεωστικών Τόκων

1 Αν $\frac{\text{ΧΤ}_{\text{A,6}}}{\text{ΧΤ}_{\text{X}}} - 1 < -5\%$

	0	διαφορετικά
ΑΥΜΚ		
	Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου	
	1	$\frac{MK_{A,6}}{MK_X} - 1$, αν ΑΥΜΚ01= 1
	0	διαφορετικά
ΜΕΕΧ		
	Μεταβολή Έντοκου Χρέους	
	1	$\frac{OM_{A,6} + MT_{A,6} + BT_{A,6}}{OM_X + MT_X + BT_X} - 1$, αν ΜΕΕΧ01= 1
	0	διαφορετικά
ΜΕΒΤ		
	Μεταβολή Βραχυχρόνιου Τραπεζικού Δανεισμού	
	1	$\frac{BT_{A,6}}{BT_X} - 1$, αν ΜΕΒΤ01= 1
	0	διαφορετικά
ΜΙΞΚ		
	Μεταβολή του Δείκτη Ιδίων-Ξένων Κεφαλαίων	
	1	$\frac{ΠΙΣ5_{A,6}}{ΠΙΣ5_X} - 1$, αν ΜΙΞΚ01=1
	0	διαφορετικά
ΠΕΧΤ		
	Περιστολή Χρεωστικών Τόκων	
	1	$\frac{XT_{A,6}}{XT_X} - 1$, αν ΠΕΧΤ01= 1
	0	διαφορετικά

Η μεταβολή του δείκτη ιδίων-ξένων κεφαλαίων, ΠΙΣ5, εξετάζεται για να διαπιστώσουμε πιθανές μεταβολές στο μίγμα χρηματοδότησης. Παρόμοια μεταβλητή, υπό τη μορφή «χρέος/ ενεργητικό», εξετάζεται από τους John et al. (1992). Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου συνιστά μία εκ των «δημοφιλέστερων» ενεργειών χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης που εξετάζεται σε σχετικές έρευνες όπως, ενδεικτικά, η έρευνα των Sudarsanam and Lai (2001). Η μεταβολή της αξίας του έντοκου χρέους, ως ενέργεια χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης, εξετάζεται από τους John et al. (1992). Η μεταβολή του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού εξετάζεται για να διαπιστώσουμε, σε συνδυασμό με τη μεταβολή του συνολικού ενέγγυου χρέους, αν υφίσταται επέκταση της ληκτότητας του έντοκου χρέους. Η μεταβολή της ληκτότητας των υποχρεώσεων, ιδιαίτερα των υποχρεώσεων προς τράπεζες, στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης εξετάζεται από τον James (1996). Η περιστολή των χρεωστικών τόκων εντάσσεται, συχνά, στις ενέργειες περιστολής κόστους. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε κατά την παρουσίαση των μεταβλητών της περιστολής κόστους (βλ. παραπάνω), η εν λόγω ενέργεια σχετίζεται περισσότερο με τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση διότι συνιστά αποτέλεσμα

αυτής. Κατά συνέπεια, εξετάζουμε την περιστολή των χρεωστικών τόκων για να διαπιστώσουμε αν η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση συνεπάγεται, εκτός της μεταβολής της ληκτότητας των υποχρεώσεων, μείωση του κόστους χρηματοδότησης. Διευκρινίζεται ότι, στην προκειμένη περίπτωση, ο όρος «κόστος» χρησιμοποιείται υπό την έννοια της συνολικής αμοιβής (σε αξία) που παρέχεται στους φορείς των έντοκων υποχρεώσεων.

Όσον αφορά στον υπολογισμό της μεταβλητής ΜΙΞΚ, οι αρνητικές τιμές των ιδίων κεφαλαίων στο έτος Χ ενδέχεται να οδηγήσουν σε παραπλανητικά συμπεράσματα. Για παράδειγμα, αν η μεταβλητή ΠΙΣ5 ισούται με -1 στο έτος Χ και με 1 στο έτος Α, τότε η μεταβλητή ΜΙΞΚ λαμβάνει την τιμή -2 υποδεικνύοντας ότι ο λόγος ιδίων-ξένων κεφαλαίων μειώθηκε κατά 200% ενώ στην πραγματικότητα υφίσταται αύξηση από -1 σε 1. Η εν λόγω «παραπλάνηση» αποφεύγεται θέτοντας την αξία των αρνητικών κεφαλαίων στο έτος Χ ίση με €1 έτσι ώστε οι θετικές και αρνητικές τιμές της μεταβλητής ΜΙΞΚ να υποδεικνύουν την αύξηση ή μείωση, αντίστοιχα, του δείκτη ΠΙΣ5 στο έτος Α ή 6. Επίσης, η αξία των ιδίων κεφαλαίων στο τέλος κάθε έτους επηρεάζεται από την αξία των σωρευμένων κερδών ή ζημιών (κέρδη ή ζημίες «εις νέον»). Ωστόσο, στο έτος Α ή 6 η αξία των σωρευμένων κερδών ή ζημιών περιλαμβάνει την αξία των μη διανεμόμενων κερδών ή των ζημιών χρήσης που προκύπτουν μετά την εφαρμογή ή μη των ενεργειών ανάκαμψης. Για να αποφύγουμε την επιρροή των μη διανεμόμενων κερδών η ζημιών χρήσης του έτους Α ή 6 στην τιμή των ιδίων κεφαλαίων του έτος Α ή 6 αφαιρούμε από την αξία των ιδίων κεφαλαίων του έτους Α ή 6 τη μεταβολή (σε αξία) του λογαριασμού «σωρευμένα κέρδη ή ζημίες» (αποτελέσματα εις νέον») ανάμεσα στο έτος Α ή 6 και το αντίστοιχο προηγούμενο έτος. Για παράδειγμα, αν η αξία των ιδίων κεφαλαίων στο έτος Α ή 6 ισούται με €Χ και τα σωρευμένα κέρδη ή ζημίες αυξάνονται, σε σχέση με το προηγούμενο έτος, κατά €Υ (μη διανεμόμενα κέρδη), τότε η αξία των εκ νέου υπολογιζόμενων ιδίων κεφαλαίων στο έτος Α ή 6 ισούται με €Χ-€Υ. Αντίστροφα, αν τα σωρευμένα κέρδη ή ζημίες μειώνονται κατά €Υ (ζημίες), η αξία των εκ νέου υπολογιζόμενων ιδίων κεφαλαίων στο έτος Α ή 6 ισούται με €Χ+€Υ.

- *ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΑΝΩΤΑΤΩΝ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟΥ ΚΑΘΕΣΤΩΤΟΣ*

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 6.4.3, η αντικατάσταση των υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών τίθεται, τόσο σε θεωρητικό όσο και εμπειρικό επίπεδο, ως προαπαιτούμενο της ανάκαμψης. Συνεπώς, κρίνεται σκόπιμο να εξετάσουμε αν και κατά πόσο (σε ποια αναλογία) οι εταιρίες που εξετάζουμε υιοθετούν την παραπάνω άποψη. Η σχετική ανάλυση στηρίζεται στις μεταβλητές που αφορούν στην αντικατάσταση των προσώπων που κατέχουν τις θέσεις του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου (ΑΛΔΣ και ΑΛΠΡ, αντίστοιχα). Επιπρόσθετα, εξετάζουμε αν υφίσταται μεταβολή στο καθεστώς διοίκησης σε επίπεδο δυαδικότητας διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου (ΜΔΔΣ). Από την εξέταση των ιδιοκτησιακών χαρακτηριστικών (βλ. παράγραφο 7.3.3.5) προέκυψε ότι οι πλειονότητα των εταιριών ελέγχεται από ένα ή δύο φυσικά πρόσωπα μεγαλομετόχους ενώ το πλήθος των διαφορών ανάμεσα στις παρακμάζουσες και τις υγιείς εταιρίες είναι περιορισμένο. Κατά συνέπεια, θεωρείται χρήσιμο να εξετάσουμε αν παρατηρείται μεταβολή του ελέγχου των δικαιωμάτων ψήφου στις εταιρίες που ανέκαμψαν ή όχι. Οι αντίστοιχες μεταβλητές είναι οι παρακάτω (η αιτιολόγηση των μεταβλητών που λαμβάνονται υπόψη έχει παρατεθεί ήδη στην παράγραφο 7.3.3.2):

$ΑΛΔΣ01_{A,6}$		
	Αντικατάσταση Διευθύνοντος Συμβούλου	
	1	Αν το πρόσωπο που κατέχει τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου διαφέρει ανάμεσα στα έτη Α ή 6 και Χ
	0	διαφορετικά
$ΑΛΠΡ01_{A,6}$		
	Αντικατάσταση Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου	
	1	Αν το πρόσωπο που κατέχει τη θέση του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου διαφέρει ανάμεσα στα έτη Α ή 6 και Χ
	0	διαφορετικά
$ΜΔΔΣ01_{A,6}$		
	Μεταβολή της Δυαδικότητας	
	1	Αν $ΔΔΣ_{A,6} \neq ΔΔΣ_{X}$
	0	διαφορετικά
$ΙΔ8_{A,6}$		
	Μεταβολή Ελέγχου	
	1	Αν υφίσταται μεταβολή ελέγχου από το έτος Χ στο έτος Α ή 6
	0	διαφορετικά

- *ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΠΟΥ ΔΕΝ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΗΝ ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ*

Ολοκληρώνοντας, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούμε στον «αποκλεισμό» κάποιων ενεργειών από την ανάλυση του Περιεχομένου και, ειδικότερα, των συγχωνεύσεων. Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.5.2, οι συγχωνεύσεις

πραγματοποιούνται για διάφορους λόγους μεταξύ των οποίων η αύξηση του μεριδίου αγοράς, η βελτίωση της αποτελεσματικότητας και η είσοδος σε αγορές που δε σχετίζονται με το κύριο αντικείμενο της εταιρίας. Ανεξαρτήτως σκοπού, η συγχώνευση οδηγεί σε αύξηση του εταιρικού μεγέθους (ενεργητικού) δεδομένου ότι το ενεργητικό της «νέας» εταιρίας περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία των «παλαιών» εταιριών που συγχωνεύονται. Κατά συνέπεια, η τιμή της μεταβλητής «($ΕΑΣ_{Α,6}/ΕΑΣ_{Χ}$)-1» ενδέχεται να λάβει τιμές που υποδεικνύουν ότι υφίσταται επένδυση από το έτος Χ στο έτος Α ή 6. Η εξέταση του ζητήματος σχετικά με το αν η συγχώνευση συνιστά ή όχι επένδυση δεν εμπίπτει στα όρια της παρούσας ανάλυσης διότι αυτό που ενδιαφέρει είναι αν τα περιουσιακά στοιχεία αυξάνονται και όχι ο τρόπος με τον οποίο αυξάνονται (πχ αγορά παγίων έναντι συγχώνευσης). Επιπρόσθετα, από τα στοιχεία που παρατέθηκαν στην παράγραφο 7.2.2.5 προκύπτει ότι μόλις 5 από τις 13 εταιρίες που ανέκαμψαν και 3 από τις 13 εταιρίες που δεν ανέκαμψαν προέβησαν σε συγχώνευση μετά το έτος Χ. Σημειώνεται, επίσης, ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, οι εισηγμένες εταιρίες συγχωνεύτηκαν με μη εισηγμένες που, συνήθως, δημοσιεύουν ισολογισμούς σε συνοπτική μορφή και χωρίς την απαραίτητη πληροφόρηση για τον κλάδο λειτουργίας, το πλήθος εργαζομένων κλπ. Κατά συνέπεια, κατέστη αδύνατο να υπολογίσουμε την αξία των ενσώματων παγίων και των συμμετοχών που προστίθενται λόγω συγχώνευσης και να χαρακτηρίσουμε τις συγχωνεύσεις ως οριζόντιες, κάθετες ή ετερόκλητες. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, θεωρούμε ότι η μη εξέταση των ούτως ή άλλως περιορισμών σε πλήθος συγχωνεύσεων δεν αναμένεται να επηρεάσει σημαντικά τα ευρήματα της παρούσας έρευνας.

7.4.3.3 Σύγκριση του Περιεχομένου ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν

Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρονται οι αναλογίες εταιριών που εφαρμόζουν την εκάστοτε ενέργεια και οι σχετικές συγκρίσεις ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν.

Πίνακας 7.39 Αναλογίες εταιριών που εφαρμόζουν ενέργειες ανάκαμψης και έλεγχος της διαφοράς για την αναλογία ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν

	Εταιρίες που ανέκαμψαν			**Εταιρίες που δεν ανέκαμψαν**			**Διαφορές**	
	N	**P(1)**	**t**	**N**	**P(1)**	**t**	**ΔP(1)**	**t**
ΑΥΕΣ01	13	0,69	1,50	13	0,31	-1,50	0,38	2,12
ΑΥΕΣ01= ΣΑΥΕΣ01= 1		0,50	0,00		0,50	0,00	0,00	0,00

ΑΥΕΣ01= ΑΥΕΣΜΕ01= 1		0,78	2,00		0,75	1,15	0,03	0,11
ΠΠΣ01	13	0,31	-1,50	13	0,54	0,28	-0,23	-1,22
ΠΠΣ01= ΣΠΠΣ01= 1		0,50	0,00		0,67	0,87	-0,17	-0,54
ΒΕΑΠ01	13	0,31	-1,50	13	0,69	1,50	-0,38	-2,12
ΒΕΑΠ01= ΒΕΑΠΜΕ01= 1		0,75	1,15		0,11	-3,71	0,64	3,03
ΒΕΑΠ01= ΠΕΛΕ01= 1		1,00	-		0,44	-0,34	0,56	2,18
ΒΕΑΠ01= ΠΕΑΔ01= 1		0,75	1,15		1,00	-	-0,25	-1,60
ΧΡΑΝ01	13	1,00	-	13	1,00	-	0,00	-
ΧΡΑΝ01= ΑΥΜΚ01= 1		0,46	-0,28		0,23	-2,30	0,23	1,27
ΧΡΑΝ01= ΜΕΕΧ01= 1		1,00	-		0,92	5,72	0,08	1,04
ΧΡΑΝ01= ΜΕΒΤ01= 1		1,00	-		1,00	-	0,00	-
ΧΡΑΝ01= ΜΙΞΚ01= 1		1,00	-		0,92	5,72	0,08	1,04
ΧΡΑΝ01= ΠΕΧΤ01= 1		0,62	0,86		0,38	-0,86	0,23	1,21
ΑΛΔΣ01	13	0,38	-0,86	13	0,54	0,28	-0,15	-0,80
ΑΛΠΡ01	13	0,23	-2,30	13	0,15	-3,46	0,08	0,50
ΜΔΔΣ01	13	0,08	-5,72	13	0,31	-1,50	-0,23	-1,56
ΙΔ8	12	0,42	-0,59	13	0,38	-0,86	0,03	0,16

Αρχικά, προκύπτει ότι, αναφορικά με την επιλογή ενεργειών, οι εταιρίες που ανακάμπτουν εφαρμόζουν σε σημαντικά μεγαλύτερη αναλογία (69% έναντι 31%) ενέργειες αύξησης των εσόδων και σε σημαντικά μικρότερη αναλογία (31% έναντι 69%) ενέργειες βελτίωσης της αποτελεσματικότητας. Σημειώνεται ότι δεν υπάρχει εταιρία που πραγματοποιεί ταυτόχρονα αύξηση εσόδων και βελτίωσης της αποτελεσματικότητας. Αντίθετα, η περιστολή περιουσιακών στοιχείων, η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση και οι ενέργειες που αφορούν στην αντικατάσταση των διοικητικών στελεχών, τη δυαδικότητα και τη μεταβολή ελέγχου εφαρμόζονται ή δεν εφαρμόζονται κατά την ίδια αναλογία από τις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Όταν εφαρμόζονται ενέργειες αύξησης των εσόδων, η αναλογία των εταιριών που εφαρμόζει «στρατηγική» ή «λειτουργική» αύξηση δε διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών. Αντίθετα, υφίστανται σημαντικές διαφορές ως προς το πώς επιτυγχάνεται η βελτίωση αποτελεσματικότητας από τις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Πιο συγκεκριμένα, όταν παρατηρείται βελτίωση αποτελεσματικότητας, οι εταιρίες που ανακάμπτουν προβαίνουν, σε μεγαλύτερη αναλογία από τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν, σε αύξηση της επένδυσης (75% έναντι 11%) και περιστολή των λειτουργικών εξόδων (100% έναντι 44%).

Όσον αφορά στις εταιρίες που ανακάμπτουν, παρατηρούμε ότι η αναλογία των εταιριών που επιτυγχάνουν αύξηση των εσόδων δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία εταιριών που δεν επιτυγχάνουν αύξηση εσόδων. Όταν υφίσταται αύξηση εσόδων, δεν υπάρχει σαφής προτίμηση είτε προς τη στρατηγική είτε προς τη λειτουργική αύξηση εσόδων. Αντίθετα, η αναλογία των εταιριών που επιτυγχάνουν αύξηση εσόδων με επένδυση είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας εταιριών που επιτυγχάνουν αύξηση εσόδων χωρίς επένδυση. Όσον αφορά στη περιστολή

περιουσιακών στοιχείων, οι εταιρίες που εφαρμόζουν την εν λόγω ενέργεια δεν είναι περισσότερες από τις εταιρίες που δεν την εφαρμόζουν. Στις περιπτώσεις εφαρμογής της περιστολής περιουσιακών στοιχείων, δεν υπάρχει προτίμηση προς τη στρατηγική ή λειτουργική περιστολή. Παρόμοια συμπεράσματα προκύπτουν από την εξέταση των ενεργειών βελτίωσης αποτελεσματικότητας υπό τη διαφορά ότι το σύνολο των εταιριών υιοθετεί την περιστολή λειτουργικών εξόδων. Οι εταιρίες που ανακάμπτουν υιοθετούν στο σύνολό τους τουλάχιστον μία εκ των ενεργειών που εμπίπτουν στη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση. Η καθολικά ακολουθούμενη «μορφή» της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης συνίσταται στη μεταβολή της αξίας του συνολικού ενέγγυου χρέους και του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού και τη μεταβολή του μίγματος χρηματοδότησης. Αντίθετα, η αναλογία των εταιριών που προβαίνουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία εταιριών που δεν πράττουν ανάλογα. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η αναλογία των εταιριών όπου παρατηρείται μείωση της αξίας των χρεωστικών τόκων δε διαφέρει σημαντικά της αναλογίας εταιριών όπου δεν ισχύει κάτι τέτοιο. Σχετικά με τις υπόλοιπες ενέργειες, παρατηρούμε ότι η αναλογία εταιριών όπου υφίσταται αντικατάσταση του προσώπου που κατέχει τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία εταιριών όπου το προαναφερθέν πρόσωπο διατηρεί θέση του. Αντίθετα, η αναλογία των εταιριών όπου υφίσταται αντικατάσταση του προσώπου που κατέχει τη θέση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου είναι σημαντικά μικρότερη της αναλογίας εταιριών όπου το προαναφερθέν πρόσωπο διατηρεί τη θέση του (23% έναντι 77%). Επιπρόσθετα, σχεδόν όλες (92%) οι εταιρίες επιλέγουν τη διατήρηση του καθεστώτος δυαδικότητας. Τέλος, η αναλογία εταιριών όπου παρατηρείται μεταβολή στον έλεγχο των δικαιωμάτων ψήφου δε διαφέρει σημαντικά της αναλογίας εταιριών όπου δεν υφίσταται μεταβολή στον έλεγχο των δικαιωμάτων ψήφου.

Όσον αφορά στις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν, τα στοιχεία που αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα υποδεικνύουν ότι η αναλογία των εταιριών που επιτυγχάνουν αύξηση εσόδων δε διαφέρει σημαντικά της αναλογίας εταιριών που δεν επιτυγχάνουν αύξηση εσόδων. Επιπρόσθετα, οι εταιρίες που επιτυγχάνουν αύξηση εσόδων δε δείχνουν σαφή προτίμηση προς τη στρατηγική ή λειτουργική και τη με ή χωρίς επένδυση αύξηση εσόδων. Παρόμοια, δεν υπάρχει σαφής προτίμηση προς την περιστολή περιουσιακών στοιχείων ή τον τύπο της (στρατηγική ή λειτουργική). Επίσης, η αναλογία εταιριών με βελτίωση της αποτελεσματικότητας δε διαφέρει

σημαντικά από την αναλογία εταιριών όπου δεν επιτυγχάνεται βελτίωση της αποτελεσματικότητας. Ωστόσο, η βελτίωση της αποτελεσματικότητας, όπου υφίσταται, επιτυγχάνεται στις περισσότερες περιπτώσεις (89%) χωρίς επένδυση και σε όλες τις περιπτώσεις με μείωση του πλήθους εργαζομένων. Αντίθετα, δεν είναι εμφανές αν υφίσταται προτίμηση προς την περιστολή λειτουργικών εξόδων από τις εταιρίες που επιτυγχάνουν βελτίωση της αποτελεσματικότητας. Η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση παρατηρείται σε όλες τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν αλλά οι περισσότερες εταιρίες (77%) δεν προβαίνουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Αντίθετα, όλες ή σχεδόν όλες (92%) οι εταιρίες υπόκεινται σε μεταβολή της αξίας του συνολικού ενέγγυου χρέους και του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού και σε μεταβολή του μίγματος χρηματοδότησης. Ωστόσο, η αναλογία εταιριών όπου παρατηρείται μείωση της αξίας των χρεωστικών τόκων δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία εταιριών όπου δεν υφίσταται τέτοιου είδους μείωση. Όσον αφορά στις υπόλοιπες ενέργειες, η αντικατάσταση του προσώπου που κατέχει τη θέση του διευθύνοντος συμβούλου, η μεταβολή του καθεστώτος δυαδικότητας και η μεταβολή του ελέγχου των δικαιωμάτων ψήφου δεν παρατηρείται σε σημαντικά υψηλότερη αναλογία. Αντίθετα, η αναλογία των εταιριών όπου το πρόσωπο που κατέχει τη θέση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου διατηρεί τη θέση του είναι μεγαλύτερη της αναλογίας εταιριών όπου υφίσταται αντικατάσταση του προαναφερθέντος προσώπου (85% έναντι 15%).

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση είναι παρούσα στο σύνολο των εταιριών ανεξάρτητα από το αν οι εταιρίες ανακάμπτουν ή όχι. Ωστόσο, οι μεταβλητές της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης, με εξαίρεση την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, δεν παρέχουν πληροφόρηση για την κατεύθυνση της μεταβολής των στοιχείων του μίγματος χρηματοδότησης. Κρίνεται, λοιπόν, σκόπιμο να διερευνήσουμε περαιτέρω τη μεταβολή του μίγματος χρηματοδότησης. Στον πίνακα που ακολουθεί, για τις εταιρίες με ΜΙΞΚ01= 1, εξετάζουμε την αναλογία εταιριών που εφαρμόζουν χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση με όλους τους πιθανούς συνδυασμούς μεταβολής μετοχικού κεφαλαίου (ΜΚ) και μεταβολής του ενέγγυου χρέους (ΕΧ). Σημειώνεται ότι η αναλογία Ρ(1) αντιπροσωπεύει την αναλογία εταιριών όπου παρατηρείται ο εκάστοτε συνδυασμός ενεργειών, πχ αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και μείωση ενέγγυου χρέους. Για τη συγκεκριμένη ανάλυση, οι μεταβολές ορίζονται σε σχέση με το μηδέν και όχι σε σχέση με κάποια τιμή-πρότυπο

επειδή μικρές μεταβολές του ΜΚ και ΕΧ οδηγούν σε σημαντική μεταβολή του μίγματος χρηματοδότησης.

Πίνακας 7.40 Διερεύνηση της μεταβολής του μίγματος χρηματοδότησης για τις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν

	Εταιρίες που ανέκαμψαν			Εταιρίες που δεν ανέκαμψαν			Διαφορές	
	N	P(1)	t	N	P(1)	t	ΔP(1)	t
ΑΥΞΗΣΗ ΜΚ και	13	0,62	0,86	13	0,31	-1,50	0,31	1,67
ΑΥΞΗΣΗ ΕΧ		0,50	0,00		0,25	-1,15	0,25	0,85
ΟΧΙ ΑΥΞΗΣΗ ΜΚ και	13	0,38	-0,86	13	0,69	1,50	-0,31	-1,67
ΑΥΞΗΣΗ ΕΧ		0,40	-0,46		0,22	-2,00	0,18	0,73
ΑΥΞΗΣΗ ΕΧ και	13	0,46	-0,28	13	0,23	-2,30	0,23	1,27
ΑΥΞΗΣΗ ΜΚ		0,67	0,87		0,33	-0,61	0,34	1,02
ΟΧΙ ΑΥΞΗΣΗ ΕΧ και	13	0,54	0,28	13	0,77	2,30	-0,23	-1,27
ΑΥΞΗΣΗ ΜΚ		0,57	0,38		0,30	-1,38	0,27	1,16

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι δεν υφίστανται σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών αναφορικά με την αναλογία εταιριών που εφαρμόζουν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή αύξηση ενέγγυου χρέους. Επιπρόσθετα, δε υπάρχουν ενδείξεις για συνδυασμούς ενεργειών που «προτιμώνται» από τις εταιρίες που ανακάμπτουν. Αντίθετα, οι περισσότερες εταιρίες που δεν ανακάμπτουν (77%) δεν αυξάνουν το ενέγγυο χρέους τους. Το σημαντικότερο, ίσως, στοιχείο του παραπάνω πίνακα αφορά στην «απαίτηση» για ταυτόχρονη εμφάνιση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και ενέγγυου χρέους για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Πιο απλά, όταν δεν αυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο, το ενέγγυο χρέος δεν αυξάνεται στις περισσότερες περιπτώσεις. Όταν δεν υφίσταται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, οι περισσότερες εταιρίες που δεν ανακάμπτουν δεν αυξάνουν το ενέγγυο χρέος τους (78%). Κατά συνέπεια, για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν, η άντληση επιπλέον ξένων κεφαλαίων προϋποθέτει την εισφορά πρόσθετων κεφαλαίων από τους μετόχους που λαμβάνει, όμως, χώρα μόλις στο 31% των εταιριών που δεν ανακάμπτουν. Αυτό συνιστά ένδειξη για την απροθυμία των πιστωτών να χρηματοδοτήσουν τις εταιρίες που, τελικά, δεν ανακάμπτουν. Αντίθετα, η αύξηση του ενέγγυου χρέους των εταιριών που ανακάμπτουν δεν προϋποθέτει την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και αντίστροφα.

Από τον πίνακα 7.39 προέκυψε ότι η αναλογία των εταιριών που εφαρμόζουν περιστολή περιουσιακών στοιχείων δε διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Παράλληλα, όμως, παρατηρήθηκε σημαντική διαφορά αναλογίας κατά την εξέταση της βελτίωσης αποτελεσματικότητας με επένδυση. Κρίνεται, λοιπόν, σκόπιμο να εξετάσουμε αν υφίστανται διαφορές ανάμεσα στις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν

ανακάμπτουν ως προς την πραγματοποίηση επένδυσης και τον τρόπο χρηματοδότησής της. Η σχετική ανάλυση παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί. Ως επένδυση ορίζεται η αύξηση των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων και των συμμετοχών (ΕΑΣ) κατά, τουλάχιστον, 5%.

Πίνακας 7.41 Διερεύνηση της πραγματοποίησης επένδυσης σε σχέση με την πρόσθετη χρηματοδότηση για τις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν

	Εταιρίες που ανέκαμψαν			Εταιρίες που δεν ανέκαμψαν			Διαφορές	
	N	P(1)	t	N	P(1)	t	ΔP(1)	t
ΑΥΞΗΣΗ ΕΑΣ > 5% και	13	0,77	2,30	13	0,31	-1,50	0,46	2,65
ΑΥΞΗΣΗ ΜΚ		0,70	1,38		0,08	-3,18	0,62	2,50
ΑΥΞΗΣΗ ΕΧ		0,50	0,00		0,08	-3,18	0,42	1,56
ΑΥΞΗΣΗ ΜΚ και	13	0,62	0,86	13	0,31	-1,50	0,31	1,67
ΑΥΞΗΣΗ ΕΑΣ > 5%		0,75	1,63		0,25	-1,15	0,50	1,89
ΑΥΞΗΣΗ ΕΧ και	13	0,46	-0,28	13	0,23	-2,30	,23	1,27
ΑΥΞΗΣΗ ΕΑΣ > 5%		0,83	2,19		0,33	-0,61	0,50	1,75
ΑΥΞΗΣΗ ΜΚ και ΑΥΞΗΣΗ ΕΧ και	13	0,31	1,50	13	0,08	-5,72	0,23	1,55
ΑΥΞΗΣΗ ΕΑΣ > 5%		0,75	1,15		0,00	-	0,75	1,55

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει, αρχικά, ότι οι περισσότερες εταιρίες (77%) που ανακάμπτουν πραγματοποιούν επενδύσεις. Αντίθετα, για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν, η αναλογία των εταιριών που πραγματοποιούν επενδύσεις δε διαφέρει σημαντικά της αναλογίας εταιριών που δεν πραγματοποιούν επενδύσεις. Κατά συνέπεια, η αναλογία των εταιριών που ανακάμπτουν και πραγματοποιούν επενδύσεις διαφέρει σημαντικά της αναλογίας εταιριών που δεν ανακάμπτουν και πραγματοποιούν επενδύσεις (77% έναντι 31%). Η πραγματοποίηση επένδυσης συνοδεύεται από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε αναλογία 70% των εταιριών που ανακάμπτουν και 8% των εταιριών που δεν ανακάμπτουν και η διαφορά είναι σημαντική. Η χρηματοδότηση των επενδύσεων επηρεάζει την πραγματοποίηση επενδύσεων μόνο στην ομάδα των εταιριών που ανακάμπτουν καθώς στο 83% των περιπτώσεων, η αναλογία των εταιριών που χρηματοδοτούνται με επιπλέον ενέγγυο χρέος και πραγματοποιούν επενδύσεις είναι σημαντικά μεγαλύτερη της αναλογίας εταιριών που χρηματοδοτούνται με επιπλέον ενέγγυο χρέος και δεν πραγματοποιούν επενδύσεις (83% έναντι 17%). Αντίθετα, για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν, η αναλογία των εταιριών με αύξηση του ενέγγυου χρέους και πραγματοποίηση επένδυσης δε διαφέρει σημαντικά από την αναλογία εταιριών με αύξηση του ενέγγυου χρέους και μη πραγματοποίηση επένδυσης.

Στον πίνακα που ακολουθεί εξετάζεται η έκταση των ενεργειών που εφαρμόζονται από τις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν. Αρχικά, αναφέρουμε το μέσο όρο (ΜΟ) κάθε συνεχούς μεταβλητής εφόσον η

αντίστοιχη διχοτομική μεταβλητή (αν υπάρχει) λαμβάνει την τιμή 1, δηλαδή εφόσον η ενέργεια πραγματοποιείται. Στη συνέχεια εξετάζουμε, με το στατιστικό t, αν ο εκάστοτε μέσος όρος διαφέρει σημαντικά από το μηδέν εφόσον οι μηδενικές τιμές δεν αποκλείονται από τον ορισμό της μεταβλητής. Για παράδειγμα, η έκταση της περιστολής περιουσιακών στοιχείων (ΠΠΣ) εξετάζεται μόνο όταν η μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων υπερβαίνει το 5%. Εφόσον, κάθε πιθανή τιμή είναι αρνητική, ο μέσος όρος είναι, εξορισμού, σημαντικά διάφορος (μικρότερος) του μηδενός. Αντίθετα, η μεταβολή της αξίας του ενέγγυου χρέους (ΜΕΕΧ) λαμβάνει τιμές στο διάστημα [-∞, +∞] και, συνεπώς, ο προαναφερθείς έλεγχος είναι απαραίτητος για να διαπιστωθεί αν η μέση μεταβολή του ενέγγυου χρέους είναι σημαντικά διάφορη του μηδενός. Σημειώνεται ότι ο μέσος όρος και οι σχετικοί έλεγχοι βασίζονται στις παρατηρήσεις για τις οποίες προσεγγίζεται η κανονική κατανομή.

Πίνακας 7.42 Έκταση των ενεργειών ανάκαμψης και έλεγχος των διαφορών ανάμεσα στις εταιρίες που ανέκαμψαν και τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν

	Εταιρίες που ανέκαμψαν			Εταιρίες που δεν ανέκαμψαν			Διαφορές	
	N	MO	T-SIG	N	MO	T-SIG	ΔΜΟ	T-SIG
ΑΥΕΣ	9	1,05	-	4	0,60	-	0,44	0,524
ΠΠΣ	4	-0,42	-	7	-0,34	-	-0,08	0,677
ΒΕΑΠ	4	-0,15	-	9	0,62	-	-0,77	0,099
ΠΕΛΕ	8	-0,47	-	5	-0,37	-	-0,10	0,512
ΠΕΑΔ	6	-0,24	-	9	-0,55	-	0,31	0,084
ΑΥΜΚ	6	3,68	-	3	2,05	-	1,64	0,660
ΜΕΕΧ	13	-0,16	0,316	12	0,05	0,902	-0,21	0,630
ΜΕΒΤ	13	0,77	0,358	13	0,42	0,410	0,35	0,716
ΜΙΞΚ	13	2,56	0,051	12	-0,04	0,877	2,59	0,049
ΠΕΧΤ	8	-0,50	-	5	-0,49	-	-0,01	0,950

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι, κατά μέσο όρο, η έκταση των ενεργειών ανάκαμψης, όταν εφαρμόζονται από τις δύο ομάδες εταιριών, δε διαφέρουν σημαντικά με μοναδική εξαίρεση τη μεταβολή της σχέσης ιδίων και ξένων κεφαλαίων (ΜΙΞΚ) που συνίσταται σε αύξηση κατά 256% για τις εταιρίες που ανακάμπτουν και σε μείωση κατά 4% για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Ωστόσο, οι επιμέρους ενέργειες της ΜΙΞΚ, πχ αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δεν παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών. Οι υπόλοιπες διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών είναι μεν εκτεταμένες σε κάποιες περιπτώσεις, πχ η αποτελεσματικότητα (ΒΕΑΠ) βελτιώνεται κατά 15% για τις εταιρίες που ανακάμπτουν και επιδεινώνεται κατά 62% για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν, αλλά όχι σημαντικές. Παρά το γεγονός ότι οι υπό εξέταση μεταβλητές προσεγγίζουν

την κανονική κατανομή, κρίνεται σκόπιμο να επισημανθεί ότι το πλήθος των διαθέσιμων παρατηρήσεων είναι, σε κάποιες περιπτώσεις, ιδιαίτερα περιορισμένο και, συνεπώς, τα συμπεράσματα από την εξέταση των συνεχών μεταβλητών πρέπει να αντιμετωπιστούν με επιφυλακτικότητα.

Συνοψίζοντας, υπενθυμίζεται ότι οι εταιρίες που ανακάμπτουν, συγκριτικά με τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν, επιτυγχάνουν σε μεγαλύτερη αναλογία αύξηση εσόδων με επένδυση και βελτίωση αποτελεσματικότητας με επένδυση και περιστολή λειτουργικών εξόδων που περιλαμβάνει τη μείωση του πλήθους εργαζομένων. Επίσης, η λήψη πρόσθετης χρηματοδότησης υπό τη μορφή ξένων κεφαλαίων προϋποθέτει την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μόνο στην περίπτωση των εταιριών που δεν ανακάμπτουν. Οι ενέργειες που αφορούν σε διοικητικά και ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά δεν παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Συνεπώς, σε θεωρητικό επίπεδο αναμένουμε εκ των προτέρων ότι η ανάκαμψη επιτυγχάνεται, σε μεγαλύτερο βαθμό, όταν οι εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή προβαίνουν σε επενδύσεις που στοχεύουν σε αύξηση των πωλήσεων και βελτίωση της αποτελεσματικότητας, περιστολή λειτουργικών εξόδων που περιλαμβάνει τη μείωση του πλήθους εργαζομένων και αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Στον πίνακα που ακολουθεί εξετάζεται η ισχύς της παραπάνω υπόθεσης βάσει δύο υποδειγμάτων Λογιστικής Παλινδρόμησης. Το πρώτο υπόδειγμα (υπόδειγμα Ψ) εκτιμάται με επιλογή μεταβλητών από τις διχοτομικές μεταβλητές που αντιστοιχούν στις προαναφερθείσες ενέργειες και το δεύτερο (υπόδειγμα ΨΣ) με επιλογή μεταβλητών από τις διχοτομικές μεταβλητές και τις συνεχείς μεταβλητές που αντιστοιχούν στις προαναφερθείσες ενέργειες. Σημειώνεται ότι οι συνεχείς μεταβλητές υπολογίζονται από το σύνολο των εταιριών ανεξάρτητα από το αν υφίσταται πραγματοποίηση των ενεργειών ανάκαμψης. Σε κάθε υπόδειγμα η εξαρτημένη μεταβλητή λαμβάνει την τιμή 1 για τις εταιρίες που ανέκαμψαν και την τιμή 0 για τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν. Η επιλογή μεταβλητών πραγματοποιείται με βήματα εμπρός και κριτήριο την ελαχιστοποίηση του λόγου πιθανοφάνειας (σχόλια για τη μέθοδο που χρησιμοποιείται έχουν, ήδη, παρατεθεί στην παράγραφο 1.3.4.3).

Πίνακας 7.43 Εκτίμηση υποδειγμάτων με επιλογή μεταβλητών από τις διχοτομικές μεταβλητές και τις συνεχείς μεταβλητές των ενεργειών ανάκαμψης με διαφορές ανάμεσα στις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν

1ο Τμήμα: Έλεγχος Υποδείγματος

		-2LL	-2LL SIG	H-S χ^2	H-S SIG	C-S R^2
Υπόδειγμα Ψ		Δεν εισέρχονται μεταβλητές				
Υπόδειγμα ΨΣ		18,723	0,001	3,163	,924	0,435

2ο Τμήμα: Σταθερός Όρος και Συντελεστές Μεταβλητών

		β_0, β_j	WALD	WALD SIG	Δ-2LL	Δ-2LL SIG	EXP(B)
Υπόδειγμα Ψ		Δεν εισέρχονται μεταβλητές					
Υπόδειγμα ΨΣ	**β_0**	0,488	0,466	0,495	-	-	1,629
	β_j ΠΕΛΕ	-9,864	2,523	0,112	6,963	0,008	0,000
	β_j ΠΕΑΔ	10,582	3,023	0,082	11,543	0,001	39.399,458

3ο Τμήμα: Ορθές Κατατάξεις και Σφάλματα

		ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ	ΔΕΝ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ	ΣΥΝΟΛΟ
Υπόδειγμα Ψ		Δεν εισέρχονται μεταβλητές		
Υπόδειγμα ΨΣ	**Ν**	12	11	23
	ΝΟ	10	7	17
	ΝΛ	2	4	6
	%ΝΟ	83%	64%	74%
	%ΝΛ	17%	36%	26%

Από την εκτίμηση των υποδειγμάτων προκύπτει, αρχικά, ότι όταν εξετάζεται η πραγματοποίηση περισσότερων της μίας ενεργειών, ταυτόχρονα, οι μεταβλητές που ορίστηκαν για την εμφάνιση ή μη της εκάστοτε ενέργειες δε συνεισφέρουν στη διάκριση των εταιριών. Αντίθετα, οι συνεχείς μεταβλητές, δηλαδή οι μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν την έκταση των ενεργειών αυξάνουν σημαντικά την πιθανότητα ορθής κατάταξης κάποιας εταιρίας σε μία από τις δύο ομάδες εταιριών. Σημειώνεται ότι όταν γνωρίζουμε μόνο την αναλογία των εταιριών που ανέκαμψαν, το μέγιστο δυνατό ποσοστό επιτυχημένων κατατάξεων ισούται με την αναλογία των εταιριών που ανήκουν στην ομάδα με τη μεγαλύτερη αναλογία στο δείγμα ή στον πληθυσμό. Στην προκειμένη περίπτωση, γνωρίζοντας ότι 12 από τις 23 εταιρίες ανέκαμψαν και προβλέποντας ότι όλες οι εταιρίες θα ανακάμψουν, το μέγιστο ποσοστό ορθών κατατάξεων ισούται με 12/23 ή 52%, περίπου. Συνεπώς, οι μεταβλητές που συμμετέχουν στο μοντέλο αυξάνουν κατά (74%-52%)/ 52%= 42%, περίπου, το ποσοστό ορθών κατατάξεων. Όσον αφορά σε αυτές καθαυτές τις μεταβλητές του υποδείγματος, παρατηρούμε ότι η σημαντικότερη συνεισφορά, σύμφωνα με το στατιστικό -2LL, αφορά στη μεταβολή του πλήθους εργαζομένων που, σύμφωνα με την τιμή EXP(B), συνδέεται θετικά με την ανάκαμψη ή, ορθότερα, με την πιθανότητα της εταιρίας να ανήκει στην ομάδα των εταιριών που ανακάμπτουν. Αντίθετα, η αντίστοιχη συνεισφορά της μεταβολής των λειτουργικών εξόδων είναι σημαντική και, σύμφωνα με την τιμή EXP(B), η μεταβολή των λειτουργικών εξόδων συνδέεται αρνητικά με την πιθανότητα της εταιρίας να ανήκει στην ομάδα των εταιριών που ανακάμπτουν. Πρακτικά, τα παραπάνω ευρήματα υποδεικνύουν ότι, όταν δύο εταιρίες που βρίσκονται σε παρακμή μεταβάλλουν κατά το ίδιο ποσοστό το πλήθος των εργαζομένων, τότε η εταιρία που περιστέλλει περισσότερο τα λειτουργικά έξοδα

έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να ανήκει στις εταιρίες που ανέκαμψαν. Αντίστροφα, όταν δύο εταιρίες προβαίνουν σε περιστολή των λειτουργικών εξόδων με την ίδια ένταση, τότε η εταιρία που μειώνει με μικρότερη ένταση το πλήθος των εργαζομένων έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να ανήκει στις εταιρίες που ανέκαμψαν. Υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με τον πίνακα 7.42 που παρατέθηκε παραπάνω, τα εν λόγω ευρήματα είναι αναμενόμενα διότι, όταν πραγματοποιείται περιστολή λειτουργικών εξόδων ή μείωση του πλήθους εργαζομένων, η ένταση της μείωσης των λειτουργικών εξόδων είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες που ανέκαμψαν (-47% έναντι 37%) αλλά η ένταση της μείωσης του πλήθους εργαζομένων είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν (-55% έναντι -24%). Κατά συνέπεια, προκύπτει ότι η ανάκαμψη «ευνοείται» από την περιστολή των λειτουργικών εξόδων αλλά όχι από τη μείωση του πλήθους των εργαζομένων.

7.4.3.4 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για το Περιεχόμενο ανάκαμψης

Η προηγηθείσα ανάλυση υποδεικνύει ότι οι ενέργειες ανάκαμψης που επιλέχθηκαν προς εξέταση συνεισφέρουν σημαντικά, από στατιστικής άποψης, αλλά σε περιορισμένο βαθμό στη διάκριση των εταιριών που ανέκαμψαν από τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν. Όσον αφορά στην πραγματοποίηση των ενεργειών, προκύπτει ότι οι εταιρίες που ανέκαμψαν προβαίνουν σε πρόσθετη επένδυση σε μεγαλύτερη αναλογία συγκριτικά με τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν. Επιπρόσθετα, οι εταιρίες που ανακάμπτουν επιτυγχάνουν σε μεγαλύτερη αναλογία αύξηση των εσόδων και σε μικρότερη αναλογία βελτίωση της αποτελεσματικότητας. Επίσης, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου συνοδεύεται από αύξηση του ενέγγυου χρέους σε σημαντικά υψηλότερη αναλογία για τις εταιρίες που ανακάμπτουν. Όσον αφορά στην ένταση εφαρμογής των ενεργειών ανάκαμψης, προκύπτει ότι μοναδική σημαντική διαφορά ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών αφορά στο δείκτη ιδίων-ξένων κεφαλαίων που αυξάνεται για τις εταιρίες που ανακάμπτουν και μειώνεται για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Συνδυάζοντας την πληροφόρηση για την πραγματοποίηση και την ένταση των ενεργειών σε υπόδειγμα Λογιστικής Παλινδρόμησης προκύπτει ότι η ποσοστιαία μεταβολή της αξίας λειτουργικών εξόδων συνδέεται αρνητικά με την πιθανότητα κατάταξης μίας εταιρίας στην ομάδα των εταιριών που ανακάμπτουν ενώ, αντίθετα, η ποσοστιαία μεταβολή του πλήθους εργαζομένων συνδέεται θετικά με την προαναφερθείσα πιθανότητα υποδεικνύοντας ότι η ανάκαμψη συνδέεται ευθέως με

την περιστολή των λειτουργικών εξόδων και αντίθετα με την περιστολή του πλήθους εργαζομένων. Στην παράγραφο που ακολουθεί εξετάζεται αν η επιτυχία διάκρισης των εταιριών αυξάνεται όταν, εκτός του Περιεχομένου, λαμβάνεται υπόψη το Πλαίσιο ανάκαμψης και η επίδοση πριν την ανάκαμψη.

7.4.4 ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ, ΤΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ

7.4.4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σχόλια επί της μεθοδολογίας ανάλυσης

Σύμφωνα με την ανάλυση του τέταρτου, πέμπτου και έκτου κεφαλαίου της παρούσας έρευνας, η επιλογή και η αποτελεσματικότητα των ενεργειών ανάκαμψης δεν εξαρτάται μόνο από τις ενέργειες αυτές καθαυτές αλλά και από παράγοντες του Πλαισίου. Πιο απλά, τόσο σε θεωρητικό όσο και εμπειρικό επίπεδο προτείνεται η επιλογή ενεργειών σύμφωνα με τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η εκάστοτε εταιρία, τις δυνατότητες που διαθέτει κλπ. Συνεπώς, κρίνεται σκόπιμο να διαπιστώσουμε αν η επιλογή ενεργειών ανάκαμψης από τις εταιρίες που εξετάζουμε εξαρτάται ή επηρεάζεται από τους παράγοντες του Πλαισίου. Η ανάλυση περιγράφεται ως εξής.

Για κάθε ενέργεια που εκφράζεται ως διχοτομική μεταβλητή, εκτιμούμε ένα υπόδειγμα Πολλαπλής Διακριτικής Ανάλυσης (Multiple Discriminant Analysis) με εξαρτημένη μεταβλητή την εκάστοτε διχοτομική μεταβλητή και ανεξάρτητες μεταβλητές τις συνεχείς μεταβλητές που αφορούν στους παράγοντες του Πλαισίου με δεδομένα από το έτος Χ (βλ. παράγραφο 7.4.2.1). Η εν λόγω μέθοδος είναι κατάλληλη όταν η εξαρτημένη μεταβλητή είναι διακριτή και οι ανεξάρτητες μεταβλητές συνεχείς (Francis and Mariola: 2005). Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιλέγονται βάσει της ανάλυσης με βήματα και κριτήριο την ελαχιστοποίηση του λόγου F που συνεπάγεται μεγιστοποίηση της απόστασης του μέσου όρου των τιμών Z, δηλαδή των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής που υπολογίζονται από το υπόδειγμα, της μίας ομάδας από τον αντίστοιχο μέσο όρο της άλλης ομάδας (Altman: 2001). Η συνολική σημαντικότητα του υποδείγματος εκτιμάται με το στατιστικό Wilks' l (Deakin: 1972): αν L-SIG> 0,05 η υπόθεση μη σημαντικότητας δεν απορρίπτεται. Για κάθε ενέργεια που εκφράζεται ως συνεχής μεταβλητή, εκτιμούμε

ένα υπόδειγμα Γραμμικής Παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή την εκάστοτε ενέργεια ανάκαμψης. Ο έλεγχος της συνολικής σημαντικότητας του υποδείγματος πραγματοποιείται με το στατιστικό F: αν F-SIG> 0,05 η υπόθεση μη σημαντικότητας δεν απορρίπτεται. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιλέγονται με βήματα εμπρός και κριτήριο τη σημαντικότητα του λόγου F.

7.4.4.2 Εξέταση της επιρροής των παραγόντων Πλαισίου στην επιλογή ενεργειών ανάκαμψης

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εκτίμησης των υποδειγμάτων Πολλαπλής Διακριτικής Ανάλυσης και Γραμμικής Παλινδρόμησης με εξαρτημένες μεταβλητές τις διχοτομικές και συνεχείς, αντίστοιχα, μεταβλητές των ενεργειών ανάκαμψης και ανεξάρτητες μεταβλητές τους παράγοντες Πλαισίου. Χάριν συντομίας, αναφέρουμε μόνο τα υποδείγματα για τα οποία η υπόθεση μη σημαντικότητας του υποδείγματος απορρίπτεται. Για τα εν λόγω υποδείγματα, αναφέρουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές που συμμετέχουν και, εντός παρένθεσης, τους τυποποιημένους συντελεστές. Οι παύλες (-) αφορούν στις περιπτώσεις αδύνατης εκτίμησης του υποδείγματος λόγω ελλειπουσών τιμών ή επειδή οι διχοτομικές μεταβλητές των ενεργειών ανάκαμψης λαμβάνουν την ίδια τιμή σε όλες τις παρατηρήσεις και, όπως προαναφέρθηκε, τις περιπτώσεις μη σημαντικότητας του υποδείγματος. Κάθε υπόδειγμα εκτιμάται ξεχωριστά για τις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν για να διαπιστώσουμε αν η επιλογή ενεργειών διαφέρει ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών.

Πίνακας 7.44 Εκτίμηση υποδειγμάτων Διακριτικής Ανάλυσης και Γραμμικής Παλινδρόμησης για την εκτίμηση της σχέσης ανάμεσα στο Περιεχόμενο και το Πλαίσιο ανάκαμψης

	Εταιρίες που δεν ανέκαμψαν			**Εταιρίες που ανέκαμψαν**			
Διχοτομικές μεταβλητές Πολλαπλή διακριτική ανάλυση	**L-SIG**	**Ανεξάρτητες μεταβλητές**		**L-SIG**	**Ανεξάρτητες μεταβλητές**		
ΑΥΕΣ01	0,001	ΡΕΥ (22,36)	ΣΚ (22,34)	0,019	ΠΙΣ2 (-26,16)	ΡΕΥ (24,70)	ΔΙΑΦ (4,473)
ΣΑΥΕΣ01	0,001	ΡΕΥ (22,36)	ΣΚ (22,34)	0,001	ΑΝΤ (11,24)	ΠΙΣ4 (-11,21)	
ΛΑΥΕΣ01	-			0,021	ΗΛΙ (28,43)	ΤΕΧΝ (27,57)	ΔΙΑΦ (-2,39)
ΑΥΕΣΜΕ01	0,001	ΡΕΥ (22,36)	ΣΚ (22,34)	0,019	ΠΙΣ2 (-26,16)	ΡΕΥ (24,70)	ΔΙΑΦ (4,47)
ΑΥΕΣΧΕ01	-			-			
ΠΠΣ01	0,019	Μ1 (-20,46)	ΠΙΣ2 (-20,44)	-			
ΣΠΠΣ01	0,019	Μ1 (-20,46)	ΠΙΣ2 (-20,44)	-			
ΛΠΠΣ01	-			-			
ΒΕΠΑ01	0,001	ΡΕΥ (22,36)	ΣΚ (22,34)	0,019	ΠΙΣ2 (-26,16)	ΡΕΥ (24,70)	ΔΙΑΦ (4,47)
ΒΕΠΑΜΕ01	-			0,019	ΠΙΣ2 (-26,16)	ΡΕΥ (24,70)	ΔΙΑΦ (4,47)
ΒΕΠΑΧΕ01	0,001	ΡΕΥ (22,36)	ΣΚ (22,34)	-			
ΠΕΛΕ01	0,008	ΠΛΕΟ (11,25)	ΠΙΣ3 (-11,21)	0,011	ΠΙΣ1 (-26,09)	ΡΕΥ (21,79)	ΙΔ1 (6,81)
ΠΕΑΔ01	-			0,007	ΑΝΕ (27,13)	Μ1 (26,18)	Μ3 (8,90)
ΑΥΜΚ01	-			0,001	ΑΝΤ (11,24)	ΠΙΣ4 (-11,21)	
ΜΕΕΧ01	-			-			
ΜΕΒΤ01	-			-			

ΜΙΚΞ01	-			-			
ΠΕΧΤ01	0,008	ΠΛΕΟ (11,25)	ΠΙΣ3 (-11,21)	0,003	ΗΛΙ (22,39)	ΕΞΑΣ (-19,01)	ΙΔ5 (7,11)
ΧΡΑΝ01	-			-			
Συνεχείς μεταβλητές Γραμμική παλινδρόμηση	**F-SIG**			**F-SIG**			
ΑΥΕΣ	-			0,005	ΑΝΑ (0,94)	ΙΔ8 (0,30)	ΑΝΘΕ (-0,09)
ΠΠΣ	-			-			
ΒΕΠΑ	0,011	ΠΕΛ (30,64)	ΗΛΙ (-20,46)	-			
ΠΕΛΕ	-			0,020	ΠΕΛ (-0,93)		
ΠΕΑΔ	0,002	ΗΛΙ (-0,88)	ΙΔ7 (0,23)	0,001	ΑΝΘΕ (-0,70)	Μ3 (-0,51)	ΠΙΣ2 (0,13)
ΑΥΜΚ	0,002	ΠΕΛ (-0,97)	ΔΙΑΦ (0,12)	0,002	ΕΞΑΣ (2,70)	ΑΝΘΕ (-1,72)	ΙΔ7 (-0,04)
ΜΕΕΧ	0,010	ΗΛΙ (-0,85)	Μ2 (0,32)	0,001	ΙΔ8 (-1,02)	Μ1 (0,34)	ΙΔ4 (0,08)
ΜΕΒΤ	0,003	ΑΝΑ (-1,00)	ΙΔ7 (0,19)	0,001	ΡΕΥ (1,048)	ΑΝΕ (0,28)	
ΜΙΞΚ	-			0,004	Μ1 (-0,98)		
ΠΕΧΤ	0,012	ΔΙΑΦ (-0,81)	Μ1 (0,32)	-			

Όσον αφορά στην επιλογή ενεργειών, παρατηρείται ότι στις περισσότερες περιπτώσεις υφίστανται παράγοντες Πλαισίου που ερμηνεύουν την πραγματοποίηση ενεργειών. Ωστόσο, οι εν λόγω παράγοντες διαφέρουν σημαντικά ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών υποδεικνύοντας ότι το Περιεχόμενο σχετίζεται μεν σημαντικά με το Πλαίσιο, αλλά δεν υπάρχουν «κανόνες» επιλογής ενεργειών ανάκαμψης. Αναλυτικότερα, η επιλογή ενεργειών αύξησης εσόδων και βελτίωσης της αποτελεσματικότητας σχετίζεται θετικά με τη ρευστότητα και τη σοβαρότητα της κατάστασης στην περίπτωση των εταιριών που δεν ανακάμπτουν και θετικά, στις περισσότερες περιπτώσεις, με τη ρευστότητα και το βαθμό διαφοροποίησης για τις εταιρίες που ανακάμπτουν. Η επιλογή ενεργειών περιστολής περιουσιακών στοιχείων σχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος (αξία ενεργητικού) και τη συμμετοχή των οφειλών προς το Δημόσιο στις συνολικές υποχρεώσεις για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν ενώ, για τις εταιρίες που ανακάμπτουν, δεν υπάρχουν παράγοντες του Πλαισίου που ερμηνεύουν την επιλογή των παραπάνω ενεργειών. Η επιλογή ενεργειών περιστολής λειτουργικών εξόδων και χρεωστικών τόκων συνδέεται θετικά με τους πλεονάζοντες πόρους και αρνητικά με τη συμμετοχή των εμπορικών υποχρεώσεων στις συνολικές υποχρεώσεις για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν ενώ, για τις εταιρίες που ανακάμπτουν, οι σημαντικοί παράγοντες διαφέρουν ανά επιλογή ενέργειας. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι ο παράγοντας Πλαισίου με μεγαλύτερη συμμετοχή στα υποδείγματα είναι η ρευστότητα αλλά η κατεύθυνση της σχέσης της (πρόσημο) με την επιλογή ενεργειών δε διαφέρει ανάμεσα στις δύο ομάδες.

Όσον αφορά στην έκταση της εφαρμογής των ενεργειών, όπως στην περίπτωση της επιλογής μεταβλητών, ισχύει ότι οι παράγοντες Πλαισίου που συμμετέχουν στα υποδείγματα διαφοροποιούνται ανά ομάδα εταιριών. Για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν, η ηλικία συνδέεται αρνητικά με τη μεταβολή της

αποτελεσματικότητας, του πλήθους εργαζομένων και του ενέγγυου χρέους. Ο χρόνος είσπραξης των απαιτήσεων συνδέεται θετικά με τη μεταβολή αποτελεσματικότητας και αρνητικά με τη μεταβολή μετοχικού κεφαλαίου. Ο βαθμός διαφοροποίησης συνδέεται θετικά με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και αρνητικά με τη μεταβολή των χρεωστικών τόκων. Το συνολικό πλήθος των μεγαλομετόχων συνδέεται θετικά με τη μεταβολή του πλήθους εργαζομένων και του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού. Για τις εταιρίες που ανακάμπτουν, η ανταγωνιστική θέση συνδέεται αρνητικά με τη μεταβολή των εσόδων, του πλήθους εργαζομένων, του μετοχικού κεφαλαίου. Το μέγεθος (αξία ενεργητικού) συνδέεται θετικά με τη μεταβολή του ενέγγυου χρέους και αρνητικά με τη μεταβολή της σχέσης ιδίων-ξένων κεφαλαίων.

Τα παραπάνω ευρήματα είναι μάλλον αναμενόμενα δεδομένου ότι, όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 7.3.3.6, οι δύο ομάδες εταιριών δε διαφέρουν σημαντικά σε επίπεδο παραγόντων Πλαισίου. Συνολικά, η ρευστότητα και η σοβαρότητα της κατάστασης προβάλλουν ως οι σημαντικότεροι παράγοντες του Πλαισίου αναφορικά με την επιλογή ενεργειών ανάκαμψης αλλά η σχέση τους με αυτήν διαφέρει ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών. Αυτό συνιστά ένδειξη για το ότι οι παράγοντες Πλαισίου επηρεάζουν την επιλογή ενεργειών αλλά όχι την έκβαση της εφαρμογής αυτών. Υπενθυμίζεται, επίσης ότι, γενικά, δεν παρατηρούνται διαφορές ως προς το Περιεχόμενο ανάμεσα στις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, είναι προφανές οι εταιρίες που ανακάμπτουν αντιμετωπίζουν παρόμοιο Πλαίσιο και εφαρμόζουν παρόμοιο Περιεχόμενο ανάκαμψης. Προκύπτει, λοιπόν, το ερώτημα για τους λόγους που ευθύνονται, συνολικά, για την ανάκαμψη κάποιων εταιριών και τη μη ανάκαμψη άλλων. Στην παράγραφο που ακολουθεί εξετάζουμε αν η ενσωμάτωση της πληροφόρησης για την επίδοση των εταιριών συμβάλλει, εκτός του Πλαισίου και του Περιεχομένου, στη βελτίωση της ερμηνείας της ανάκαμψης.

7.4.4.3 Σύνθεση του Πλαισίου, του Περιεχομένου και της επίδοσης των εταιριών για την εκτίμηση υποδείγματος της πιθανότητας ανάκαμψης

Κατά την ανασκόπηση των θεωρητικών ζητημάτων και των εμπειρικών ευρημάτων για το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο της ανάκαμψης, στο τέταρτο και πέμπτο κεφαλαίο της παρούσας εργασίας, αντίστοιχα, προέκυψε ότι η επιτυχία αντιμετώπισης της παρακμής εξαρτάται όχι μόνο από το περιβάλλον εντός του οποίου

επιχειρείται (Πλαίσιο) και τις αντίστοιχες ενέργειες (Περιεχόμενο) αλλά και από την επίδοση αυτή καθαυτή πριν την ανάκαμψη. Πιο απλά, υποστηρίζεται ότι η ανάκαμψη είναι πιθανότερη όταν η κατάσταση δεν έχει καταστεί, ακόμα, μη αναστρέψιμη ή, εναλλακτικά, όταν η επίδοση δεν έχει υποστεί «φθορά» σε σημείο που να είναι αδύνατη η επιστροφή της στα προ παρακμής ή σε «υγιή» επίπεδα. Κατά συνέπεια, η ερμηνεία της ανάκαμψης ενδέχεται να ενισχυθεί σημαντικά συνδυάζοντας την πληροφόρηση για το Πλαίσιο, το Περιεχόμενο και την επίδοση. Στη συνέχεια της ανάλυσης παρουσιάζουμε εν συντομία τη μεθοδολογία που υιοθετείται για την εκτίμηση ενός υποδείγματος Λογιστικής Παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τα προαναφερθέντα στοιχεία.

Για κάθε τύπο πληροφόρησης (επίδοση, Πλαίσιο, Περιεχόμενο) εκτιμούμε ένα υπόδειγμα με εξαρτημένη μεταβλητή την κατάσταση των εταιριών: ανάκαμψη έναντι μη ανάκαμψης. Όσον αφορά στις ανεξάρτητες μεταβλητές, το πρώτο υπόδειγμα προκύπτει από τις μεταβλητές επίδοσης με δεδομένα από το έτος Χ, το δεύτερο υπόδειγμα από τις μεταβλητές Πλαισίου με δεδομένα από το έτος Χ και το τρίτο υπόδειγμα από τις μεταβλητές Περιεχομένου. Η επιλογή των μεταβλητών κάθε υποδείγματος πραγματοποιείται ως εξής. Αρχικά, εκτιμούμε ένα υπόδειγμα για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή και καταγράφουμε την τιμή και τη σημαντικότητα του στατιστικού -2LL. Οι μεταβλητές των σημαντικών υποδειγμάτων χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση τριών υποδειγμάτων με επιλογή μεταβλητών με βήματα εμπρός και κριτήριο την ελαχιστοποίηση του λόγου πιθανοφάνειας. Για να αποφύγουμε την υπέρ-εξειδίκευση του υποδείγματος, η επιλογή των μεταβλητών βασίζεται, επίσης, σε βήματα εμπρός και κριτήριο τη σημαντικότητα των συντελεστών (βάσει του ελέγχου Wald).

Πριν προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση πρέπει να σημειωθεί ότι, λόγω της ταυτόχρονης εξέτασης εκτεταμένου πλήθους μεταβλητών, προκύπτει μεγάλο πλήθος παρατηρήσεων που δε λαμβάνονται υπόψη στην ανάλυση. Δεδομένου ότι, το μέγεθος του δείγματος που εξετάζεται είναι, ήδη, περιορισμένο, κρίθηκε σκόπιμο να αποκλειστούν από την ανάλυση οι μεταβλητές που «ευθύνονται» σε μεγαλύτερο βαθμό για την «απώλεια» παρατηρήσεων. Οι μεταβλητές που αποκλείστηκαν υπολογίζονται από δεδομένα που αφορούν στον κλάδο, το πλήθος εργαζομένων, την ανάλυση πωλήσεων κατά κλάδους, τη σύνθεση των δικαιωμάτων ψήφου πριν το 2000 και το έτος ίδρυσης. Αναφορικά με το Πλαίσιο, αποκλείστηκαν οι ΜΕΡ, ΑΝΘΕ, ΜΖ, ΑΝΤ, ΑΠΕ, ΔΙΑΦ, ΗΛΙ, Μ3 και ΙΔ8 ενώ οι μεταβλητές του Περιεχομένου που

αποκλείστηκαν είναι οι ΠΕΑΔ01 και ΠΕΑΔ. Κατόπιν αποκλεισμού των παραπάνω μεταβλητών, παρατηρήθηκε ότι δύο εταιρίες, μία που ανέκαμψε και μία που δεν ανέκαμψε, παρουσίαζαν ελλείπουσες τιμές σε άνω των δέκα μεταβλητών. Κατά συνέπεια, αποφασίστηκε ο αποκλεισμός των δύο περιπτώσεων αντί του αποκλεισμού επιπλέον μεταβλητών. Μετά το παρόν σημείο, η ανάλυση βασίζεται στο δείγμα των 12 εταιριών που ανέκαμψαν και των 12 εταιριών που δεν ανέκαμψαν. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται το πρώτο στάδιο της διαδικασίας εκτίμησης του υποδείγματος.

Πίνακας 7.45 Μονομεταβλητά υποδείγματα Λογιστικής Παλινδρόμησης βάσει των μεταβλητών επίδοσης, Πλαισίου και Περιεχομένου

	-2LL	2LL SIG		-2LL	2LL SIG
ΕΠΙΔΟΣΗ			**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ**		
ΑΙΚ_Χ	-	-	ΠΕΧΤ	27,613	0,017
ΜΑ/ΧΤ_Χ	-	-	ΜΙΞΚ	28,463	0,028
ΑΡ_Χ	-	-	ΜΕΒΤ	-	-
ΠΛΑΙΣΙΟ			ΜΕΕΧ	-	-
ΑΛΠΡ_Χ	-		ΑΥΜΚ	-	-
ΑΛΔΣ_Χ	26,920	0,012	ΧΡΑΝ01	-	-
ΔΔΣ_Χ	-		ΠΕΧΤ01	-	-
ΙΔ7_Χ	24,065	0,002	ΜΙΞΚ01	-	-
ΙΔ6_Χ	-	-	ΜΕΒΤ01	-	-
ΙΔ5_Χ	-	-	ΜΕΕΧ01	-	-
ΙΔ4_Χ	-	-	ΑΥΜΚ01	-	-
ΙΔ3_Χ	-	-	ΠΕΛΕ	28,019	0,022
ΙΔ2_Χ	-	-	ΠΕΛΕ01	-	-
ΙΔ1_Χ	-	-	ΒΕΑΠΧΕ01	25,903	0,007
ΠΕΛ_Χ	-	-	ΒΕΑΠΜΕ01	-	-
ΤΕΧΝ_Χ	-	-	ΒΕΑΠ	23,721	0,002
ΑΞΔΥ_Χ	-	-	ΒΕΑΠ01	-	-
ΡΕΥ_Χ	-	-	ΛΠΠΣ01	-	-
ΕΞΑΣ_Χ	-	-	ΣΠΠΣ01	-	-
ΠΛΕΟ_Χ	28,960	0,038	ΠΠΣ	-	-
Μ2_Χ	-	-	ΠΠΣ01	-	-
Μ1_Χ	-	-	ΑΥΕΣΧΕ01	-	-
ΠΙΣ5_Χ	-	-	ΑΥΕΣΜΕ01	-	-
ΠΙΣ4_Χ	-	-	ΛΑΥΕΣ01	-	-
ΠΙΣ3_Χ	-	-	ΣΑΥΕΣ01	-	-
ΠΙΣ2_Χ	-	-	ΑΥΕΣ	28,708	0,033
ΠΙΣ1_Χ	-	-	ΑΥΕΣ01	-	-
ΣΚ_Χ	27,791	0,019	Δ_ΕΑΣ	-	-
ΑΝΕ_Χ	-	-	Δ_ΔΙΑΦ	-	-
ΑΝΑ_Χ	-	-	ΙΔ8_Α6	-	-
			ΜΔΔΣ_Α6	-	-
			ΑΛΠΡ_Α6	-	-
			ΑΛΔΣ_Α6	-	-

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει, αρχικά, ότι καμία από τις μεταβλητές επίδοσης δε συνεισφέρει σημαντικά στο διαχωρισμό των εταιριών που ανέκαμψαν από τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν. Όσον αφορά στο Πλαίσιο, η μεταβλητή που συνεισφέρει περισσότερο στο διαχωρισμό των εταιριών αφορά στο συνολικό πλήθος μεγαλομετόχων. Η μεταβλητή του περιεχομένου που συνεισφέρει περισσότερο στο διαχωρισμό των εταιριών αφορά στη μεταβολή της αποτελεσματικότητας (ΒΕΠΑ).

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η εκτίμηση των δύο υποδειγμάτων για το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο. Οι μεταβλητές επιλέγονται με βήματα εμπρός και κριτήριο την ελαχιστοποίηση του λόγου πιθανοφάνειας και τη σημαντικότητα των συντελεστών βάσει του στατιστικού Wald.

Πίνακας 7.46 Τελικά υποδείγματα πιθανότητας ανάκαμψης με πληροφόρηση για το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο

			1ο Τμήμα: Έλεγχος Υποδείγματος				
			-2LL	-2LL SIG	H-S χ^2	H-S SIG	C-S R^2
ΠΛΑΙΣΙΟ			24,065	0,002	4,300	0,507	0,319
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ			28,019	0,022	2,194	0,822	0,197
			2ο Τμήμα: Σταθερός Όρος και Συντελεστές Μεταβλητών				
			β_0, β_j	WALD	WALD SIG	Δ-2LL	Δ-2LL SIG	EXP(B)
ΠΛΑΙΣΙΟ		β_0	2,306	4,641	0,031	-	-	10,031
	β_j	ΙΔ7	-0,940	5,268	0,022	9,206	0,002	0,391
ΠΕΡΙΕΧΟ-ΜΕΝΟ		β_0	-0,768	1,879	0,170	-	-	0,464
	β_j	ΠΕΛΕ	-4,235	3,940	0,047	5,252	0,022	0,014
			3ο Τμήμα: Ορθές Κατατάξεις και Σφάλματα				
			ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ	ΔΕΝ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ	ΣΥΝΟΛΟ		
ΠΛΑΙΣΙΟ		Ν	12	12	24		
		ΝΟ	9	8	17		
		ΝΛ	3	4	7		
		%ΝΟ	75%	67%	71%		
		%ΝΛ	25%	33%	29%		
ΠΕΡΙΕΧΟ-ΜΕΝΟ		Ν	12	12	24		
		ΝΟ	7	10	17		
		ΝΛ	5	2	7		
		%ΝΟ	58%	83%	71%		
		%ΝΛ	42%	17%	29%		

Από την εκτίμηση των παραπάνω υποδειγμάτων, προκύπτει ότι ο παράγοντας του Πλαισίου που συνεισφέρει περισσότερο στη διάκριση των εταιριών συνίσταται στο πλήθος μεγαλομετόχων που συνδέεται αρνητικά, εφόσον EXP(B)< 1, με την πιθανότητα κατάταξης μίας εταιρίας στην ομάδα των εταιριών που ανακάμπτουν. Εναλλακτικά, μικρότερο πλήθος μεγαλομετόχων συνεπάγεται υψηλότερη πιθανότητα κατάταξης μίας εταιρίας στην ομάδα των εταιριών που ανακάμπτουν. Το εν λόγω εύρημα είναι αναμενόμενο καθώς, σύμφωνα με τη σύγκριση του Πλαισίου ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών (βλ. παράγραφο 7.3.3.5) το πλήθος των μεγαλομετόχων είναι σημαντικά μεγαλύτερο για τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Υπενθυμίζεται ότι, κατά μέσο όρο, τα δικαιώματα ψήφου των εν λόγω εταιριών ανήκουν σε τέσσερις μεγαλομετόχους, περίπου, ενώ τα δικαιώματα ψήφου των εταιριών που ανακάμπτουν ανήκουν σε λιγότερους από δύο μεγαλομετόχους (μέσος όρος 1,6). Όσον αφορά στις ενέργειες ανάκαμψης, η σημαντικότερη συνεισφορά στο διαχωρισμό των εταιριών παρέχεται από τη μεταβολή των λειτουργικών εξόδων (ΠΕΛΕ) που συνδέεται

αρνητικά, εφόσον EXP(B)< 1, με την πιθανότητα κατάταξης μίας εταιρίας στην ομάδα των εταιριών που ανακάμπτουν. Εναλλακτικά, μεγαλύτερη ποσοστιαία μείωση των λειτουργικών εξόδων συνεπάγεται υψηλότερη πιθανότητα κατάταξης στην ομάδα των εταιριών που ανακάμπτουν. Το εν λόγω εύρημα είναι, επίσης, αναμενόμενο δεδομένου ότι, όπως αναφέρθηκε στη σύγκριση του Περιεχομένου ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών (βλ. παράγραφο 7.4.3.3), οι εταιρίες που ανακάμπτουν προβαίνουν σε μεγαλύτερη ποσοστιαία μείωση των λειτουργικών εξόδων, -47% έναντι -0,37%, αν και η εν λόγω διαφορά δεν είναι σημαντική. Από τα στοιχεία που αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα, είναι εμφανές ότι τα δύο υποδείγματα κατατάσσουν τις εταιρίες με το ίδιο ποσοστό επιτυχίας (71%). Ωστόσο, το υπόδειγμα του Πλαισίου είναι σαφώς πιο «ισορροπημένο» διότι διαπράττει περίπου το ίδιο ποσοστό σφαλμάτων για τις δύο ομάδες (25% και 33%) ενώ, αντίθετα, το υπόδειγμα του Περιεχομένου κατατάσσει με μεγαλύτερο ποσοστό επιτυχίας τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν (83% έναντι 58%). Η συνεισφορά της μεταβλητής ΠΕΛΕ τίθεται, επίσης, υπό αμφισβήτηση κατόπιν εκτίμησης υποδείγματος με ανεξάρτητες μεταβλητές την ΠΕΛΕ και την ΙΔ7. Πιο συγκεκριμένα, εισάγοντας τις ΙΔ7 και ΠΕΛΕ στο ίδιο υπόδειγμα, η επιλογή μεταβλητών με βήματα εμπρός και κριτήριο την ελαχιστοποίηση του λόγου πιθανοφάνειας συνεπάγεται τη μη συμμετοχή της ΠΕΛΕ στο υπόδειγμα και την «επιστροφή» στο υπόδειγμα με μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή την ΙΔ7. Προκύπτει, λοιπόν, ότι η σημαντικότερη μεταβλητή για την εκτίμηση της πιθανότητας ανάκαμψης αφορά στο πλήθος των μεγαλομετόχων κατά το έτος της χειρότερης επίδοσης. Ωστόσο, υπενθυμίζεται ότι το υπόδειγμα που εκτιμήθηκε στην παράγραφο 7.4.3.3 κατατάσσει τις εταιρίες στις δύο ομάδες με υψηλότερο ποσοστό επιτυχίας αλλά η μεταβλητή ΠΕΑΔ αποκλείστηκε λόγω ελλειπουσών τιμών. Εκτιμώντας ένα νέο υπόδειγμα με προσθήκη της ΠΕΑΔ στις ανεξάρτητες μεταβλητές και επιλογή μεταβλητών με βήματα εμπρός και κριτήριο την ελαχιστοποίηση του λόγου πιθανοφάνειας λαμβάνουμε το υπόδειγμα που περιγράφεται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 7.47 Επανεκτίμηση των τελικών υποδειγμάτων πιθανότητας ανάκαμψης με προσθήκη της ΠΕΑΔ

1ο Τμήμα: Έλεγχος Υποδείγματος

-2LL	-2LL SIG	H-S χ^2	H-S SIG	C-S R^2
17,395	0,002	6,759	0,563	0,444

2ο Τμήμα: Σταθερός Όρος και Συντελεστές Μεταβλητών

	β_0, β_j	WALD	WALD SIG	Δ-2LL	Δ-2LL SIG	EXP(B)
β_0		3,609	5,318	0,021	-	-	36,948
β_j	ΙΔ7	-0,951	3,971	0,046	8,071	0,004	0,386
	ΠΕΑΔ	3,912	3,306	0,069	4,213	0,040	50,009

3ο Τμήμα: Ορθές Κατατάξεις και Σφάλματα

	ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ	ΔΕΝ ΑΝΕΚΑΜΨΑΝ	ΣΥΝΟΛΟ
Ν	12	10	22
ΝΟ	10	8	18
ΝΑ	2	2	4
%ΝΟ	83%	80%	82%
%ΝΑ	17%	20%	18%

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, η ισχύς κατάταξης του νέου υποδείγματος ενισχύεται τόσο βάσει του υψηλότερου ποσοστού ορθών κατατάξεων όσο και της χαμηλότερης τιμής λόγου πιθανοφάνειας. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με την τιμή EXP(B), η ΠΕΑΔ συνδέεται θετικά με την πιθανότητα κατάταξης μίας εταιρίας στην ομάδα εταιριών που ανέκαμψαν. Για δύο εταιρίες με ίδια τιμή ΙΔ7, η εταιρία που μειώνει σε μικρότερο βαθμό το πλήθος εργαζομένων έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να ανήκει στις εταιρίες που ανέκαμψαν. Όσον αφορά στη σημαντικότητα των συντελεστών του παραπάνω υποδείγματος, ο συντελεστής της ΙΔ7 παραμένει ο σημαντικότερος σύμφωνα με αμφότερους τους σχετικούς ελέγχους (Wald και -2LL).

Ολοκληρώνοντας κρίνεται σκόπιμο να εξηγήσουμε τους λόγους για τους οποίους αποφύγαμε τη χρήση του όρου «πρόβλεψη της ανάκαμψης» στην παρούσα παράγραφο. Κατά την εκτίμηση του υποδείγματος πρόβλεψης της εταιρικής παρακμής, αναφέρθηκε ότι ο όρος «πρόβλεψη» πρέπει να χρησιμοποιείται κατόπιν ελέγχου της προβλεπτικής ισχύος του εκάστοτε υποδείγματος σε χρονική περίοδο μεταγενέστερη της περιόδου εκτίμησής του. Επιπρόσθετα, η «πρόβλεψη» προϋποθέτει την παρατήρηση πληροφόρησης πριν την εμφάνιση του ενδεχομένου, εδώ της ανάκαμψης. Ωστόσο, είναι εμφανές ότι η πιθανότητα ανάκαμψης εξαρτάται από το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο. Σε δεδομένη χρονική στιγμή, η πληροφόρηση για το Πλαίσιο είναι διαθέσιμη ενώ, αντίθετα, η πληροφόρηση για το Περιεχόμενο προκύπτει, ουσιαστικά, είτε κατόπιν σχετικής απόφασης πριν την εφαρμογή των ενεργειών ανάκαμψης είτε αφού εφαρμοστούν οι εν λόγω ενέργειες. Πιο απλά, η διαμόρφωση του Περιεχομένου προϋποθέτει την απόφαση για εφαρμογή ενεργειών ανάκαμψης. Υπάρχουν λόγοι για τους οποίους η σχετική απόφαση ενδέχεται να μη ληφθεί ποτέ όπως, ενδεικτικά, η αδυναμία χρηματοδότησης της ανάκαμψης ή ακόμα και η πεποίθηση της διοίκησης ότι η ανάκαμψη δεν είναι δυνατή. Σε αυτές τις

περιπτώσεις, η χρησιμότητα οποιουδήποτε υποδείγματος πρόβλεψης της ανάκαμψης τίθεται εκ των προτέρων υπό αμφισβήτηση εφόσον δεν έχει ληφθεί απόφαση υπέρ της ανάκαμψης. Κατά συνέπεια, υποδείγματα όπως αυτά που εκτιμήθηκαν στην παρούσα ενότητα προσφέρουν πληροφόρηση για την πιθανότητα ανάκαμψης υπό δεδομένες συνθήκες και ενέργειες. Αυτό δε σημαίνει, βέβαια, ότι η επέκταση της παρούσας εργασίας με προσθήκη νέων δεδομένων, μεταβλητών, μεθόδων κλπ δεν αποτελεί πεδίο μελλοντικής έρευνας για τις συνθήκες και τις ενέργειες που ευνοούν την ανάκαμψη.

7.4.4.4 Σύνοψη ευρημάτων και διατύπωση τελικών συμπερασμάτων για τη σύνθεση του Πλαισίου, του Περιεχομένου και της επίδοσης

Η ανάλυση της παρούσας παραγράφου υποδεικνύει ότι η πρόσθετη πληροφόρηση για την επίδοση δε συνεισφέρει σημαντικά, σε σχέση με την πληροφόρηση που παρέχεται από το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο μόνο, στον εντοπισμό διαφορών ανάμεσα στις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Σε συμφωνία με τα ευρήματα προγενέστερων εμπειρικών ερευνών που αναφέρθηκαν στο τέταρτο και πέμπτο κεφάλαιο της παρούσας εργασία, σύμφωνα με τα οποία οι μεταβλητές του Πλαισίου και του Περιεχομένου δεν αποδεικνύονται πάντα χρήσιμες στην ερμηνεία της ανάκαμψης, διαπιστώνεται ότι το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο δε διαφέρουν σημαντικά ανάμεσα στις εταιρίες που ανακάμπτουν και τις εταιρίες που δεν ανακάμπτουν. Αποδεικνύεται, ωστόσο, ότι το αυξημένο πλήθος μεγαλομετόχων κατά τη διάρκεια της παρακμής συνιστά ανασταλτικό παράγοντα για την ανάκαμψη. Το πλήθος μεγαλομετόχων των εταιριών που δεν ανακάμπτουν είναι, κατά μέσο όρο, υπερδιπλάσιο του πλήθους μεγαλομετόχων των εταιριών που ανακάμπτουν και, συνεπώς, η ύπαρξη ολιγάριθμων απόψεων ή συμφερόντων, αναφορικά με το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, ευνοεί την απόφαση για ανάκαμψη καθώς περιορίζει σε μεγαλύτερο βαθμό την απαιτούμενη διαπραγμάτευση και ευθυγράμμιση συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών. Επίσης, σε αντίθεση με την πεποίθηση για τον ευεργετικό ρόλο της μείωσης του πλήθους εργαζομένων στην ανάκαμψη, η παρούσα έρευνα παρέχει αποδείξεις για την αντίθετη σχέση ανάμεσα στις εν λόγω μεταβλητές καθώς προκύπτει ότι η μείωση του πλήθους εργαζομένων είναι μικρότερη για τις εταιρίες που ανακάμπτουν. Συνεπώς, η εν λόγω ενέργεια δε συνιστά «πανάκεια» αλλά, απεναντίας, ενδέχεται να οδηγήσει σε διαφορετικά των αναμενομένων αποτελεσμάτων.

7.4.5 ΣΥΝΟΨΗ, ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην παρούσα ενότητα εξετάσαμε το ζήτημα της εταιρικής ανάκαμψης στην Ελλάδα βάσει ενός δείγματος 13 εισηγμένων εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή και ανέκαμψαν και 13 εισηγμένων εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή αλλά δεν ανέκαμψαν. Η εξέταση της επίδοσης των παραπάνω εταιριών οδηγεί στο συμπέρασμα ότι, από το έτος με τη χειρότερη επίδοση ως το έτος ανάκαμψης, οι εταιρίες που ανακάμπτουν επιτυγχάνουν όχι μόνο σημαντική βελτίωση της επίδοσης αλλά και βελτίωση της επίδοσης σε σημείο που να μη διαφέρει από την επίδοση των υγιών εταιριών. Αντίθετα, τρία έτη μετά την τριετία παρακμής, οι εταιρίες που δεν ανακάμπτουν υπόκεινται σε σημαντική περαιτέρω φθορά της επίδοσής τους.

Εξετάζοντας το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο των εταιριών που ανέκαμψαν και των εταιριών που δεν ανέκαμψαν, προκύπτει ότι δεν υφίστανται σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών. Κατά συνέπεια, αποδεικνύεται ότι δεν υφίστανται σημαντικοί παράγοντες που ευνοούν σημαντικά την ανάκαμψη. Ωστόσο, το πλήθος των μεγαλομετόχων κατά το έτος παρακμής με τη χειρότερη επίδοση και η μεταβολή του πλήθους ανθρώπινου δυναμικού συνεισφέρουν σημαντικά στη διάκριση των εταιριών. Αναλυτικότερα, οι εταιρίες που ανακάμπτουν παρουσιάζουν μικρότερο πλήθος μεγαλομετόχων στο έτος με τη χειρότερη επίδοση και μειώνουν με μικρότερη έκταση το πλήθος εργαζομένων ανάμεσα στο έτος με τη χειρότερη επίδοση και το έτος ανάκαμψης. Συμπεραίνεται, λοιπόν, ότι η ευελιξία που προσφέρεται από το περιορισμένο πλήθος μεγαλομετόχων, λόγω μικρότερης απαίτησης για την επίλυση διαφωνιών επί αποφάσεων όπως η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και η εκλογή μελών του διοικητικού συμβουλίου, ευνοεί την ανάκαμψη. Αντίθετα, η εκτεταμένη μείωση του πλήθους εργαζομένων ενδέχεται να οδηγήσει σε διαφορετικά από τα αναμενόμενα αποτελέσματα μειώνοντας, αντί να αυξήσει, την πιθανότητα ανάκαμψης.

Συνολικά, οι παράγοντες που συνεισφέρουν στην ερμηνεία της ανάκαμψης είναι λιγότεροι από τους παράγοντες που δε συνεισφέρουν στην ερμηνεία της ανάκαμψης. Λαμβάνοντας υπόψη ότι αναλύεται το μεγαλύτερο μέρος των πτυχών του Πλαισίου και ότι οι μεταβλητές που εξετάζονται είναι ίδιες ή παρόμοιες με τις μεταβλητές που εξετάζονται σε προγενέστερες σχετικές εμπειρικές έρευνες, προκύπτει η ανάγκη για περαιτέρω έρευνα με στόχο την σε βάθος ερμηνεία της

ανάκαμψης. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι λόγω έλλειψης των απαιτούμενων δεδομένων, η παρούσα έρευνα αγνοεί σημαντικά ζητήματα που σχετίζονται με τα διοικητικά χαρακτηριστικά και τη σχέση ιδιοκτησίας-διοίκησης. Κατά συνέπεια, μία πιθανή προέκταση της παρούσας έρευνας αφορά στην εξέταση της σχέσης της ανάκαμψης με τα προαναφερθέντα χαρακτηριστικά. Επιπρόσθετα, δε μπορεί να αποκλειστεί, εκ των προτέρων, πιθανή συνεισφορά στην έρευνα από την εφαρμογή διαφορετικών μεθόδων, τη διαφοροποίηση της ποσοτικοποίησης μεταβλητών και τον ανασχεδιασμό της έρευνας.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ

Στην προηγηθείσα ανάλυση εξετάστηκε, σε θεωρητικό κι εμπειρικό επίπεδο, η εταιρική ανάκαμψη ή, πιο απλά, η επιτυχής αντιμετώπιση της εταιρικής παρακμής. Η παρακμή συνιστά το συνδυαστικό αποτέλεσμα παραγόντων που εντοπίζονται τόσο στο εξωτερικό όσο και το εσωτερικό περιβάλλον των εταιριών κι επέρχεται όταν οι ικανότητες της εταιρίας, σε συνδυασμό με τις εκάστοτε συνθήκες περιβάλλοντος, δεν εξασφαλίζουν την επιβίωση. Κατ' επέκταση, ικανότητες που κρίνονται επαρκείς σε δεδομένες συνθήκες εξωτερικού περιβάλλοντος ενδέχεται να είναι ανεπαρκείς κατόπιν μεταβολής των εν λόγω συνθηκών. Εκτός της ευμένειας ή δυσμένειας, το εξωτερικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από συγκεκριμένο βαθμό προβλεψιμότητας. Κατά κανόνα, οι μεταβολές που προκύπτουν από την ομαλή εξέλιξη της οικονομικής ή άλλης δραστηριότητας της Κοινωνίας χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερο βαθμό προβλεψιμότητας ενώ, αντίθετα, είναι πρακτικά ανέφικτο να προβλεφθούν μεταβολές που επέρχονται κατόπιν αποφάσεων όπως η θέσπιση νέων φορολογικών συντελεστών για νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Ο βαθμός προβλεψιμότητας του εξωτερικού περιβάλλοντος διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον εντοπισμό των αιτιών παρακμής: μεγαλύτερος βαθμός προβλεψιμότητας σημαίνει απόδοση της παρακμής σε μεγαλύτερο βαθμό στο εσωτερικό των εταιριών και αντίστροφα. Όσον αφορά στην ευθύνη των διοικητικών στελεχών για την παρακμή, η διάρκεια άσκησης των καθηκόντων τους καθορίζει το βαθμό υπαιτιότητάς τους: στελέχη που διοικούν για συντομότερο χρονικό διάστημα φέρουν σαφώς μικρότερη ευθύνη και αντίστροφα. Οι αντικειμενικές ικανότητες της εταιρίας, τουλάχιστον σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, καθορίζουν, επίσης, το βαθμό ευθύνης των διοικητικών στελεχών: αυξημένες ικανότητες σημαίνουν μεγαλύτερο βαθμό ευθύνης και αντίστροφα. Ανεξαρτήτως αιτιών εμφάνισης, η εταιρική παρακμή συνεπάγεται αρνητικές συνέπειες για διάφορες ομάδες ενδιαφέροντος ή, πιο απλά, ομάδες συμμέτοχων. Κατά συνέπεια, η επιτυχής αντιμετώπιση της εταιρικής παρακμής και, κατ' επέκταση, ο περιορισμός των αρνητικών συνεπειών της, αναμένεται να συμβάλλει στην ενίσχυση της

ευημερίας των εν λόγω ομάδων και συνιστά τη βάση για την ενασχόληση με το θέμα των στρατηγικών εταιρικής ανάκαμψης.

Οι στρατηγικές ανάκαμψης αναλύονται, επιλέγονται και εφαρμόζονται εντός του τρίπτυχου Πλαίσιο – Περιεχόμενο – Διαδικασία και οι μεταβλητές κάθε πτυχής επηρεάζουν σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό την καταλληλότητα, δεκτικότητα και εφικτότητα της εκάστοτε στρατηγικής. Ως Πλαίσιο ορίζεται το σύνολο των συνθηκών εντός των οποίων λαμβάνει χώρα η ανάκαμψη και περιλαμβάνει τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η εταιρία, τη σοβαρότητα της κατάστασης, τη στάση των συμμέτοχων, την ιστορία και παρούσα κατάσταση της εταιρίας, τον κλάδο, το μακροοικονομικό περιβάλλον και το ρόλο της Πολιτείας. Σε θεωρητικό επίπεδο, κάθε μεταβλητή αναμένεται να επηρεάσει τις στρατηγικές ανάκαμψης αλλά η ανασκόπηση σχετικών εμπειρικών ευρημάτων υποδεικνύει ότι η επιρροή των μεταβλητών Πλαισίου δε μπορεί να θεωρηθεί εκ των προτέρων δεδομένη και προς μία κατεύθυνση. Ως Περιεχόμενο ορίζεται το σύνολο των ενεργειών που αποσκοπούν στην αντιμετώπιση της παρακμής και αφορούν στην περιστολή κόστους και περιουσιακών στοιχείων, τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, τη στρατηγική ανακατεύθυνση, την αναδιάρθρωση λειτουργιών, τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση και την εταιρική πτώχευση. Κάθε ενέργεια χαρακτηρίζεται από πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και από τη μελέτη των σχετικών εμπειρικών ευρημάτων προκύπτει ότι είναι πρακτικά αδύνατο να καθοριστούν «συνταγές» επιτυχίας. Η παρούσα διατριβή προτείνει, κατόπιν θεωρητικής και εμπειρικής ανασκόπησης, την κατάταξη των ενεργειών ανάκαμψης βάσει του βασικού στόχου τους και της επίπτωσης στο αντικείμενο εργασιών και το ύψος επένδυσης της επιχείρησης. Η Διαδικασία αφορά στην πρακτική εφαρμογή των στρατηγικών ανάκαμψης και συνιστά το «κλειδί» για την ανάκαμψη καθώς, εκτός της αλληλουχίας γεγονότων κατά τη χρονική περίοδο που επιχειρείται η ανάκαμψη, αναφέρεται στη διοικητική πτυχή της εφαρμογής των στρατηγικών ανάκαμψης. Η προσπάθεια ανάκαμψης φέρει χαρακτηριστικά αλλαγής που προέρχεται από «σοκ» και πρέπει να ολοκληρωθεί υπό πίεση χρόνου. Η παρούσα διατριβή προτείνει, κατόπιν ανασκόπησης των σχετικών υφιστάμενων υποδειγμάτων και του θεωρητικού και εμπειρικού υπόβαθρου των διοικητικών χαρακτηριστικών, ένα νέο υπόδειγμα που ενσωματώνει τόσο την αλληλουχία γεγονότων όσο και τα διοικητικά χαρακτηριστικά της Διαδικασίας σε κάθε στάδιό της.

Η εμπειρική διερεύνηση των ζητημάτων που εξετάζονται στην παρούσα διατριβή επικεντρώνεται στο γεωγραφικό χώρο της Ελλάδας στοχεύοντας όχι μόνο

στην περαιτέρω ενίσχυση της υφιστάμενης διεθνούς βιβλιογραφίας αλλά και την παροχή αξιοποιήσιμων συμπερασμάτων από την ακαδημαϊκή και επιχειρηματική κοινότητα της χώρας. Η επιλογή των προς εξέταση εταιριών βασίστηκε αφενός στην ανάγκη συμφωνίας με τις αντίστοιχες έρευνες της διεθνούς βιβλιογραφίας, αφετέρου στις απαιτήσεις δεδομένων που, κατά κανόνα, είναι διαθέσιμα μόνο για εισηγμένες εταιρίες. Αναλυτικότερα, εξετάζονται αποκλειστικά εισηγμένες εταιρίες και, πιο συγκεκριμένα, εταιρίες από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1995-2009. Αρχικά, διασφαλίστηκε ότι, για κάθε εταιρία που, σύμφωνα με τα ποσοτικά κριτήρια που προτάθηκαν στην παρούσα έρευνα, βρέθηκε σε παρακμή, εξετάζεται μία εταιρία που δεν αντιμετώπισε αντίστοιχα προβλήματα κατά την επίμαχη περίοδο. Παρόμοια, για κάθε εταιρία που, σύμφωνα με τα ποσοτικά κριτήρια που προτάθηκαν στην παρούσα έρευνα, ανέκαμψε, εξετάζεται μία εταιρία που δεν ανέκαμψε κατά την επίμαχη περίοδο. Όσον αφορά στην ερμηνεία της εταιρικής παρακμής, προκύπτει ότι οι παράγοντες του εξωτερικού περιβάλλοντος δε συνεισφέρουν σημαντικά στη διάκριση των εταιριών που βρέθηκαν σε παρακμή από τις εταιρίες που δε βρέθηκαν σε παρακμή. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι η συχνότητα εμφάνισης της παρακμής αυξάνεται μετά το 2005 υποδεικνύοντας ότι η χειροτέρευση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος ευνοεί την εμφάνιση της παρακμής στο σύνολο των εταιριών. Οι δύο ομάδες εταιριών δεν παρουσιάζουν, με ιδιαίτερα περιορισμένες εξαιρέσεις, σημαντικές διαφορές σε επίπεδο ιδιοκτησιακών και διοικητικών χαρακτηριστικών και στρατηγικής ισχύος. Αντίθετα, υφίστανται σημαντικές διαφορές ως προς τη σοβαρότητα της κατάστασης, την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη χρηματοοικονομική ισχύ. Αναλυτικότερα, πριν και κατά την παρακμή, οι εταιρίες που παρακμάζουν χρηματοδοτούνται με περισσότερο ενέγγυο χρέος (ως ποσοστό της συνολικής αξίας των χρηματοδοτικών πηγών τους) και, πιο συγκεκριμένα, με περισσότερο βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο τραπεζικό χρέος συγκριτικά με τις εταιρίες που δεν παρακμάζουν. Επίσης, το μετοχικό κεφάλαιο, υπό την έννοια των δικαιωμάτων ψήφου, των εταιριών που παρακμάζουν κατέχεται από περισσότερους μεγαλομετόχους, δηλαδή μετόχους με άνω του 5% των δικαιωμάτων ψήφου έκαστος. Επιπρόσθετα, οι εταιρίες που παρακμάζουν επιτυγχάνουν χαμηλότερο ποσοστό κάλυψης των σταθερών εξόδων τους με έσοδα πωλήσεων, διαθέτουν λιγότερους πλεονάζοντες πόρους και υψηλότερης αξίας εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων τους. Όσον αφορά στη στρατηγική ισχύ, προκύπτει ότι οι εταιρίες που παρακμάζουν διέπονται από χαμηλότερο βαθμό διαφοροποίησης.

Αναφορικά με την πρόβλεψη της εταιρικής παρακμής, τα εμπειρικά ευρήματα υποδεικνύουν ότι η επιτυχία της ενισχύεται σημαντικά όταν η πρόβλεψη βασίζεται σε πληροφόρηση από το αρχικό στάδιο της παρακμής. Η σημαντικότερη συνεισφορά στην πρόβλεψη της παρακμής παρέχεται από την μεταβολή της μετά φόρων απόδοσης ιδίων κεφαλαίων σε όρους ταμειακής ροής από το έτος που προηγείται της παρακμής στο πρώτο έτος αυτής καθώς και από την τιμή που λαμβάνει η εν λόγω μεταβλητή στο πρώτο έτος παρακμής. Η σύγκριση των εταιριών που ανέκαμψαν με τις εταιρίες που δεν ανέκαμψαν οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν υφίστανται αξιοσημείωτες διαφορές ως προς τους παράγοντες Πλαισίου ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών υποδεικνύοντας ότι, στην Ελλάδα, το Πλαίσιο δεν επηρεάζει σημαντικά την ανάκαμψη. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι η συχνότητα ανάκαμψης είναι υψηλότερη στη χρονική περίοδο πριν το 2003 υποδεικνύοντας ότι το ενδεχόμενο ανάκαμψης για το σύνολο των εταιριών ενισχύεται από ευνοϊκότερες συνθήκες μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Οι σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις δύο ομάδες εταιριών ως προς το Περιεχόμενο υποδεικνύουν ότι η ανάκαμψη δεν αποδίδεται σε καθαρή τύχη αλλά επιτυγχάνεται με την εφαρμογή συγκεκριμένων ενεργειών. Γενικά, οι εταιρίες που ανέκαμψαν πέτυχαν σε μεγαλύτερη αναλογία αύξηση των εσόδων τους, κυρίως, κατόπιν πραγματοποίησης επενδύσεων και βελτίωση της αποτελεσματικότητάς τους. Επιπρόσθετα, ενίσχυσαν τη συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στο μίγμα χρηματοδότησης χωρίς, όμως, σαφή προτίμηση στον τρόπο επίτευξης της εν λόγω ενίσχυσης. Στις περισσότερες περιπτώσεις όπου οι εταιρίες που ανέκαμψαν αύξησαν το ενέγγυο χρέος, παρατηρήθηκε ταυτόχρονη αύξηση του ύψους επένδυσης. Όσον αφορά στις ενέργειες που σχετίζονται με τα ιδιοκτησιακά και διοικητικά χαρακτηριστικά, προκύπτει ότι οι εταιρίες που ανέκαμψαν αντικατέστησαν σε μεγαλύτερη αναλογία τον Πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου και επεδίωξαν την ανάληψη των καθηκόντων του Προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου από το ίδιο πρόσωπο ενώ δε μετέβαλαν το ιδιοκτησιακό καθεστώς τους. Η στατιστική εκτίμηση της πιθανότητας ανάκαμψης βάσει πληροφόρησης του Πλαισίου και του Περιεχομένου, οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η ανάκαμψη συνδέεται αρνητικά με το πλήθος των μεγαλομετόχων, δηλαδή των μετόχων με άνω του 5% των δικαιωμάτων ψήφου έκαστος, θετικά με τη μείωση των λειτουργικών εξόδων και αρνητικά με τη μείωση του ανθρώπινου δυναμικού. Προκύπτει, λοιπόν, ότι παρουσία μικρού πλήθους μεγαλομετόχων ευνοεί την ανάκαμψη πιθανώς λόγω περιορισμένων απαιτήσεων για ευθυγράμμιση

συμφερόντων, χρόνο διαπραγμάτευσης για επίτευξη συμφωνίας κ.ο.κ. Κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι η αρνητική σχέση μεταξύ της μείωσης ανθρώπινου δυναμικού και της πιθανότητας ανάκαμψης βρίσκεται σε πλήρη διάσταση με την «κραταιά άποψη» περί της συμβολής της εν λόγω ενέργειας στην αντιμετώπιση της παρακμής. Αντίθετα, η συμβολή της περιστολής λειτουργικών εξόδων ενισχύει την επιχειρηματολογία υπέρ της εν λόγω ενέργειας ως απόκριση στην παρακμή. Από τα παραπάνω ευρήματα, προκύπτει ότι η περιστολή λειτουργικών εξόδων συμβάλλει στην ανάκαμψη αλλά η εφαρμογή της πρέπει να προσανατολίζεται, κυρίως, σε τομείς διαφορετικούς του ανθρώπινου δυναμικού.

Η εξέταση της εταιρικής ανάκαμψης στα πλαίσια της παρούσας διατριβής υποδεικνύει ότι υφίστανται ζητήματα που χρήζουν περαιτέρω διερεύνησης, ιδιαίτερα σε εμπειρικό επίπεδο. Αναλυτικότερα, παρατηρείται ότι τα ευρήματα των υφιστάμενων εμπειρικών ερευνών για τη σχέση του Πλαισίου και του Περιεχομένου με την εταιρική ανάκαμψη βρίσκονται, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε μεταξύ τους ασυμφωνία καθιστώντας αδύνατη τη διατύπωση σταθερών σχέσεων. Η εν λόγω ασυμφωνία οφείλεται, μεταξύ άλλων, στην πληθώρα διαφορετικών μεταβλητών που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση του εκάστοτε παράγοντα. Επιπρόσθετα, η πλειονότητα των ερευνών στρέφεται προς την απευθείας εξέταση της σχέσης του Πλαισίου και του Περιεχομένου με την ανάκαμψη αγνοώντας τις θεωρητικώς τεκμηριωμένες σχέσεις μεταξύ των παραγόντων Πλαισίου και των ενεργειών Περιεχομένου. Κατά συνέπεια, ένα ζήτημα προς μελλοντική διερεύνηση αφορά στον έλεγχο της σχέσης του Πλαισίου με το Περιεχόμενο έτσι ώστε να αποκαλυφθεί η επιρροή των παραγόντων Πλαισίου στην επιλογή και εφαρμογή των ενεργειών Περιεχομένου. Παρόμοια, παραμένει ανοικτό ζήτημα η εμπειρική εξέταση της αλληλεπίδρασης των παραγόντων Πλαισίου και της επιρροής της στην επιλογή και εφαρμογή ενεργειών Περιεχομένου. Για παράδειγμα, η επίπτωση της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών αναμένεται ίδια για όλες τι εταιρίες όταν εξετάζεται ως μεμονωμένος παράγοντας Πλαισίου. Ωστόσο, η επίπτωση της προαναφερόμενης μεταβολής στη ζήτηση αναμένεται διαφορετική ανάλογα με τις ιδιότητες του εκάστοτε προϊόντος, πχ πρώτης ανάγκης ή πολυτελείας, με αποτέλεσμα να επηρεάζει σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό την εκάστοτε εταιρία-παραγωγό. Κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί, επίσης, ότι κάποιοι παράγοντες Πλαισίου, όπως το θεσμικό πλαίσιο και ο ρόλος της Πολιτείας, συνιστούν αποτέλεσμα αποφάσεων και διαφέρουν, εξορισμού, μεταξύ των διαφορετικών υπό εξέταση οικονομιών ή/ και

χρονικών περιόδων. Συνεπώς, η ενσωμάτωση πληροφόρησης για τους εν λόγω παράγοντες αναμένεται να συμβάλλει περαιτέρω στην εμπειρική ερμηνεία της ανάκαμψης παρά την εγγενή δυσχέρεια ποσοτικοποίησης τέτοιου είδους (ποιοτικής) πληροφόρησης.

Όσον αφορά στο Περιεχόμενο, οι σχέσεις μεταξύ των διάφορων ενεργειών χρήζουν περεταίρω εξέτασης έτσι ώστε να αποτυπωθεί εμπειρικά η επίπτωση της εφαρμογής μίας ενέργειας στην εφαρμογή κάποιας άλλης και, ακολούθως, την ανάκαμψη. Δεδομένου ότι η εφαρμογή οποιασδήποτε ενέργειας απαιτεί πόρους, σε όρους χρόνου και χρήματος, κρίνεται σκόπιμο να διερευνηθεί αν και κατά πόσο ο «αποκλεισμός» κάποιας ενέργειας, εξαιτίας της εφαρμογής κάποιας άλλης, επηρεάζει την ανάκαμψη. Παρόμοια ανάγκη διερεύνησης ισχύει για το αν και κατά πόσο η ανάκαμψη επηρεάζεται από την πηγές άντλησης των απαιτούμενων για την εφαρμογή της εκάστοτε ενέργειας πόρων. Για παράδειγμα, ο εκσυγχρονισμός της παραγωγικής διαδικασίας απαιτεί χρηματοδότηση που εγείρει διαφορετικό κόστος ανάλογα με την πηγή της: ίδια ή ξένα κεφάλαια. Σημειώνεται, επίσης, ότι η επιτυχία ή μη της εφαρμογής των ενεργειών εξαρτάται από το χρονισμό εφαρμογής τους και, συνεπώς, κρίνεται σκόπιμο να διερευνηθεί η σχέση της εν λόγω μεταβλητής με την ανάκαμψη.

Από την παρούσα ανάλυση προκύπτει ότι η μεγαλύτερη «πρόκληση» για την περαιτέρω διερεύνηση του ζητήματος αφορά στον εμπειρικό έλεγχο των υποδειγμάτων Διαδικασίας, μεταξύ των οποίων το προτεινόμενο από τη διατριβή. Ο βασικός στόχος του εν λόγω ελέγχου πρέπει να αφορά στην πρακτική χρησιμότητα των παραπάνω υποδειγμάτων υπό την έννοια της ικανότητάς τους να χρησιμοποιηθούν σε πραγματικές συνθήκες. Αναμένεται ότι, εξαιτίας της αυτής καθαυτής φύσης του συγκεκριμένου ζητήματος, η περαιτέρω διερεύνησή του με «παραδοσιακές» στατιστικές μεθόδους θα προσκρούσει σε σημαντικά εμπόδια. Κατά συνέπεια, οι μελλοντικοί ερευνητές οφείλουν να εφαρμόσουν μεθόδους ανάλυσης που αξιοποιούν σε μεγαλύτερο βαθμό τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της Διαδικασίας.

Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούμε στις προτάσεις μελλοντικής διερεύνησης που προκύπτουν από την εμπειρική εξέταση του ζητήματος στα πλαίσια των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Είναι γνωστό ότι το πλήθος των μεταβλητών και, γενικά, ο όγκος δεδομένων που εξετάζονται στα πλαίσια μίας έρευνας δε δύναται να είναι απεριόριστο για λόγους που αφορούν στη διαθεσιμότητα, το κόστος συλλογής και το χρόνο επεξεργασίας των απαιτούμενων δεδομένων, την αλληλεπίδραση μεταξύ των υπό εξέταση μεταβλητών κ.ο.κ. Κατά

συνέπεια, η εμπειρική γνώση για την εταιρική παρακμή και ανάκαμψη στην Ελλάδα αναμένεται, γενικά, να ενισχυθεί από μελλοντικές έρευνες που θα επικεντρωθούν σε πρόσθετα ή διαφορετικά δεδομένα-μεταβλητές. Δεδομένου ότι η ποσοτικοποίηση των εννοιών της εταιρικής παρακμής και ανάκαμψης διέπεται, εκ των πραγμάτων, από υποκειμενικότητα, οι μελλοντικοί ερευνητές θα μπορούσαν να θέσουν διαφορετικά κριτήρια δειγματοληψίας των εταιριών που βρίσκονται σε παρακμή και των εταιριών που ανακάμπτουν. Τονίζεται ότι, εξαιτίας της μη διαθεσιμότητας δεδομένων, η παρούσα έρευνα δεν εξετάζει μεταβλητές, όπως το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, η ευθυγράμμιση των επιδιώξεων διοικητικών στελεχών και μετόχων και η επαγγελματική πείρα των διοικητικών στελεχών, που, σύμφωνα με τη διεθνή εμπειρία, συμβάλλουν σημαντικά στην ερμηνεία της παρακμής και της ανάκαμψης. Η πιθανότητα συμβολής της εξέτασης των παραπάνω χαρακτηριστικών στην ερμηνεία της παρακμής και της ανάκαμψης ενισχύεται βάσιμα από την παρούσα εμπειρική διερεύνηση που υπέδειξε ότι το Πλαίσιο των εταιριών που παρακμάζουν δε διαφέρει, στις περισσότερες περιπτώσεις, σημαντικά από το Πλαίσιο των εταιριών που δεν παρακμάζουν και, παρόμοια, το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο των εταιριών που ανακάμπτουν δε διαφέρουν, στις περισσότερες περιπτώσεις, σημαντικά από το Πλαίσιο και το Περιεχόμενο των εταιριών που δεν ανακάμπτουν. Κρίνεται, επίσης, σκόπιμο να διερευνηθεί σε βάθος ο ρόλος των εμπορικών τραπεζών στην εταιρική παρακμή και ανάκαμψη δεδομένου ότι η συμμετοχή τραπεζικών δανείων στο μίγμα χρηματοδότησης των εταιριών που εξετάστηκαν στην παρούσα έρευνα είναι αξιοσημείωτη και, ακόμη, παρατηρήθηκε αύξηση του τραπεζικού δανεισμού εταιριών στην αρχή και κατά τη διάρκεια της παρακμής. Προκύπτει, λοιπόν, εύλογα το ερώτημα για το κίνητρο και το σκοπό της επιπλέον χρηματοδότησης εταιριών που εισέρχονται σε κατάσταση πτωτικής επίδοσης. Το ενδεχόμενο οι τράπεζες να μη δύνανται να διαγνώσουν έγκαιρα την παρακμή είναι μάλλον απίθανο λόγω της τεχνογνωσίας και της πληροφόρησης που διαθέτουν. Αντίθετα, παράγοντες όπως η εξασφάλιση των δανείων με εταιρικά περιουσιακά στοιχεία, το κόστος από την απώλεια πελατών λόγω μη χρηματοδότησής τους, η επιδίωξη μη καταγραφής αρνητικών αποτελεσμάτων και η προσδοκία για μελλοντική βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης του πελάτη προβάλλουν ως πιθανότερα και χρήζουν σχετικής εμπειρικής επαλήθευσης ή διάψευσης. Από την παρούσα έρευνα διαπιστώθηκε, σε αρκετές περιπτώσεις, η συμμετοχή του ίδιου φυσικού προσώπου-μεγαλομετόχου στην ομάδα μεγαλομετόχων περισσότερων της μίας εταιριών που

βρέθηκαν σε παρακμή και δεν ανέκαμψαν. Η εν λόγω διαπίστωση αναδεικνύει την ανάγκη περαιτέρω διερεύνησης της επιρροής του «παραδοσιακού επιχειρηματία» στην εξέλιξη της εταιρίας, ιδιαίτερα σε συνδυασμό με τη μελέτη ποιοτικών χαρακτηριστικών, όπως η εμπειρία των διοικητικών στελεχών, που αγνοήθηκαν στην παρούσα έρευνα για λόγους που προαναφέρθηκαν. Σημειώνεται ότι η σχετική διερεύνηση θα μπορούσε να επεκταθεί σε μη εισηγμένες εταιρίες εφόσον, βέβαια, καταστεί δυνατή η άρση των εξορισμού υφιστάμενων περιορισμών πληροφόρησης (δεδομένων) για τις μη εισηγμένες εταιρίες.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ασημακόπουλος, Ι., Λαλούντας, Δ. και Συριόπουλος, Δ. (2008) "Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της επιβίωσης των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών", *Οικονομικό Δελτίο της Τράπεζας της Ελλάδος*, Τεύχος 31, σελ. 7-34

Παπαδάκης, Β. και Θάνος, Ι. (2009) "Εξαγορές και συγχωνεύσεις: η ελληνική εμπειρία", *Επιστημονικό Μάρκετινγκ*, Μάρτιος, σελ.97-100

Παπαδόπουλος, Δ. (1986) *Κρατική παρέμβαση στην οικονομική δραστηριότητα*, Εκδόσεις Παρατηρητής

Adams, N.M. and Hand, D.J. (1999) "Comparing classifiers when the misallocation costs are uncertain", *Pattern Recognition*, Vol.32, pp.1139-1147

Afshar, K.A., Taffler, R.J., and Sudarsanam, P.S. (1992) "The effect of corporate divestment on shareholder wealth: the UK experience", *Journal of Banking and Finance*, Vol.16, pp.115-135

Altman, E. (1968) "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *The Journal of Finance*, Vol.13, pp.589-609

Altman, E. (2001) *Bankruptcy, credit risk and high yield junk bonds*, Blackwell Publishers

Ang, J.S. (1991) "Debt, lock-in assets and corporate restructuring", *Managerial and Decision Economics*, Vol.12, pp.473-480

Audretsch, D.B. (1991) "New-firm survival and the technological regime", *The Review of Economics and Statistics*, Vol.73, pp.441-450

Aziz, M.A. and Dar, H.A. (2004) "Predicting corporate financial distress: whither do we stand", Working Paper, Department of Economics, Loughborough University, UK

Balgobin, R. and Pandit, N. (2001) "Stages in he turnaround process: the case of IBM UK", *European Management Journal*, Vol.19, pp.301-316

Barker III, V.L. (2005) "Traps in diagnosing organization failure", *Journal of Business Strategy*, Vol.26, pp.44-50

Barker III, V.L. and Duhaime, I.M. (1997) "Strategic change in the turnaround process: theory and empirical evidence", *Strategic Management Journal*, Vol.18, pp.13-38

Barker III, V.L. and Barr, P.S. (2002) “Linking top managers attributions to strategic reorientation in declining firms attempting turnarounds”, *Journal of Business Research*, Vol.55, pp.963-979

Barker III, V.L. and Mone, M.A. (1994) “Retrenchment: cause of turnaround or consequence of decline”, *Strategic Management Journal*, Vol.15, pp.395-405

Barnes, P. (1987) “The analysis and use of financial ratios: a review article”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.14, pp.449-461

Baroncelli, A. and Manaresi, A. (1997) “Franchising as a form of divestment: an Italian study”, *Industrial Marketing Management*, Vol.26, pp.223-235

Bebchuk, L.A. (2000) “Using options to divide vale in corporate bankruptcy”, *European Economic Review*, Vol.44, pp.829-843

Belcher, T. and Nail, L. (2000) “Integration problems and turnaround strategies in a cross-border merger. A clinical examination of the Pharmacia-Upjohn merger”, *International Review of Financial Analysis*, Vol.9, pp.219-234

Bellisario, M. (1985) “The turnaround at Italtel”, *Long Range Planning*, Vol.18, pp.21-24

Bergstrom, C., Eisenberg, T. and Sundgren, S. (2002) “Secured debt and the likelihood of reorganization”, *International Review of Law and Economics*, Vol.21, pp.359-372

Bethel, J.E. and Liebeskind, J. (1993) “”The effects of ownership structure on corporate restructuring”, *Strategic Management Journal*, Vol.14, pp.15-31

Bibeault, D.B. (1982) *Corporate turnaround: how managers turn losers into winners*, Mc-Graw Hill Book Company

Biggart, N.W. (1977) “The creative-destructive process of organizational change: the case of the Post Office”, *Administrative Science Quarterly*, Vol.22, pp.410-426

Bloch, B.B. and Groth, K.J. (1998) “German managerial failure: the other side of the globalization dilemma”, *European Business Review*, Vol.98, pp.311-321

Boddewyn, J.J. (1983) “Foreign and domestic divestment and investment decisions: like or unlike?”, *Journal of International Business Studies*, Vol.14, pp.23-35

Borins, S. (2002) “Leadership and innovation in the public sector”, *Leadership & Organization Development Journal*, Vol.23, pp.467-476

Bowman, E.H. and Singh, H. (1993) “Corporate restructuring: reconfiguring the firm”, *Strategic Management Journal*, Vol.14, pp.5-14

Branch, B. (2002) "The costs of bankruptcy – a review", *International Review of Financial Analysis*, Vol.11, pp.39-57

Brickley, J.A. and Van Drunen, L.D. (1990) "Internal corporate restructuring – an empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, pp.251-280

Bruner, R.E. (1999) "An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault", *Journal of Financial Economics*, Vol.51, pp.125-166

Bruton, G.D. and Wan, C.C. (1994) "Operating turnarounds and high technology firms", *The Journal of High Technology Firms*, Vol.5, pp.261-278

Bruton, G.D., Ahlstrom, D. and Wan, J.C.C. (2001) "Turnaround success of large and midsize Chinese owned firms: Evidence from Hong Kong and Thailand", *Journal of World Business*, Vol.36, pp.146-165

Bruton, G.D., Keels, J.K., and Scifres, E.L. (2002) "Corporate restructuring and performance: an agency perspective on the complete buyout cycle", *Journal of Business Research*, Vol.55, pp.709-724

Buchanan, N.S. (1939) "The economics of corporate reorganization", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.54, pp.28-50

Burt, S., Dawson, J., and Sparks, L. (2004) "The international divestment activity of European grocery retailers", *European Management Journal*, Vol.22, pp.483-492

Calkins, F.J. (1948) "Corporate reorganization under Chapter X – a post-mortem", *The Journal of Finance*, Vol.3, pp.19-28

Cannella Jr., A.A. and Hambrick, D.C. (1993) "Effects of executives departure on the performance of acquired firms", *Strategic Management Journal*, Vol.14, pp.137-152

Carrington, J.H. and Aurelio, J.M. (1976) "Survival tactics for the small business", *Business Horizons*, Vol.19, pp.13-24

Carson, P.P., Carson, K.D., Eden, W., and Roe, C.W. (1998) "Does empowerment translate into action? An examination of service recovery initiatives", *Journal of Quality Management*, Vol.3, pp.133-148

Castrogiovanni, G.J. and Bruton, G.D. (2000) "Business turnaround processes following acquisitions: reconsidering the role of retrenchment", *Journal of Business Research*, Vol.48, pp.25-34

Chakraborty, S. and Dixit, S. (1992) "Developing a turnaround strategy – a case study approach", *Omega International Journal of Management Science*, Vol.20, pp.345-352

Chan-Lau, J.A. (2002) "Corporate restructuring in Japan: an event-study analysis", *Japan and the World Economy*, Vol.14, pp.367-377

Charalambidis, D.P. and Papadopoulos, D.L. (2006) "A critical examination of three methodological issues – accounting information (ratios) used, sampling procedures, and expected cost of prediction errors – related to corporate bankruptcy prediction models and their implications to the models' usefulness", *Journal of Financial Decision Making*, Vol.2, pp.33-43

Charalambidis, D.P. and Papadopoulos, D.L. (2009) "Measuring and explaining performance of Greek listed firms: an empirical investigation from 2000 to 2008", International Conference of New Horizons in Industry and Business Education, August 27-28, Santorini, Greece

Charalambidis, D.P. and Papadopoulos, D.L. (2010) "An empirical evaluation of four financial distress prediction models for Greek firms: is there a 'most appropriate' model?", *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol.2, pp.95-112

Chathoth, P.K., Ching-Yick Tse, E. and Olsen, M.D. (2006) "Turnaround strategy: a study of restaurant firms", *Hospitality Management*, Vol.25, pp.602-622

Chatterjee, S. (1992) "Sources of value in takeovers: synergy or restructuring – implications for target and bidder firms", *Strategic Management Journal*, Vol.13, pp.267-286

Chen, K. and Shimerda, T. (1981) "An empirical analysis of useful financial ratios", *Financial Management*, Vol.10, pp.51-60

Chen, P., Mehrotra, V., Sivakumar, R., and Yu, W.W. (2001) "Layoffs, shareholders' wealth, and corporate performance", *Journal of Empirical Finance*, Vol.8, pp.171-199

Chowdhury, S.D. (2002) "Turnarounds: a stage theory perspective", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol.19, pp.249-266

Chowdhury, S.D. and Lang, J.R. (1996) "Turnaround in small firms: an assessment of efficiency strategies", *Journal of Business Research*, Vol.36, pp.169-178

Clarke, C.J. and Gall, F. (1987) "Planned divestment – a five step approach", *Long Range Planning*, Vol.20, pp.17-24

Colino, R.R. (1986) “Turnaround strategies for an international organization”, *The Journal of Business Strategy*, Vol.7, pp.52-61

Cornelli, F. and Felli, L. (1997) “Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures”, *European Economic Review*, Vol.41, pp.475-485

Cumberland, W.W. (1932) “Factors operating toward recovery from depression”, *The Journal of Business of the University of Chicago*, Proceedings of the Fourteenth Annual Meeting of the American Association of Collegiate Schools of Business, Vol.5, pp.114-122

Daggett, S. (1918) “Recent railroads failures and reorganizations”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.32, pp.446-486

Daily, C.M. (1995) “The relationship between board composition and leadership structure and bankruptcy reorganization outcomes”, *Journal of Management*, Vol.21, pp.1041-1056

Daily, C.M. (1996) “Governance patterns in bankruptcy reorganizations”, *Strategic Management Journal*, Vol.17, pp.355-375

Daily, C.M. and Dalton, D.R. (1995) “CEO and director turnover in failing firms: an illusion of change?”, *Strategic Management Journal*, Vol.16, pp.393-200

Dake, J.L. (1972) “Comment: an empirical test of financial ratio analysis”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.7, pp.1495-1497

Dann, L.Y. and DeAngelo, H. (1988) “Corporate financial policy and corporate control – a study of defensive adjustment in asset and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.87-127

Datta, S. and Iskandar-Datta, M.E. (1995) “The information content of bankruptcy filing on security holders of the bankrupt firm: an empirical investigation”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.19, pp.903-919

D’ Aveni, R.A. (1989) “Dependability and organizational bankruptcy: an application of agency and prospect theory”, *Management Science*, Vol.35, pp.1120-1138

Davis, J.V. (1974) “The strategic divestment decision”, *Long Range Planning*, Vol.7, pp.15-18

Dawley, D.D., Hoffman, J.J., and Lamont, B.T. (2002) “Choice situation, refocusing, and post-bankruptcy performance”, *Journal of Management*, Vol.28, pp.695-717

Deakin, E. (1972) “A discriminant analysis of predictors of business failure”, *Journal of Accounting Research*, Vol.10, pp.167-179

Denis, D.J. and Kruse, T.A. (2000) "Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines", *Journal of Financial Economics*, Vol.55, pp.391-424

Dewing, A.S. (1911) "The United States Leather Corporation and its Reorganization", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.26, pp.68-104

Dewing, A.S. (1918) "The theory of railroad reorganization", *The American Economic Review*, Vol.8, pp.774-795

Dewing, A.S. (1919a) "The procedure of contemporary railroad reorganization", *The American Economic Review*, Vol.9, pp.1-33

Dewing, A.S. (1919b) "The purposes achieved by railroad reorganization", *The American Economic Review*, Vol.9, pp.277-310

Di Primio, A. (1988) "When turnaround management works", *The Journal of Business Strategy*, Vol.9, pp.61-64

Dolan, R. (1995) "Marketing turnarounds", *European Management Journal*, Vol.13, pp.239-244

Donoher, W.J. (2004) "To file or not to file? Systemic incentives, corporate control, and the bankruptcy decision", *Journal of Management*, Vol.30, pp-239-262

Doumpos, M. and Zopounidis, C (1999) "A multicriteria discrimination method for the prediction of financial distress: the case of Greece", *Multinational Finance Journal*, Vol.3, pp.71-101

Duffy, S. (1990) "Brief case: corporate restructuring – causes and categories", *Long Range Planning*, Vol.23, pp.114-116

Dugan, M. and Zavgren, V. (1988) "Bankruptcy prediction research: a valuable instructional tool", *Issues in Accounting Education*, Vol.3, pp.48-64

Duguid, A.M. and Moss, C.G. (1971) "Reorganization of a sales and distribution system", *Operational Research Quarterly*, Vol.22, pp.77-92

Duhaime, I.M. and Grant, J.H. (1984) "Factors influencing divestment decision making: evidence from a field study", *Strategic Management Journal*, Vol.5, pp.301-318

Duhaime, I.M. and Schwenk, C.R. (1985) "Conjectures of cognitive simplification in acquisition and divestment decision making", *The Academy of Management Review*, Vol.10, pp.287-295

Easterwood, J.C. (1998) "Divestments and financial distress in leveraged buyouts", *Journal of Banking & Finance*, Vol.22, pp.129-159

Eisenbeis, R. (1977) “Pitfalls in the application of discriminant analysis in business finance and economics”, *The Journal of Finance*, Vol.32, pp.875-900

Elloumi, F. and Gueyie, J.P. (2001) “Financial distress and corporate governance: an empirical analysis”, *Corporate Governance*, Vol.1, pp.15-23

Falkenberg, A.D., Chong, L., and Prinz, P.P. (2004) “Asset and cost retrenchment in turnaround strategies – a large-sample study of corporate responses to the Asian crisis in Singapore”, 4th Asia Academy of Management Conference 'Moving Forward: Leading Asia in a New Era', Shanghai, People 's Republic of China, December

Fawcett, T. (2006) “An introduction to ROC analysis”, *Pattern Recognition Letters*, Vol.27, pp.861-874

Filatochev, I. and Toms, S. (2000) “Corporate governance, strategy, and survival in a declining industry: a study of UK cotton textile companies”, Management Working Papers, Paper No 00/01, The School of Management and Organizational Psycology, Birkbeck University of London

Finkin, E.F. (1985) “Company turnaround”, *The Journal of Business Strategy*, Vol.5, pp.14-24

Finkin, E.F (1989) “Company turnarounds – Tough hiring and firing decisions”, *The Journal of Business Strategy*, Vol.10, pp.50-52

Finkin, E. (1993a) “Structuring a successful turnaround”, *Journal of Business Strategy*, Vol.13, pp.56-58

Finkin, E.F. (1993b) “Using cost management effectively in the turnaround management”, *Journal of Business Strategy*, Vol.13, pp.62-64

Flagg, J. and Giroux, G. (1991) “Predicting corporate bankruptcy using failing firms”, *Review of Financial Economics*, Vol.1, pp.67-78

Fox, I. and Marcus, A. (1992) “The causes and consequences of leveraged management buyouts”, *The Academy of Management Review*, Vol.17, pp.62-85

Francis, J.D. and Desai, A.B. (2005) “Situational and organizational determinants of turnaround”, *Management Decision*, Vol.43, pp.1203-1224

Francis, J.D. and Mariola, E. (2005), “Decline, turnaround, and managerial ownership”, Paper No 29, Proceedings of the 4th Annual International Business and Economy Conference, ISSN: 1537-2316

Frecka, T. and Lee. C. (1983) “Generalized financial ratio adjustment processes and their implications”, *Journal of Accounting Research*, Vol.21, pp.308-316

Freedman, N. (1996) “Operation centurion: managing transformation at Philips”, *Long Range Planning*, Vol.29, pp.607-615

Galimberti, F.(1986) “Getting Fiat back on the road”, *Long Range Planning*, Vol.19, pp.25-30

Gatti, C. (2002) “Leadership and cultural renewal in corporate turnarounds”, Working Paper, University of Milano-Bicocca

Gepp, A. and Kumar, K. (2008) “The role of survival analysis in financial distress prediction”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.16, pp.13-34

Giammarino, R.M. (1989) “The resolution of financial distress”, *The Review of Financial Studies*, Vol.2, pp.25-47

Gibson, E. and Billings, A. (2003) “Best practices at Best-Buy: a turnaround strategy”, *Journal of Business Strategy*, Vol.24, pp.10-16

Gopal, R. (1991) “Turnaround sick companies – the Indian experience”, *Long Range Planning*, Vol.24, pp.79-83

Gopinath, C. (1991) “Turnaround: recognizing decline and initiating intervention”, *Long Range Planning*, Vol.24, pp.96-101

Gopinath, C. (1995) “Bank strategies toward firms in decline”, *Journal of Business Venturing*, Vol.10, pp.75-92

Gowen III, C.R. and Pecenka, J.O. (1992) “Impact of technological leadership in American and Japanese corporate turnaround strategies”, *The Journal of High Technology Management Research*, Vol.3, pp.263-287

Gowen III, C.R. and Tallon, W.J. (2002) “Turnaround strategies of American and Japanese electronics corporations. How do they differ in formulating plans and achieving results?”, *Journal of High Technology Management Research*, Vol.13, pp.225-248

Grinyer, P.H., Mayes, D. and McKiernan, P. (1990) “The sharpbenders: achieving a sustained improvement in performance”, *Long Range Planning*, Vol.23, pp.116-125

Hambrick, D.C. and Schecter, S.M. (1983) “Turnaround strategies for mature industrial-product business units”, *The Academy of Management Journal*, Vol.26, pp.231-248

Harker, M. (1996) “Managing company turnarounds: how to develop “destiny””, *Marketing Intelligence & Planning*, Vol.14, pp.5-10

Harker, M. (1998) “The role of Marketing in the company turnaround process”, *Industrial Marketing Management*, Vol. 27, pp.315-327

Harker, M. (2001) “Market manipulation: a necessary strategy in the company turnaround process?”, *Qualitative Market Research*, Vol.4, pp.197-206

Harker, M. and Sharma, B. (2000) “Leadership and the company turnaround process”, *Leadership & Organization Development Journal*, Vol.21, pp.36-47

Haynes, W.W. (1961) “Two studies in reorganization”, *The Journal of the Academy of Management*, Vol.4, pp.215-228

Haynes, M., Thompson, S., and Wright, M. (2000) “The determinants of corporate divestment in UK”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol.18, pp.1201-1222

Haynes, M., Thompson, S., and Wright, M. (2003) “The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.52, pp.147-166

Herring, J.A. (1987) “Chief executive interview – The unpredicted turnaround at Woolworths”, *European Management Journal*, Vol.5, pp.149-153

Hocutt, M.A. and Stone, T.H. (1998) “The impact of employee empowerment on the quality of a service recovery effort”, *Journal of Quality Management*, Vol.3, pp.117-132

Hofer, C.W. (1980) “Turnaround strategies”, *The Journal of Business Strategy*, Vol.1, pp.19-31

Hoffman, J.J., Williams, R.J., Lamont, B.T., and Geiger, S.W. (2000) “Managerial tenure and recovery following M-form reorganization in diversified firms”, *Journal of Business Research*, Vol.50, pp.287-296

Hopwood, W., McKeown, J. and Mutchler, J. (1988) “The sensitivity of financial distress prediction models to departures from normality”, C*ontemporary Accounting Research*, Vol.5, pp.284-298

Hoskisson, R.E., Johnson, R.A., and Moesel, D.D. (1994) “Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effects of governance, strategy, and performance”, *The Academy of Management Journal*, Vol.37, pp.1207-1251

Hubbard, J. and Stephenson, K. (1997) "Bankrupt stocks, reorganization plans and market efficiency: are bankrupt stocks overpriced?", *The Quarterly of Economics and Finance*, Vol.37, pp.547-562

Ishizuna, Y. (1990) "The transformation of Nissan – The reform of corporate culture", *Long Range Planning*, Vol.23, pp.9-15

Ito, K. (1995) "Japanese spinoffs: unexplored survival strategies", *Strategic Management Journal*, Vol.16, pp.431-446

(interview with) Jacoby, S. (2004) "Implementing a turnaround at Mitsubishi", *Strategic Direction*, Vol.20, pp.7-9

James, C. (1996) "Bank dept restructurings and the composition of exchange offers in financial distress", *The Journal of Finance*, Vol.51, pp.711-727

James, A.D., Georghiou, L., and Metcalfe, J.S. (1998) "Integrating technology into merger and acquisition decision making", *Technovation*, Vol.18, pp.563-573

Janzen, L.T. (1983) "Company rescue – An example", *Long Range Planning*, Vol.16, pp.88-93

John, K., Lang, L.H.P., and Netter, J. (1992) "The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline", *The Journal of Finance*, Vol.47, pp.891-917

John, T.A. (1991) "Corporate restructuring and incentive effects of leverage and taxes", *Managerial and Decision Economics*, Vol.12, pp.461-472

Johnson, M. and Gelb, B.D. (1999) "Predicting cooperative behavior during a retailer's bankruptcy", *Qualitative Market Research: An International Journal*, Vol.2, pp.31-45

Johnson, R.A., Hoskisson, R.E., and Hilt, M.A. (1993) "Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics", *Strategic Management Journal*, Vol.14, pp.33-50

Johnson, G. and Scholes, K. (2002) *Exploring Corporate Strategy – text and cases*, 6th Edition, Financial Times Prenctice Hall

Joy, M. and Tollefson, J. (1975) "On the financial applications of discriminant analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.10, pp.723-739

Kaiser, K. and Stouraitis, A. (1995) "Value creation through corporate restructuring: European divestitures", *European Management Journal*, Vol.13, pp.164-174

Kang, J.K. and Shivdasani, A. (1997) "Corporate restructuring during performance declines in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol.46, pp.29-65

Kanter, R.M. (2003) “Leadership and the psychology of turnarounds”, *Harvard Business Review*, Vol.81, pp.58-67

Ketelhohn, W., Jarillo, J.C. and Kubes, Z.J. (1991) “Turnaround management is not Rambo managment”, *European Management Journal*, Vol.9, pp.117-120

Kleinbaum, D.G., Kupper, L.L., Muller, K.E., and Nizam A. (1998) *Applied Regression and Other Multivariate Methods*, Duxbury Press

Krogh, G.V. and Roos, J. (1994) “Corporate divestiture and the phantom limb effect”, *European Management Journal*, Vol.12, pp.171-178

Lainas, M. (1999) “Creating a new culture: the CERT challenge”, *Supply Chain Management: An International Journal*, Vol.4, pp.226-230

Lamont, B.T., Williams, R.J., and Hoffman, J.J. (1994) “Performance during “M-Form” reorganization and recovery time: the effects of prior strategy and implementation speed”, *The Academy of Management Journal*, Vol.37, pp.153-166

Landrum, N.E., Howell, J.P., and Paris, L. (2000) “Leadership for strategic change”, *Leadership & Organization Development*, Vol.21, pp.150-156

Lawrence, W.W. (2003) “Small business turnaround: managing cutbacks of throughputs?”, 17th Annual United States Association for Small Business and Entrepreneurship (USASBE) National Conference Proceedings, 23-25 January

Lohrke, F.T., Bedeian, A.G. and Palmer, T.B. (2004) “The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: a review and research agenda”, *International Journal of Management Review*, Vol.5/6, pp.63-90

Markides, C.C. and Berg, N.A. (1992) “Good and bad divestment: the stock market verdict”, *Long Range Planning*, Vol.25, pp.10-15

Markides, C. and Singh, H. (1997) “Corporate restructuring: a symptom of poor governance or a solution to past managerial mistakes?”, *European Management Journal*, Vol.15, pp.213-219

Mensah. Y. (1984) “An examination of the stationarity of multivariate bankruptcy prediction models: a methodological study”, *Journal of Accounting Research*, Vol.22, pp.380-395

Michelin, A.M. and Conklin Jr, B.C. (2004) “White knight wanted: what to expect from restructuring consultants”, *Journal of Business Strategy*, Vol.25, pp.31-34

Miller, J.L., Craighead, C.W., and Karwan, K.R. (2000) "Service recovery: a framework and empirical investigation", *Journal of Operations Management*, Vol.18, pp.387-400

Modiano, P. (1987) "Made in Great Britain: lessons from manufacturing turnarounds", *European Management Journal*, Vol.5, pp.174-179

Moncarz, E.S. and Kron, R.N. (1993) "Operational analysis: a case study of two hotels in financial distress", *International Journal of Hospitality Management*, Vol.12, pp.175-196

Montgomery, C.A. and Thomas, A.R. (1988) "Divestment: motives and gains", *Strategic Management Journal*, Vol.9, pp.93-97

Morrow Jr, J.L., Johnson, R.A. and Busenitz, L.W. (2004) "The effects of cost and asset retrenchment on firm performance: the overlooked role of a firm's competitive environment", *Journal of Management*, Vol.30, pp.189-208

Moulton, W.N. and Thomas, H. (1993) "Bankruptcy as a deliberate strategy: theoretical considerations and empirical evidence", *Strategic Management Journal*, Vol.14, pp.125-135

Muczyk, J.P. and Steel, R.P. (1998) "Leadership style and the turnaround executive", Business Horizons, Vol.2, pp.39-46

Mueller, G.C. and Barker III,V.L. (1997) "Upper echelons and board characteristics of turnaround and nonturnaround declining firms", *Journal of Business Research*, Vol.39, pp.119-134

Muller, R. (1985) "Corporate crisis management", *Long Range Planning*, Vol.18, pp.38-48

Nafziger, E.W. and Terrell, D. (1996) "Entrepreneurial human capital and the long-run survival of firms in India", *World Development*, Vol.24, pp.689-696

Navarro, J.R. (1998) "Turnaround and renewal in a Spanish shipyard", *Long Range Planning*, Vol.31, pp.51-59

Nees, D. (1981) "Increase your divestment effectiveness", *Strategic Management Journal*, Vol.2, pp.119-130

Nichols, G.F. (1935) "A rationale of corporate reorganization", *The Journal of Business of the University of Chicago*, Vol.8, pp.382-398

Nichols, G.F. (1936) "A rationale of corporate reorganization-(continued)", *The Journal of Business of the University of Chicago*, Vol.9, pp.77-92

Norton, C. and Smith, R. (1979) "A comparison of general price level and historical statements in the predictions of bankruptcy", *The Accounting Review*, Vol.54, pp.72-87

Ohlson, J. (1980) "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy", *Journal of Accounting Research*, Vol.18, pp.109-131

O'Leary, P.M. (1939) "The role of banking groups in corporate reorganizations", *The American Economic Review*, Vol.29, pp.337-344

Oliver, J.E. and Fredenberger, W.B. (1997) "Human resource turnarounds: advice from the experts", *Career Development*, Vol.2, pp.274-277

O'Neill, H.M. (1986) "Turnaround and recovery: what strategy do you need?", *Long Range Planning*, Vol.19, pp.80-88

O'Neil, H.M., Rondinelli, D.A., and Wattanakul, T. (2004) "Ownership and its impact on coping with financial crisis: differences in state-, mixed-, and privately-owned enterprises in Thailand", *Asian Pacific Journal of Management*, Vol.21, pp.49-74

Pacey, J. and Pham, T. (1990) "The predictiveness of bankruptcy prediction models: methodological problems and evidence", *Australian Journal of Management*, Vol.15, pp315-337

Pandit, N.R. (1998) "British Steel Corporation: probably the biggest turnaround story in UK industrial history", *Strategic Change*, Vol.7, pp.65-79

Pandit, N.R. (2000) "Some recommendations for improved research on corporate turnaround", *M@n@gement*, Vol.3, pp.31-56

Papadakis, B. (2007) "Growth through mergers and acquisitions: how it won't be a loser's game", *Business Strategies Series*, Vol.8, pp.43-50

Pass, C. (1971) ""The Industrial Reorganisation Corporation – a positive approach to the structure of industry", *Long Range Planning*, Vol.4, pp.63-70

Pearce II, J.A. and Robbins, K.D. (1993) "Toward improved theory and research on business turnaround", *Journal of Management*, Vol.19, pp.613-636

Pearce II, J.A. and Robbins, K.D. (1994) "Entrepreneurial recovery strategies of small market share manufacturers", *Journal of Business Venturing*, Vol.9, pp.91-108

Pearson, B. (1977) "A market oriented approach for turnaround situations", *Industrial Marketing Management*, Vol.6, pp.241-250

Purnanandam, A. (2007) "Financial distress and corporate risk management: theory & evidence", Working Paper, January, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=782425

(interview with CEO) Reichert, J.F. (1988) "Brunswick's dramatic turnaround", *The Journal of Business Strategy*, Vol.9, pp.4-7

Rhys, D.G. (1972) "Heavy commercial vehicles: the survival of the small firm", *The Journal of Industrial Economics*, Vol.20, pp. 230-252

Robbins, K.D. and Pearce II, J.A. (1992) "Turnaround: retrenchment and recovery", *Strategic Management Journal*, Vol.13, pp.287-309

Robbins, K.D. and Pearce II, J.A. (1993) "Entrepreneurial retrenchment among small manufacturing firms", *Journal of Business Venturing*, Vol.8, pp.301-318

Schendel, D., Patton G.R., and Riggs J. (1976) "Corporate turnaround strategies: a study of profit decline and recovery", *Journal of General Management*, Vol.3, pp.3-11

Scherrer, P.S. (2003) "Management turnarounds: diagnosing business ailments", *Corporate Governance*, Vol.3, pp.52-62

Schipper, K. and Smith, A. (1986) "A comparison of equity-carve outs and seasoned equity offerings – Share price effects and corporate restructuring", *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp.153-186

Schober, T. (2004) "The valuation of corporate turnaround strategies – Introduction of a holistic theoretical framework, criticism of quantitative studies and suggestions for future research", Doctoral Seminar Corporate Finance, University of St. Gallen, Graduate School of Business, Economics, Law and Social Sciences, May, 23

Schreuder, H., Van Cayseele, P., Jaspers, P., and De Graaff, B. (1991) "Successful bear fighting strategies", *Strategic Management Journal*, Vol.12, pp.523-533

Seabright, J.W. (1985) "Turnaround at MFI – From a troubled mail-order firm to a leading furniture retailer", *Long Range Planning*, Vol.18, pp.27-32

Seitz, N. and Ellison, M. (1999) *Capital Budgeting and long-term financing decisions*, 3rd edition, Harcourt Brace College Publishers

Seward, J.K. and Walsh, J.P. (1996) "The governance and control of voluntary corporate spin-offs", *Strategic Management Journal*, Vol.17, pp.25-39

Sheppard, J.P. and Chowdhury S.D. (2005) "Riding the wrong wave: organizational failure as a failed turnaround", *Long Range Planning*, Vol.38, pp.239-260

Siegel, A.F. (2000) *Practical Business Statistics*, Fourth Edition, McGraw Hill

Siomkos, G.J. (2000) "Managing airlines disasters: the role of consumer safety perceptions and sense-making", *Journal of Air Transport Management*, Vol.6, pp.101-108

Smith, V.L. (1963) "Depreciation, market valuations, and investment theory", *Management Science*, Vol.9, pp.690-696

Smith, W.J. (1998) "Turning toward growth: part I", *Empowerment in Organizations*, Vol.6, pp.110-114

Smith, M. and Graves, C. (2005) "Corporate turnaround and financial distress", *Managerial Auditing Journal*, Vol.20, pp.304-320

Smith, B. and Hall, S. (1998) "Taking AA Insurance from recovery to sustainable growth", *Long Range Planning*, Vol.31, pp.560-570

Soubeniotis, D., Mylonakis, J., Fotiadis, T., Chatzithomas, L., and Mertzimekis, C. (2006) "Evaluation of mergers and acquisitions in Greece", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.4, pp.92-104

Stafford, G., Yu, L., and Armoo, A.K. (2002) "Crisis management and recovery – how Washington, D.C., hotels responded to terrorism", Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly, Vol.43, pp.27-40

Strategic Direction (2004) "Turnaround strategies from Enterprise Rent-A-Car and SABMiller", *Strategic Direction*, Vol.20, pp.17-19

Sudarsanam, S. and Lai, J. (2001) "Corporate financial distress and turnaround strategies: an empirical analysis", *British Journal of Management*, Vol.12, pp.183-199

Tamborini, R. (1997) "A macroeconomic model of bankruptcy", University of Trento, Computable and Experimental Economics Laboratory, Technical Report 2

Tashjian, E., Lease, R.C., and McConnell, J.J. (1996) "Prepacks – an empirical analysis of prepackaged bankruptcies", *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp.135-162

Taylor, B. (1982) "Turnaround, recovery and growth: the way through the crisis", *Journal of General Management*, Vol.8, pp.5-13

Thain, D.H. and Goldthorpe, R.L. (1989a) "Turnaround management: recovery strategies", *Business Quarterly*, Vol.54, pp.7-13

Thain, D.H. and Goldthorpe, R.L. (1989b) "Turnaround management: causes of decline", *Business Quarterly*, Vol.54, pp.55-62

Thietart, R.A. (1988) "Success strategies for business that perform poorly", *The Institute of Management Sciences*, Vol.18, pp.32-45

Thorburn, K.S. (2000) "Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival", *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.337-368

Tsurumi, Y. and Tsurumi, H. (1997) "Japanese-American joint restructuring of National Steel Corporation", *Managerial and Decision Economics*, Vol.18, pp.87-100

Umbreit, W.T. (1996) "Fairmont hotels' turnaround strategy", *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, Vol.37, pp.50-57

Van Nimwegen, J. and Kleiner, B.H. (2000) "Harley-Davidson motor company", *Management Research News*, Vol.23, pp.121-127

Vaz, P. (1996) "The turnaround at BT's payphone business", *Long Range Planning*, Vol.29, pp.24-29

Watkins, M. (2004) "Strategy for the critical first 90 days of leadership", *Strategy & Leadership*, Vol.32, pp.15-20

Webster, C. and Sundaram, D.S. (1998) "Service consumption criticality in failure recovery", *Journal of Business Research*, Vol.41, pp.153-159

Weisberg, S. (2005) *Applied Linear Regression*, Wiley Interscience

Wild, J.J., Subramanyam, K.R., and Halsey, R.F. (2007) *Financial Statement Analysis*, 9th (International) Edition, McGraw Hill

Winn, J. (1993) "Performance Measures for Corporate Decline and Turnaround", *Journal of General Management*, Vol.19, pp.48-63

Wren, D.A. (2001) "Henri Fayol as strategist: a nineteenth century corporate turnaround", *Management Decision*, Vol.39, pp.475-487

Wright, M. (1985) "Divestment and organizational adaptation", *European Management Journal*, Vol.3, pp.85-93

Wruck, K.H. (1990) "Financial distress, reorganization, and organizational efficiency", *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.419-444

Zimmerman, F.M. (1986) "Turnaround – a painful process", *Long Range Planning*, Vol.19, pp.104-114

Zimmerman, F.M. (1989) "Managing a successful turnaround", *Long Range Planning*, Vol.22, pp.105-124