

Ελληνικά χρηματοοικονομικά συγκροτήματα και ελληνική βιομηχανία

ΚΑΤΕΡΙΝΑ ΚΑΠΕΤΑΝΑΚΗ-ΣΗΦΑΚΗ

Εισαγωγή

ΜΕΤΑ τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο στις οικονομίες των χωρών της Δύσης παρατηρείται διαδικασία έντονης συγκέντρωσης κεφαλαίου, η οποία έγινε αντικείμενο σημαντικών θεωρητικών και εμπειρικών αναλύσεων. Στις Ηνωμένες Πολιτείες μελετήθηκαν κυρίως τα αποτελέσματα της διαδικασίας αυτής όσον αφορά το διαχωρισμό ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τον έλεγχο της επιχείρησης, και οι επιδράσεις του διαχωρισμού αυτού στην αποδοτικότητα της επιχείρησης. Στην Ευρώπη, και ιδιαίτερα στη Γαλλία, το φαινόμενο μελετήθηκε κυρίως μέσω της ανάλυσης των βιομηχανικών και χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων (ομίλων), που εμφανίζονται σαν καινούργιες και εν πολλοίς κυρίαρχες μορφές δόμησης του κεφαλαίου.^{1 21 24 26 33}

Στις αναλύσεις αυτές, για την οροθέτηση του οικονομικού συγκροτήματος, λαμβάνεται υπ' όψιν η νομική δομή του, το σύνολο δηλαδή των επιχειρήσεων που συνδέονται οργανικά μεταξύ τους μέσω σχέσεως ιδιοκτησίας επί του εταιρικού κεφαλαίου.^{10, 34} Σχέσεις άλλες από τις σχέσεις ιδιοκτησίας, όπως του δανεισμού, θεωρείται γενικά ότι είναι δυνατόν να αποτελέσουν το υπόβαθρο για τη δημιουργία εξάρτησης, ιδιαίτερα όταν συνδέουν επιχειρήσεις με πιστωτικά ιδρύματα. Δεν έχει επιχειρηθεί όμως συγκεκριμένη ανάλυση των σχέσεων αυτών στο πλαίσιο της προβληματικής για τα οικονομικά συγκροτήματα.

Οι μελέτες για τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα δείχνουν ότι αυτά διαφοροποιούνται μεταξύ τους από πολλές απόψεις: από την άποψη της μορφής ελέγχου που ασκείται στην κεφαλή του συγκροτήματος, από την άποψη της κατεύθυνσης των δραστηριοτήτων τους (αν είναι στραμμένα κυρίως στην παραγωγή αγαθών ή σε χρηματοδοτικές δραστηριότητες), από την άποψη της κλαδικής τους ειδικότητας, κ.λπ. Οι μελέτες αυτές δείχνουν επίσης ότι η εθνική προέλευση αποτελεί έναν επιπλέον παράγοντα διαφοροποίησης των χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων, ιδιαίτερα όσον αφορά τον τρόπο άντλησης και χρησιμοποίησης των διαθέσιμων κεφαλαίων, το σχετικό βάρος του δημόσιου και ιδιωτικού ελέγχου καθώς και τη συμπεριφορά απέναντι στον βιομη-

χανικό τομέα. Ως επί το πλείστον, οι διαφορές αυτές δεν οφείλονται στο διαφορετικό επίπεδο ανάπτυξης των χωρών, αλλά είναι αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης διαφόρων παραγόντων, όχι μόνο οικονομικού αλλά και ιστορικού, κοινωνικού και θεσμικού χαρακτήρα, όπως είναι οι ιδιαίτερες συνθήκες δημιουργίας και ανάπτυξης του εθνικού κεφαλαίου, ο ρόλος του κράτους στη διαδικασία εκβιομηχάνισης, η ισχύουσα νομοθεσία κ.λπ.

Όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα που βρίσκονται υπό δημόσιο έλεγχο διαπιστώνουμε ότι αυτά, ανεξάρτητα από την εθνική τους προέλευση, κατά κανόνα χρησιμοποιούν πολύ λιγότερο από τα ιδιωτικά τις ιδιότητες επέκτασης που τους επιτρέπει ο έλεγχος των κεφαλαίων χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, που είναι ενταγμένα σε αυτά. Αντίθετα η έκταση της συμμετοχής τους σε επιχειρήσεις του παραγωγικού τομέα και ο τρόπος που χρησιμοποιούν τα διαθέσιμα των ελεγχόμενων τραπεζών διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με τη χώρα προέλευσής τους.

Χαρακτηριστικά αναφέρουμε, ιδιαίτερα όσον αφορά τις χώρες της Νότιας Ευρώπης, ότι στην Ιταλία τα υπό δημόσιο έλεγχο χρηματοοικονομικά συγκροτήματα παίζουν κυρίαρχο ρόλο στην οικονομική ζωή, έχουν εκτεταμένη συμμετοχή σε διάφορους τομείς της οικονομίας και ελέγχουν σημαντικό αριθμό βιομηχανικών επιχειρήσεων.³⁰ Αντίθετα, οι ιταλικές εμπορικές τράπεζες που είναι ενταγμένες σε αυτά, όπως άλλωστε και οι ανεξάρτητες, δεν έχουν δικαίωμα συμμετοχής στο εταιρικό κεφάλαιο επιχειρήσεων και οι χρηματοδοτικές τους δραστηριότητες περιορίζονται στην παροχή βραχυπρόθεσμων πιστώσεων. Στη Γαλλία, η νομοθεσία η σχετική με τις δραστηριότητες των εμπορικών τραπεζών, όσον αφορά τόσο την παροχή πιστώσεων όσο και τη συμμετοχή σε επιχειρήσεις, είναι πολύ πιο φιλελεύθερη. Όμως, τα υπό δημόσιο έλεγχο χρηματοοικονομικά συγκροτήματα παίζουν σαφώς μικρότερο ρόλο στην οικονομική ζωή και η παρουσία τους είναι ασθενέστερη στον παραγωγικό τομέα, έναντι του οποίου εφαρμόζουν, όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο F. Morin, «μια μη επεκτατική στρατηγική ελαχιστοποίησης των ελέγχων», η οποία εκφράζεται με τη «συστηματική προτίμηση των συμμετοχών μειοψηφίας».²⁶ Στις δύο προαναφερόμενες



Εν συνεχεία αποδεικνύεται ότι ο τρόπος σύστασης και η μορφή ελέγχου – δημόσιου ή ιδιωτικού – επηρέασαν τα χαρακτηριστικά και τη συμπεριφορά των ομίλων, έναντι κυρίως των βιομηχανικών επιχειρήσεων. Ειδικότερα, η συμπεριφορά των ομίλων αυτών έναντι της βιομηχανίας

για το χαρακτήρα των εργασιών των τραπεζικών πυρήνων και τις ιδιαίτερες συνθήκες ανάπτυξης του ελληνικού τραπεζικού κεφαλαίου και, τέλος, ορισμένα δομικά στοιχεία της ελληνικής οικονομίας, και ιδιαίτερα την κυρίαρχη θέση που κατέχει η οικογενειακή επιχείρηση, και τη χαμηλή αποδοτικότητα του βιομηχανικού τομέα.

Κριτική ανάλυση των θέσεων για τον χρηματοοικονομικό όμιλο

Η ανάλυση η σχετική με τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα αναπτύχθηκε αρχικά σε στενή συνάρτηση με τη θεωρία για το «χρηματιστικό» κεφάλαιο (financial capital).¹⁶ Η σχέση αυτή επηρέασε σημαντικά την κατεύθυνση των πρώτων μελετών, που αντικείμενό τους είχαν τα συγκροτήματα αυτά (F. Morin, B. Bellon, J.M. Chevalier κ.ά.). Οι εν λόγω μελέτες στρέφονταν γύρω από την προβληματική του ελέγχου της βιομηχανίας από το τραπεζικό κεφάλαιο, και γενικότερα γύρω από την προβληματική του «κυρίαρχου πόλου». Επίσης αναφέρονταν, άμεσα ή έμμεσα, σε ένα σχήμα ανάλυσης σύμφωνα με το οποίο το χρηματοοικονομικό συγκρότημα είναι ένα καινούργιο φαινόμενο, η εμφάνιση του οποίου συνδέεται με τη μετάβαση από τον καπιταλιστικό τρόπο παραγωγής στη φάση του μονοπωλιακού καπιταλισμού. Παράλληλα με τις θέσεις αυτές αναπτύσσονται και άλλοι τρόποι θεώρησης του φαινομένου, που αντικείμενό τους έχουν όχι το χρηματοοικονομικό συγκρότημα ειδικά, αλλά το οικονομικό συγκρότημα γενικά, κατηγορία του οποίου θεωρείται το πρώτο. Οι αναλύσεις αυτές αναπτύσσονται γύρω από δύο άξονες:

- Για ορισμένους συγγραφείς η εμφάνιση των οικονομικών συγκροτημάτων συνδέεται όχι με τη μετάβαση του καπιταλισμού σε ένα καινούργιο στάδιο ανάπτυξης, αλλά με τεχνολογικά φαινόμενα ή φαινόμενα αγοράς.^{17, 18}
- Για άλλους (Dupuy, de Montmorillon) ο οικονομικός όμιλος μελετάται αυτός καθ' εαυτόν, «ως υποκείμενο της οικονομικής ζωής και όχι ως τμήμα του εν εξελίξει οικονομικού συστήματος».¹⁹

Αυτή η πολλαπλότητα των τρόπων θεώρησης σε συνδυασμό με την έλλειψη επίσημου ορισμού για τον χρηματοοικονομικό όμιλο είχε αποτέλεσμα να δοθεί στον όρο ποικίλο περιεχόμενο και διάφοροι ορισμοί. Σύμφωνα με ορισμένες μελέτες, το στοιχείο που προσδίδει σε ένα οικονομικό συγκρότημα χρηματοοικονομικό χαρακτήρα είναι η παρουσία χρηματοοικονομικών οργανισμών είτε στην κορυφή (Champaud), είτε γενικότερα στο πλαίσιο του συγκροτήματος αυτού (Εθνικό Ίδρυ-



χώρες τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα έχουν συσταθεί ως επί το πλείστον γύρω από εταιρείες holding, και όχι γύρω από εμπορικές τράπεζες. Αντίθετα στην Πορτογαλία,²⁰ τα σημαντικότερα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα έχουν συσταθεί γύρω από μεγάλες εμπορικές τράπεζες, που ελέγχονται από το ιδιωτικό κεφάλαιο.

Στο άρθρο αυτό αναλύονται τα χαρακτηριστικά των δύο μεγαλύτερων ελληνικών χρηματοοικονομικών ομίλων, της Εθνικής και της Εμπορικής, και η στρατηγική τους απέναντι στον βιομηχανικό τομέα. Η ανάλυση αναφέρεται κυρίως στη συμπεριφορά των μητρικών εταιρειών. Ο όμιλος της Εθνικής πήρε τη σημερινή του μορφή ενώ η τράπεζα βρισκόταν υπό δημόσιο έλεγχο, αντίθετα από τον όμιλο της Εμπορικής, ο οποίος βρίσκεται μεν από το 1975 υπό κρατικό έλεγχο, πήρε όμως τη σημερινή του μορφή όταν η Εμπορική αλλά και οι άλλες τράπεζες του συγκροτήματος ελέγχονταν από τον εφοπλιστή Σ. Ανδρεάδη. Ιδιαίτερα αναλύεται η μορφολογία των δύο ομίλων και η μορφή ελέγχου που ασκείται επί των τραπεζικών πυρήνων. Η συμπεριφορά των ομίλων έναντι της βιομηχανίας μελετάται αφ' ενός στο επίπεδο της πολιτικής συμμετοχών τους στο εταιρικό κεφάλαιο, και αφ' ετέρου στο επίπεδο δανεισμού, με βάση τη σύνθεση του εταιρικού και των ξένων κεφαλαίων των βιομηχανικών επιχειρήσεων στις οποίες οι όμιλοι αυτοί συμμετέχουν ως πλειοψηφία ή μειοψηφία.

παρουσιάζει ορισμένες ιδιομορφίες σε σύγκριση με τους χρηματοοικονομικούς ομίλους άλλων χωρών: Η κινητικότητα δέσμευσης/αποδέσμευσης των κεφαλαίων τους είναι πολύ χαμηλή. Επίσης, δεν χαρακτηρίζονται από τη στρατηγική επέκτασης του ελέγχου τους προς τον βιομηχανικό τομέα. Όσον αφορά μάλιστα τον όμιλο της Εθνικής, οι πολυάριθμες βιομηχανικές συμμετοχές του είναι ως επί το πλείστον συμμετοχές μειοψηφίας και αφορούν κυρίως επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Η απουσία στρατηγικής επέκτασης προς τη βιομηχανία γίνεται αξιοσημείωτη αν επισημανθεί ότι η ανάλυση των ξένων κεφαλαίων των βιομηχανικών επιχειρήσεων στις οποίες συμμετέχει η τράπεζα δείχνει ότι πολλές από αυτές βρίσκονται υπό ουσιαστικό τραπεζικό έλεγχο λόγω υπερδανεισμού.

Η ανάλυση αυτή δείχνει ότι οι υπό δημόσιο έλεγχο εμπορικές τράπεζες, στο πλαίσιο της οικονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε από το τέλος του Πολέμου, είχαν διπλή λειτουργία: τον απονδαιότερον προμηθευτή δανειακών κεφαλαίων, και τον μετόχο μειοψηφίας προς όφελος κυρίως βιομηχανικών επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους. Εξάλλου τα χαρακτηριστικά των ελληνικών χρηματοοικονομικών ομίλων και η συμπεριφορά τους απέναντι στον βιομηχανικό τομέα επηρεάστηκαν σημαντικά από τους παρακάτω παράγοντες: τον δημόσιο έλεγχο και τη στρατηγική οικονομικής ανάπτυξης που εφαρμόστηκε τα τελευταία σαράντα χρό-

μα Στατιστικής και Οικονομικών Μελετών Γαλλίας). Ο Champaud ως χρηματοοικονομικό συγκρότημα ορίζει το σύνολο εταιρειών που διοικούνται από μια εταιρεία χρηματοδότησης, τράπεζα ή εταιρεία «holding».⁹ Για το Εθνικό Ίδρυμα Στατιστικής και Οικονομικών Μελετών Γαλλίας,³¹ χρηματοοικονομικά συγκροτήματα είναι εκείνα των οποίων η εξουσία επί των εξαρτημένων εταιρειών βασίζεται στον έλεγχο τμήματος του εταιρικού κεφαλαίου, ενισχυμένο από τον έλεγχο και των πηγών χρηματοδότησης.

Σύμφωνα με άλλες αναλύσεις, ιδιαίτερα όσες αναπτύχθηκαν γύρω από την προβληματική του «χρηματιστικού» κεφαλαίου, ως συστατικά εννοιολογικά στοιχεία του χρηματοοικονομικού ομίλου ορίζονται, εκτός από την παρουσία χρηματοοικονομικών οργανισμών στους κόλπους του συγκροτήματος, ορισμένες λειτουργικές ιδιότητες και χαρακτηριστικά συμπεριφοράς. Τέτοια είναι λόγου χάρη η μεγέθυνση του συγκροτήματος μέσα από την απόκτηση του ελέγχου των ήδη λειτουργουσών επιχειρήσεων και όχι μέσω της δημιουργίας νέων, σε συνδυασμό με τη σχεδόν πλήρη κινητικότητα τοποθέτησης και απόσυρσης κεφαλαίων, η δυνατότητα αυτοϊκανοποίησης των χρηματοδοτικών αναγκών του, ή ακόμα η απόλυτη αυτονομία του κεφαλαίου στο πλαίσιο της διαδικασίας αξιοποίησής του.

Ο πρώτος ορισμός έχει διατυπωθεί από τον F. Morigin. Σύμφωνα με αυτόν, χρηματοοικονομικά συγκροτήματα είναι εκείνα «τα οποία στηρίζαν την ανάπτυξή τους στην εξωτερική ανάπτυξη». Και αυτός ο συγγραφέας προβάλλει ως ουσιαστικό χαρακτηριστικό του χρηματοοικονομικού συγκροτήματος «την πλήρη κινητικότητα των επενδυθέντων, από τη μητρική εταιρεία, κεφαλαίων με μοναδικό κριτήριο την αποδοτικότητα της επένδυσης».²³ Η δεύτερη αντίληψη εκφράζει κυρίως τις θέσεις που αναπτύχθηκαν από τον B. Bellon, σύμφωνα με τον οποίο «ένα βιομηχανικό συγκρότημα που διαθέτει δική του τράπεζα ή δικές του εταιρείες χρηματοδοτικής διαχείρισης δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως χρηματοοικονομικό, παρά μόνο εφόσον έχει επιτύχει να αυτονομήσει τη χρηματοδοτική λειτουργία του έναντι των μη ελεγχόμενων από το συγκρότημα τραπεζών».¹

Τέλος, για τον Pastré «δεν μπορούμε να κάνουμε λόγο για χρηματοοικονομικό συγκρότημα παρά μόνο αν το συγκρότημα χαρακτηρίζεται από τη δυνατότητα αυτόνομης κινητοποίησης και αξιοποίησης του κεφαλαίου».²⁸

Κατά τη γνώμη μας, η δεύτερη ομάδα αναλύσεων χαρακτηρίζεται από περιοριστική αντίληψη του φαινομένου. Ο τρόπος θεώρησης του χρηματοοικονομικού συγκροτήματος ως οργανωτικής μορφής

μέσω της οποίας εφαρμόζεται το «χρηματιστικό» κεφάλαιο,¹⁶ είχε αποτέλεσμα να φορτισθεί η έννοια με ορισμένες ιδιότητες που θεωρούνται χαρακτηριστικές του «χρηματιστικού» κεφαλαίου. Όμως αυτό περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα εφαρμογής των εν λόγω αντιλήψεων σε



συγκεκριμένες αναλύσεις. Εμείς πιστεύουμε ότι το χρηματοοικονομικό συγκρότημα είναι ένας ζωντανός, συνεχώς μετεξελισσόμενος, οργανισμός με πολλαπλές όψεις και έντονη διαφοροποίηση τόσο σε επίπεδο λειτουργικό, όσο και σε επίπεδο συμπεριφοράς. Αν λοιπόν δοθεί στην έννοια αυτή πολύ στενό περιεχόμενο, υπάρχει κίνδυνος να αφεθεί εκτός πεδίου ανάλυσης μεγάλος αριθμός συγκροτημάτων, τα οποία όχι μόνο έχουν τα ίδια εξωτερικά χαρακτηριστικά αλλά, επιπλέον, εμφανίζονται με βάση τις ίδιες δομικές αλλαγές του οικονομικού συστήματος.

Η παραπάνω παρατήρηση ισχύει καθ' αρχήν για το κριτήριο «αυτονόμησης» της χρηματοδοτικής λειτουργίας που υποστήριξε ο Bellon. Το κριτήριο αυτό φαίνεται ασαφές. (Σε ποιο βαθμό εντατικοποίησης των πιστωτικών σχέσεων με τις τράπεζες του συγκροτήματος μπορεί να κάνει λόγο κανείς για αυτονόμηση της χρηματοδοτικής λειτουργίας;) Επιπλέον, δεν επαληθεύεται στην περίπτωση ορισμένων συγκροτημάτων, παρόλο που αυτά αναντίρρητα είναι χρηματοοικονομικά. Είναι γνωστό εν προκειμένω, ότι ορισμένες τράπεζες ελεγχόμενες από συγκροτήματα δεν πιστοδοτούν εταιρείες των συγκροτημάτων στα οποία ανήκουν, αλλά προτιμούν επιχειρήσεις πελάτες των προηγούμενων, ή άλλες επιχειρήσεις.¹⁹ Σε παρόμοιες περιπτώσεις δεν μπορεί να γίνει λόγος για αυτονόμηση της χρηματοδοτικής λειτουργίας στο πλαίσιο του συγκροτήματος. Όμως η συμπεριφορά των

εν λόγω τραπεζών δεν παύει να είναι αποτέλεσμα ενσυνείδητης επιλογής, η οποία αποσκοπεί στην ισχυροποίηση της θέσης του συγκροτήματος και εντάσσεται ενδεχομένως στη στρατηγική για επέκταση των ορίων του.

Όσον αφορά την αντίληψη του F. Morigin, αυτή ταυτίζει ουσιαστικά τις δύο έννοιες του συγκροτήματος και του χρηματοοικονομικού συγκροτήματος, ενώ ταυτόχρονα ορίζει το τελευταίο με βάση στενά κριτήρια συμπεριφοράς. Η συμπεριφορά όμως που, σύμφωνα με την αντίληψη αυτή, χαρακτηρίζει τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα (πολιτική επέκτασης μέσω εξαγοράς ήδη λειτουργουσών επιχειρήσεων, πλήρης κινητικότητα για τοποθέτηση και απόσυρση κεφαλαίου) κάθε άλλο παρά απαντά σε όλα τα συγκροτήματα. Ορισμένοι μελετητές διαπίστωσαν ότι το χαρτοφυλάκιο των τραπεζικών επιχειρήσεων (banques d'affaires) που ελέγχονται από συγκροτήματα χαρακτηρίζεται από πολύ μεγαλύτερη σταθερότητα, ακόμα και από απόλυτη σταθερότητα, σε σύγκριση με αυτό των ανεξάρτητων τραπεζικών «επιχειρήσεων».³⁵ Επιπλέον, η συστηματική πολιτική μεγέθυνσης μέσω της εξωτερικής επέκτασης δεν εφαρμόζεται από μεγάλο αριθμό συγκροτημάτων, ανάμεσα στα οποία είναι και τα ελληνικά.

Πιο περιοριστική είναι η αντίληψη του Pastré, κατά τον οποίο το εννοιολογικό περιεχόμενο του χρηματοοικονομικού συγκροτήματος αντιστοιχεί ουσιαστικά

συμμετοχής του τραπεζικού κεφαλαίου στον παραγωγικό τομέα, ανάλογα με τη μορφή ελέγχου (δημόσιου ή ιδιωτικού) που ασκείται επί της κεφαλής του συγκροτήματος σε κάθε χώρα, οποιοδήποτε χρόνο.

Διαπιστώνεται, επομένως, ότι ο τρό-



μόνο στα πολύ μεγάλα και έντονα διεθνοποιημένα αμερικανικά χρηματοοικονομικά συγκροτήματα.⁶

Για τους παραπάνω λόγους αποφασίσαμε να χρησιμοποιήσουμε ως εννοιολογικά στοιχεία για τον ορισμό του χρηματοοικονομικού συγκροτήματος όχι λειτουργικές ιδιότητες ή ιδιότητες συμπεριφοράς, αλλά ορισμένα εξωτερικά χαρακτηριστικά, και ιδιαίτερα την παρουσία πιστωτικών οργανισμών στους κόλπους του συγκροτήματος. Έτσι ως χρηματοοικονομικό συγκρότημα ορίζουμε το σύνολο των εταιρειών και των πιστωτικών ιδρυμάτων που είναι οργανωμένα γύρω από μια μητρική εταιρεία, η οποία τις ελέγχει άμεσα ή έμμεσα μέσω της συμμετοχής στο εταιρικό κεφάλαιο έχοντας ρόλο χρηματοοικονομικού κέντρου του συγκροτήματος.

Η αντίληψη αυτή μας επιτρέπει να θεωρήσουμε ως χρηματοοικονομικό συγκρότημα κάθε συγκρότημα οργανικά συνδεόμενων επιχειρήσεων, το οποίο στη σφαίρα επιρροής του περιλαμβάνει πιστωτικούς οργανισμούς, ανεξάρτητα από τις ιδιότητες συμπεριφοράς του. Σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό, ως χρηματοοικονομικά συγκροτήματα θεωρούμε και τα υπό δημόσιο έλεγχο συγκροτήματα που ελέγχουν πιστωτικούς οργανισμούς, όπως το ιταλικό IRI, τα κοινώς αποκαλούμενα «δημόσια» ή «κρατικά holding». Το χρηματοοικονομικό συγκρότημα γίνεται έτσι ιδιαίτερα πρόσφορο για να μελετηθεί ο τρόπος αξιοποίησης και η έκταση

πος ένταξης των τραπεζών στα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα και ο ρόλος τους στην οικονομική ανάπτυξη παρουσιάζουν πολλές διαφορές ανάλογα με τη διαδικασία χρηματοοικονομικής ανάπτυξης κάθε χώρας.^{11, 27} Είναι γνωστό σχετικά ότι στο αγγλικό πρότυπο οικονομικής ανάπτυξης, που χαρακτηρίζεται φιλελεύθερο, το τραπεζικό κεφάλαιο ήδη από τα τέλη του περασμένου αιώνα έπαιξε σαφώς μικρότερο ρόλο από ό,τι σε άλλες χώρες, όπως η Γερμανία και η Αυστρία, που την εποχή αυτή είχαν ταχύτερη οικονομική ανάπτυξη και κοινωνικές δομές λιγότερο εξελιγμένες. Όσον αφορά τα υπό δημόσιο έλεγχο χρηματοοικονομικά συγκροτήματα, μπορούμε να παρατηρήσουμε επίσης ότι παίζουν σαφώς μεγαλύτερο ρόλο σε χώρες που εκβιομηχανίστηκαν με σχετική καθυστέρηση, όπως η Ιταλία.

Πρέπει να αναφέρουμε, τέλος, ότι ορισμένες εθνικές ιδιομορφίες επηρέασαν επίσης το βαθμό ανάπτυξης και τις δραστηριότητες των χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση των πορτογαλικών χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων, τα οποία σημείωσαν σημαντική ανάπτυξη, οφειλόμενη κατά μεγάλο μέρος στην ύπαρξη εκτεταμένης αποικιακής αγοράς.

Μεθοδολογική σημείωση

Παραπάνω, ορίσαμε την έννοια του συγ-

κροτήματος σε συνάρτηση με τη δυνατότητα άσκησης ελέγχου —άμεσα ή έμμεσα— από τη μητρική εταιρεία σ' ένα σύνολο εταιρειών. Η δυνατότητα άσκησης ελέγχου αναφέρεται στη δυνατότητα επιλογής της διοίκησης της εταιρείας, για χρονική διάρκεια κάποιων ετών· μπορεί δε αυτή να βασίζεται όχι μόνο στον έλεγχο του εταιρικού κεφαλαίου, αλλά και σε άλλους είδους σχέσεις συμβατικού χαρακτήρα, όπως η συμφωνία υπεργολαβίας, η τεχνολογική συμφωνία, ή ακόμα και η παροχή πιστώσεων. Στη μελέτη αυτή λαμβάνονται υπ' όψιν μόνο οι περιπτώσεις ελέγχου που απορρέουν από σχέσεις ιδιοκτησίας στο κεφάλαιο εταιρειών μέσω συμμετοχών. Οι συμμετοχές στο εταιρικό κεφάλαιο δεν έχουν μόνο το πλεονέκτημα ότι διαπιστώνονται εύκολα· αποτελούν επίσης, για να χρησιμοποιήσουμε την έκφραση του F. Ρεγκου, «την κατ' εξοχήν πηγή καθώς και το μέτρο άσκησης της οικονομικής εξουσίας».²⁹

Η επιχειρούμενη στη μελέτη αυτή ανάλυση του δανεισμού των βιομηχανικών επιχειρήσεων που ανήκουν στη σφαίρα επιρροής των δύο συγκροτημάτων δεν έχει στόχο να δώσει τη μεθοδολογική βάση για μια θεώρηση των σχέσεων δανεισμού ως σχέσεων που διαρθρώνουν τη δυνατότητα ελέγχου. Σκοπεύει απλώς να διαφωτίσει τη συμπεριφορά των τραπεζικών πυρήνων απέναντι στη βιομηχανία και την πολιτική συμμετοχής τους.

Για τον καθορισμό του συνόλου των επιχειρήσεων στις οποίες η μητρική εταιρεία ασκεί έλεγχο («σκληρός πυρήνας»), λάβαμε υπ' όψιν τις περιπτώσεις όπου ο έλεγχος αυτός είναι είτε νομικός (όταν βασίζεται στην πλειοψηφία του εταιρικού κεφαλαίου) είτε ουσιαστικός (όταν προκύπτει από την πλειοψηφία στο Διοικητικό Συμβούλιο). Ο «σκληρός πυρήνας» του συγκροτήματος αποτελείται, συνεπώς, από τις εταιρείες εκείνες στις οποίες η μητρική εταιρεία ελέγχει πάνω από το 50% των μετοχών¹ και (ή) εκείνες στις οποίες εκλέγει την πλειοψηφία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Η «διευρυμένη περίμετρος» του συγκροτήματος εκτός από τις εταιρείες του «σκληρού πυρήνα» περιλαμβάνει και τις μη ελεγχόμενες εταιρείες, στις οποίες το ποσοστό συμμετοχής κυμαίνεται από 10% έως 50%. Ως μητρική εταιρεία του συγκροτήματος ορίζεται εκείνη που δεν ελέγχεται άμεσα ή έμμεσα από άλλη εταιρεία, αλλά ελέγχει μία τουλάχιστον θυγατρική.

Είναι προφανές ότι το κριτήριο που αφορά τον έλεγχο από την πλειοψηφία του εταιρικού κεφαλαίου ή από την πλειοψηφία των μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο δεν επιτρέπει να εξακριβωθούν οι περιπτώσεις ελέγχου μειοψηφίας. (Όταν δηλαδή μία εταιρεία ελέγχει άλλη μέσω του ελέγχου μειοψηφίας του εταιρικού κεφα-

λαίου επειδή υπάρχει μεγάλη διασπορά των υπολοίπων μετοχών.) Παρόμοιο εγχείρημα παρουσιάζει σημαντικές δυσκολίες για διάφορους λόγους:

- Πρέπει να είναι γνωστά τα ποσοστά συμμετοχής και η στάση ως προς το πρόβλημα του ελέγχου της εταιρείας και των μετόχων μειοψηφίας. Είναι γνωστές, ως προς το σημείο αυτό, οι περιπτώσεις πολλών εταιρειών στις οποίες λόγω μεγάλης διασποράς των μετοχών δεν υπάρχει μέτοχος πλειοψηφίας, και ο έλεγχος δεν ασκείται από τον μεγαλύτερο μέτοχο μειοψηφίας αλλά από συμμαχία μικρότερων μετόχων μειοψηφίας.

- Ταυτόσημα ποσοστά συμμετοχών μειοψηφίας μπορεί να κρύβουν, ανάλογα με την ταυτότητα του μετόχου, διαφορετικές στρατηγικές όσον αφορά το πρόβλημα του ελέγχου. (Π.χ. συμμετοχές μειοψηφίας δημόσιων τραπεζικών ιδρυμάτων συνοδεύονται πολύ πιο συχνά από παθητική στάση ως προς το πρόβλημα ελέγχου, από ό,τι συμμετοχές μειοψηφίας ιδιωτικών τραπεζών ή ομίλων). Το πρόβλημα αυτό συχνά δυσχεραίνει την ερμηνεία συγκεκριμένων περιπτώσεων.

Στην Ελλάδα είναι πολύ δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να αποκτήσει κανείς τις σχετικές πληροφορίες, λόγω της μυστικότητας που περιβάλλει καθετί σχετικό με τη δομή ιδιοκτησίας του εταιρικού κεφαλαίου των μη πιστωτικών οργανισμών και επιχειρήσεων. Αν λάβουμε εντούτοις υπ' όψιν τη μικρή διασπορά μετοχών που χαρακτηρίζει γενικά τις ελληνικές επιχειρήσεις και, ιδιαίτερα, την έλλειψη στρατηγικής ελέγχου των ελληνικών τραπεζών έναντι των βιομηχανικών επιχειρήσεων που επανειλημμένα εκδηλώθηκε, μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι οι περιπτώσεις ελέγχου εταιρειών, ιδιαίτερα των βιομηχανικών, από τις τράπεζες μέσω συμμετοχών μειοψηφίας πρέπει να είναι μάλλον σπάνιες.

Για τον υπολογισμό των ποσοστών συμμετοχής στηριχθήκαμε στα στοιχεία που έχουν δημοσιευθεί ή που μας γνωστοποιήθηκαν από τις τράπεζες των δύο συγκροτημάτων και από ορισμένες εταιρείες που ελέγχουν αυτές ως προς τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους (αριθμός και αξία ελεγχόμενων μετοχών). Τα στοιχεία αυτά τα συνδυάσαμε με πληροφορίες που περιέχονται στον οικονομικό οδηγό ICAP ή στους ισολογισμούς των εταιρειών, όσον αφορά τον αριθμό μετοχών που συνθέτουν το εταιρικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων. Συμπληρωματικά, για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες χρησιμοποιήσαμε στοιχεία των φακέλων τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι σχέσεις συμμετοχών στο πλαίσιο των δύο συγκρο-

τημάτων υπολογίστηκαν για τα έτη 1971, 1981 και 1987.

Για τον υπολογισμό του σχετικού βάρους των διαφόρων τομέων στο πλαίσιο τόσο του «σκληρού πυρήνα» όσο και του «διευρυνμένου περιβλήματος» των συγκροτημάτων λάβαμε υπόψη μας τα ίδια



κεφάλαια των επιχειρήσεων. Δοθέντος δε ότι ορισμένες βιομηχανικές επιχειρήσεις έχουν αρνητικά ίδια κεφάλαια, με αποτέλεσμα να υποτιμάται σημαντικά το βάρος της βιομηχανίας στο σύνολο, για το έτος 1987 λάβαμε υπόψη μας την αξία και των παγίων κεφαλαίων.

Μητρικές εταιρείες, μορφή ελέγχου και μορφολογία των συγκροτημάτων

1. Χαρακτηριστικά και θέση των μητρικών εταιρειών στο χρηματοδοτικό κυκλώματα

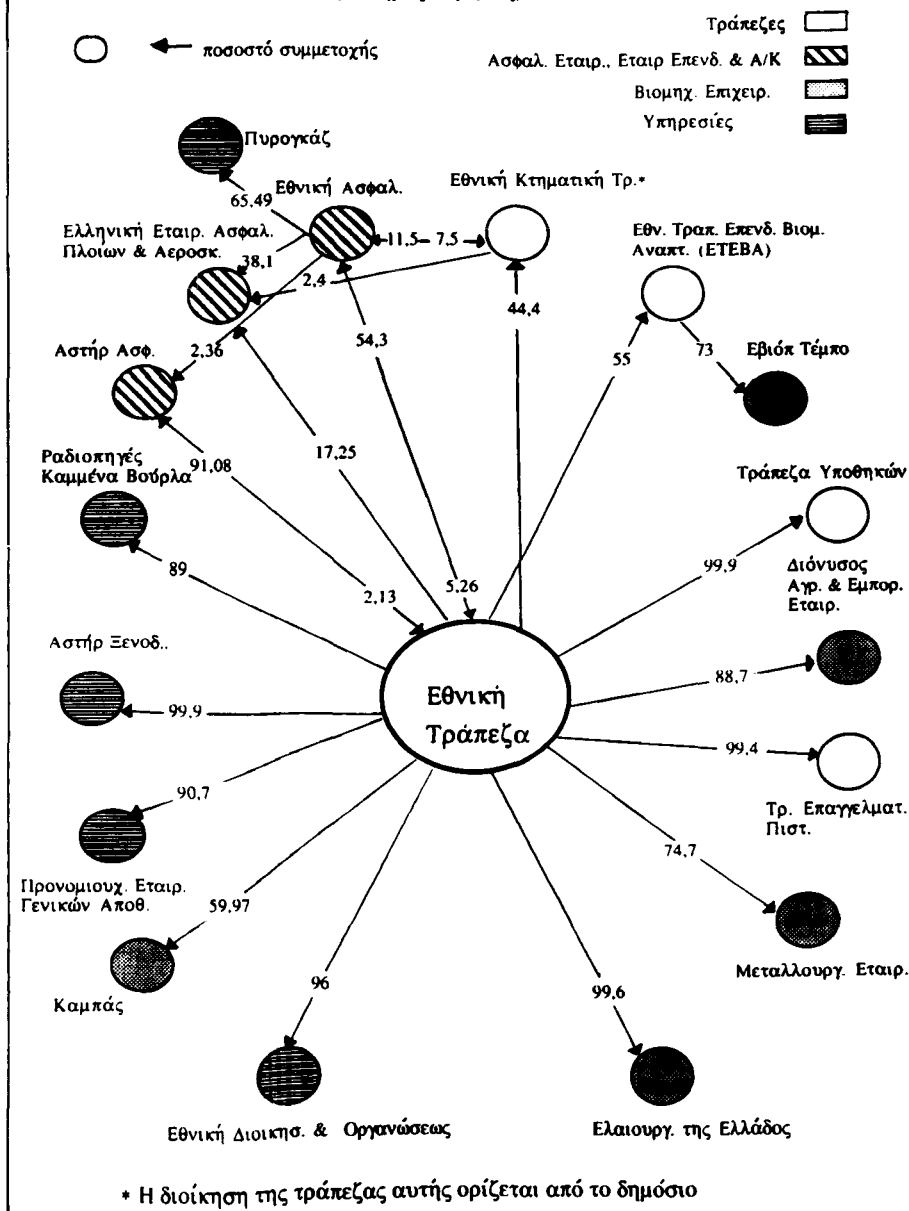
Η ισχύς των μελετώμενων συγκροτημάτων οφείλεται κατά πρώτο λόγο στο ρόλο που διαδραματίζουν οι μητρικές εταιρείες στη συγκέντρωση της εθνικής αποταμίευσης και στη χρηματοδότηση της οικονομίας, και ιδιαίτερα τον βιομηχανικού τομέα.

Η Εθνική και η Εμπορική Τράπεζα ως τράπεζες «καθολικού» χαρακτήρα καλύπτουν, εκτός από τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, και τμήμα των αναγκών για χρηματοδότηση μόνιμων κεφαλαίων της βιομηχανίας. Η ισχύονσα μέχρι πρότινος νομοθεσία τις υποχρέωνε να διαθέτουν 15% των καταθέσεων τους για τη μεσομακροπρόθεσμη χρηματοδότηση του «παραγωγικού» τομέα, και 5% για αγορά μετοχών επιχειρήσεων. Όσον αφορά την α-

ναλογία τους στη χρηματοδότηση της οικονομίας, είναι σαφώς υψηλότερη από τα ποσοστά συγκέντρωσης που συνήθως χαρακτηρίζουν τις πιστωτικές αγορές άλλων χωρών: Ελέγχουν γύρω στο 74% των εργασιών των ελληνικών εμπορικών τραπεζών, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 80% του συνόλου της τραπεζικής χρηματοδότησης της βιομηχανίας. Η Εμπορική Τράπεζα, δεύτερη μεγαλύτερη εμπορική τράπεζα της χώρας, αντιπροσωπεύει το 14% του συνόλου των καταθέσεων και το 17% των πιστώσεων των εμπορικών τραπεζών, η δε Εθνική, πρώτη εμπορική τράπεζα, αντιπροσωπεύει το 56% των καταθέσεων και το 57% της χρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών.

Τόσο η Εθνική όσο και η Εμπορική βρίσκονται υπό τον έμμεσο έλεγχο του Δημοσίου. Η πλειοψηφία των μετοχών της πρώτης ελέγχεται από τα διάφορα ταμεία συντάξεων και κοινωνικών ασφαλίσεων (34%) και από άλλα νομικά πρόσωπα του δημόσιου τομέα (17.76%). Οι υπόλοιπες μετοχές ανήκουν στην Εκκλησία και σε διάφορα φιλανθρωπικά ιδρύματα (7.07%), σε ιδιώτες (24.26%) και σε εταιρείες που ελέγχονται από την Εθνική Τράπεζα (11.15%) [πίνακας 1]. Τα κεφάλαια των ταμείων κοινωνικών ασφαλίσεων, των ταμείων συντάξεων και των νομικών προσώπων του δημόσιου τομέα τα διαχειρίζεται το Δημόσιο, το οποίο και αποφασίζει τον τρόπο διάθεσής τους, τοποθετώντας τμήμα τους για την αγορά μετοχών της τράπεζας. Ο υπουργός Οικονο-

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.1: ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ
(σκληρός πυρήνας) 1971



μικών, εν ονόματι του Δημοσίου, εκπροσωπεί επίσης από το 1953 τους οργανισμούς αυτούς στις γενικές συνελεύσεις, και ψηφίζει στη θέση τους για την εκλογή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Η Εθνική Τράπεζα προέρχεται από τη συγχώνευση, το 1953, των δύο μεγαλύτερων εμπορικών τραπεζών της εποχής: της Εθνικής, που ελεγχόταν από το Δημόσιο, και της Τράπεζας Αθηνών, που ήταν ιδιωτική. Η συγχώνευση αυτή, που αποφασίστηκε από την κυβέρνηση της εποχής (κυβέρνηση Μαρκεζίνη) χωρίς να ζητηθεί η γνώμη των νομικών προσώπων ιδιωτικού και δημοσίου δικαίου, ως μετόχων πλειοψηφίας της τράπεζας, επέτρεψε στο Δημόσιο να δημιουργήσει ένα ισχυρό χρηματοδοτικό ίδρυμα μέσω του οποίου απέκτησε άμεσο έλεγχο στα αποταμιευτικά διαθέσιμα της οικονομίας. Η συγχώνευση αυτή (την ακολούθησε, λίγο αργότερα, η συγκρότηση του τραπεζικού πυρήνα του συγκροτήματος Ανδρεάδη, για την οποία επίσης συνέβαλε η ενεργός επέμβαση ισχυρών κυβερνητικών παραγόντων) προσδιόρισε κατά μεγάλο μέρος τα χαρακτηριστικά του ελληνικού χρηματοδοτικού συστήματος.

Η πλειοψηφία των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας ελέγχεται επίσης από νομικά πρόσωπα δημοσίου και ιδιωτικού δικαίου τα οποία, όπως και στην προηγούμενη τράπεζα, κατά την άσκηση των δικαιωμάτων τους ως μετόχων εκπροσωπούνται από το Δημόσιο. Την τράπεζα αυτή έως το 1975 ήλεγχε ο εφοπλιστής Ανδρεάδης, μέσω τεσσάρων εταιρειών που όλες είχαν την έδρα τους στο εξωτερικό:

- Την Commercial Bank of Near East (Μεγάλη Βρετανία),
- τη Near East Bank Nominees (Μεγάλη Βρετανία),
- την Pax Steamship Company (Παναμάς), και
- την Berga Steamship Company (Παναμάς).

Το συγκρότημα Ανδρεάδη στην Ελλάδα αποτελούσε, έτσι, τμήμα του συγκροτήματος που ήλεγχε ο εφοπλιστής: ήταν διεθνοποιημένο και είχε ως επί το πλείστον ναυτιλιακό χαρακτήρα.

Ο Ανδρεάδης πήρε τον έλεγχο της Εμπορικής το 1953. Ακολούθησε η εξαγορά της Ιονικής και της Λαϊκής Τράπεζας, οι οποίες στη συνέχεια συγχωνεύθηκαν, και της Τράπεζας Πειραιώς. Το 1975 η Εμπορική Τράπεζα – και μέσω αυτής και το υπόλοιπο συγκρότημα – υπήχθη στον έλεγχο του Δημοσίου, μετά την απόφαση της πρώτης μεταπολιτευτικής κυβέρνησης να διπλασιάσει το μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας, αύξηση που υποχρεωτικά έπρεπε να καλυφθεί κατά 90% από νομικά πρόσωπα δημοσίου και ιδιωτικού δικαίου. Στόχος του μέτρου ήταν προφανώς να αφαιρέσει τον έλεγχο του συγκροτήματος

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Σύνθεση του εταιρικού ασφάλιστος της Εθνικής Τράπεζας (τον 1986)

Μέγεθος	Αριθμός Μέτοχων	%
1 Ταμείο συντάξιμων και κοινωνικών ασφαλίσεων υπαλλήλων Εθνικής Τράπεζας	392.327	6.97%
2 Εταιρείες (ελεγχόμενες από την Εθνική Τράπεζα)	486.630	11.12%
από τις οποίες:		
- Εθνική Ασφαλ.	(209.131)	(46.78)
- Ασπίρ Ασφαλ.	(285.500)	(11.972)
ΣΥΝΟΛΟ 1+2	878.957	20.14%
3 Ταμείο συντάξιμων και κοινωνικών ασφαλίσεων (μετός υπαλλήλων Εθνικής Τράπεζας)	1.093.245	25.05%
εκ των οποίων:		
- Ταμείο Επένδυσης	(108.495)	(2.488)
- Ταμείο Οργανισμών Κοινωνικών Ασφαλίσεων	(1.004.847)	(12.307)
4 Λοιπά Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Τομέα	774.954	17.7%
εκ των οποίων:		
- Τραπεζικό και Τραπεζικό	(238.344)	(4.77%)
- Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων	(191.481)	(4.393)
- Τράπεζες	(112.670)	(1.582)
- Φοινίκας, Γενική Ασφαλιστική	(21.663)	(0.497)
- Πανεπιστήμιο Αθηνών	(115.346)	(2.844)
5 Εταιρείες, Μονοπρόσωπα & Υπερσυστάματα	210.082	4.81%
6 Εταιρείες, Οργανισμοί	89.132	2.25%
7 Υπερσυστάματα	64.899	1.48%
ΣΥΝΟΛΟ 1+2+3+4+5+6+7	3.120.469	71.51%
8 Λοιπά Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Τομέα	144.441	4.22%
9 Φυσικά Πρόσωπα	1.058.633	24.26%
ΣΥΝΟΛΟ	4.367.543	100%

πέζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως (ΕΤΕΒΑ).

Η Εθνική Τράπεζα έχει κυρίαρχο ρόλο στο συγκρότημα: αντιπροσωπεύει το 68% των ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών του «σκληρού πυρήνα» και γύρω στο 30% των ιδίων κεφαλαίων του συνόλου των εταιρειών της «διευρυμένης περιμέτρου». Κατέχει επίσης κεντρική θέση στη στρατηγική συμμετοχής του: το χαρτοφυλάκιο της τράπεζας αντιπροσωπεύει περίπου το 75% του συνολικού χαρτοφυλακίου του συγκροτήματος, έναντι 17% για το χαρτοφυλάκιο της ΕΤΕΒΑ, το οποίο αποτελείται κυρίως από συμμετοχές στη βιομηχανία και σε εταιρείες επενδύσεων και χαρτοφυλάκιο. Οι συμμετοχές των ασφαλιστικών εταιρειών αφορούν κυρίως τον τραπεζικό τομέα και ιδιαίτερα την ίδια την Εθνική, της οποίας ελέγχουν το 7.32% του εταιρικού κεφαλαίου.

Η ανάλυση αφ' ενός του χαρτοφυλακίου των εταιρειών του συγκροτήματος και αφ' ετέρου της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου των ελεγχόμενων εταιρειών δείχνει ότι νομικός έλεγχος (πλειοψηφία των μετοχών του εταιρικού κεφαλαίου) και ουσιαστικός (πλειοψηφία των μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο) συμπίπτουν σχεδόν πάντα, με εξαίρεση δύο βιομηχανίες χαρτοποίας, τη ΜΕΛ και μέχρι πρότινος την ΕΓΛ, ο έλεγχος των οποίων ήταν αποτέλεσμα ενεχυριασμού μετοχών λόγω υπερδανεισμού.

Το συγκρότημα αυτό χαρακτηρίζεται, τέλος, από τον μεγάλο και αυξανόμενο αριθμό συμμετοχών μειοψηφίας, που συγκεντρώνονται κυρίως στις βιομηχανικές επιχειρήσεις. Οι τελευταίες αντιπροσωπεύουν το 43% του «διευρυμένου περιβλήματος» του συγκροτήματος το 1987, έναντι 35% το 1981 και 30% το 1971 (πίνακας 3). Οι συμμετοχές μειοψηφίας της τράπεζας αφορούν ιδιαίτερα επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους. Είκοσι τέσσερις επιχειρήσεις από τις 34 στις οποίες η τράπεζα έχει συμμετοχές από 10% έως 50% του εταιρικού κεφαλαίου, ανήκουν στις διακόσιες μεγαλύτερες βιομηχανικές εταιρείες από την άποψη των συνολικών κεφαλαίων ή των καθαρών κερδών. Αντίθετα, οι συμμετοχές μειοψηφίας της ΕΤΕΒΑ είναι συγκεντρωμένες σε εταιρείες μικρότερου μεγέθους. Παρατηρούμε άλλωστε, όσον αφορά την τράπεζα αυτή, ότι παρόλο που η συμμετοχή στη δημιουργία καινούργιων επιχειρήσεων θα έπρεπε να είναι η κύρια δραστηριότητά της, αυτή δρα περισσότερο ως τράπεζα μεσο-μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης παρά ως τράπεζα επενδύσεων: η αξία του χαρτοφυλακίου της αντιπροσωπεύει μόλις το 1/3 του συνόλου των χορηγηθεισών από αυτή πιστώσεων. Η ίδια παρατήρηση ισχύει και για την Τράπεζα Επενδύσεων του συγκροτήματος της Εμπορικής.

Το συγκρότημα της Εμπορικής Τράπεζας

Το συγκρότημα αυτό, μικρότερο από της Εθνικής – αντιπροσωπεύει περίπου το 58% του προηγούμενου συγκροτήματος – είναι, και αυτό, κυρίως τραπεζικού και χρηματοδοτικού χαρακτήρα: οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες και οι εταιρείες επενδύσεων και χαρτοφυλακίου αντιπροσωπεύουν πάνω από το 85% του «σκληρού πυρήνα» (ίδια κεφάλαια) [πίνακας 4 και παραρτήματα Π.1, Π.2 και Π.3].

Ο τραπεζικός πυρήνας εκτός από την Εμπορική Τράπεζα περιλαμβάνει τρεις άλλες εμπορικές τράπεζες (την Ιονική και Λαϊκή, την Τράπεζα Αττικής, την Τράπεζα Πειραιώς) και την Τράπεζα Επενδύσεων. Το συγκρότημα ελέγχει επίσης μία εταιρεία επενδύσεων και χαρτοφυλακίου (Ελληνική Εταιρεία Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων) και έχει σημαντική παρουσία στον κλάδο ασφαλείων (ελέγχει τον Φοίνικα, δεύτερη επιχείρηση του κλάδου). Ο βιομηχανικός πυρήνας του, ο οποίος αποτελείται από έξι επιχειρήσεις, περιλαμβάνει τα Ναυπηγεία Ελευσίνος και τη Βιομηχανία Φωσφορικών Λιπασμάτων. Το χαρτοφυλάκιο του συγκροτήματος είναι μοιρασμένο ανάμεσα στην ίδια την Εμπορική Τράπεζα (64%), τις άλλες τράπεζες του συγκροτήματος (24%) και τις ασφαλιστικές εταιρείες (11.5%). Το συγκρότημα της Εμπορικής τέλος, αντίθετα από το προηγούμενο, χαρακτηρίζεται από τον μικρό αριθμό των συμμετοχών μειοψηφίας, ιδιαίτερα σε βιομηχανικές επιχειρήσεις. Η «διευρυμένη περίμετρός» του αντιπροσωπεύει μόλις το 117% του «σκληρού πυρήνα», έναντι 211% για το προηγούμενο συγκρότημα (πίνακας 5).

Η συμπεριφορά των μητρικών εταιρειών απέναντι στις βιομηχανικές επιχειρήσεις

Η Εθνική Τράπεζα

Η συμπεριφορά της Εθνικής Τράπεζας έναντι των βιομηχανικών επιχειρήσεων χαρακτηρίζεται από έλλειψη στρατηγικής ελέγχου. Η τράπεζα αυτή είχε πάντα παθητική στάση έναντι της βιομηχανίας. Καμιά από τις ελεγχόμενες βιομηχανικές εταιρείες δεν ιδρύθηκε από την ίδια την τράπεζα, αντίθετα από την πρακτική της σε άλλους τομείς. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι η Εθνική Τράπεζα ίδρυσε, εκτός από τα δύο ιδρύματα του χρηματοπιστωτικού τομέα – την Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως (έτος ίδρυσης: 1963) και την Εθνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Σύνθεση "Σκληρού Πυρήνα" του Συγκροτήματος της Εθνικής Τράπεζας

	1971		1981		1987		
	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. %	Ακινήτ. Κεφάλ. %
Τράπεζες	5	85.00	5	82.60	5	96.80	55.50
Ασφάλειες	3	11.42	5	7.30	4	3.50	8.20
Εταιρείες Επενδ./Α/Κ	-	-	3	13.20	2	3.90	faible
Τουρισμός	2	0.10	5	6.00	5	3.00	7.10
Βιομηχανία	4	0.76	9	(11.90)*	9	(9.40)*	26.40
Διάφορες	4	2.60	4	2.70	4	2.20	2.80
	18		31		29		

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Σύνθεση "Διευρυμένου Πυρήνα" του Συγκροτήματος της Εθνικής Τράπεζας

	1971		1981		1987		
	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. %	Ακινήτ. Κεφάλ. %
Τράπεζες	5	56.60	8	45.60	8	47.00	14.90
Ασφάλειες	7	8.13	8	3.70	5	1.60	2.20
Εταιρείες Επενδ./Α/Κ	-	-	4	6.30	4	3.70	0.10
Τουρισμός	4	1.27	14	5.30	13	2.20	2.90
Βιομηχανία	22	29.65	67	34.80	67	43.20	77.20
Διάφορες	14	4.36	10	4.20	13	2.30	2.70
	52		111		116		

* Οι εντός παρενθέσεως αριθμοί είναι αρνητικοί.

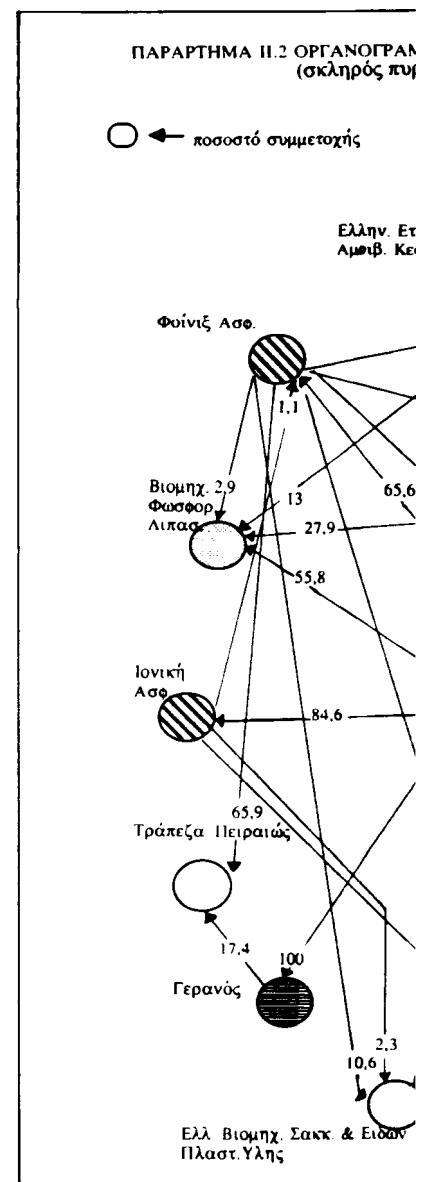
ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Σύνθεση "Σκληρού Πυρήνα" του Συγκροτήματος της Εμπορικής Τράπεζας

	1971		1981		1987		
	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. %	Ακινήτ. Κεφάλ. %
Τράπεζες	5	75.00	6	84.50	7	87.40	37.40
Ασφάλειες	3	11.90	2	7.40	1	2.07	3.50
Εταιρείες Επενδ./Α/Κ	-	-	1	-	1	0.10	-
Τουρισμός	1	0.20	1	3.20	1	3.90	3.03
Βιομηχανία	5	12.80	5	4.10	4	5.90	55.00
Διάφορες	1	0.30	1	0.70	3	0.60	1.09
	15		16		17		

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Σύνθεση "Διευρυμένου Πυρήνα" του Συγκροτήματος της Εμπορικής Τράπεζας

	1971		1981		1987		
	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Αριθμός Επιχ.	Ιδια Κεφάλ. (%)	Ακινήτ. Κεφάλ. %
Τράπεζες	6	65.80	6	72.60	7	78.40	27.40
Ασφάλειες	4	10.80	3	6.60	3	2.50	3.00
Εταιρείες Επενδ./Α/Κ	-	-	1	-	1	0.04	-
Τουρισμός	1	0.20	1	2.50	1	3.50	2.23
Βιομηχανία	7	17.50	11	15.40	11	13.80	65.80
Διάφορες	5	5.70	3	2.50	7	1.70	1.52
	23		25		30		

Ο «υπερδανεισμός» αποτελεί τη σπουδαιότερη αιτία που οι βιομηχανικές επιχειρήσεις υπήχθησαν στον έλεγχο της τράπεζας. Διαπιστώνουμε ότι ο έλεγχος αυτός δεν είναι αποτέλεσμα κάποιας βιομηχανικής στρατηγικής, αλλά αποτελεί έκφραση διπλής βούλησης: της ίδιας της τράπεζας, η οποία με τον τρόπο αυτό προσπαθεί να εξασφαλίσει τις πιστώσεις της, και του Δημοσίου το οποίο παρατηνόντας τη λειτουργία των «υπερδανεισμένων» επιχειρήσεων επιδιώκει να απο-

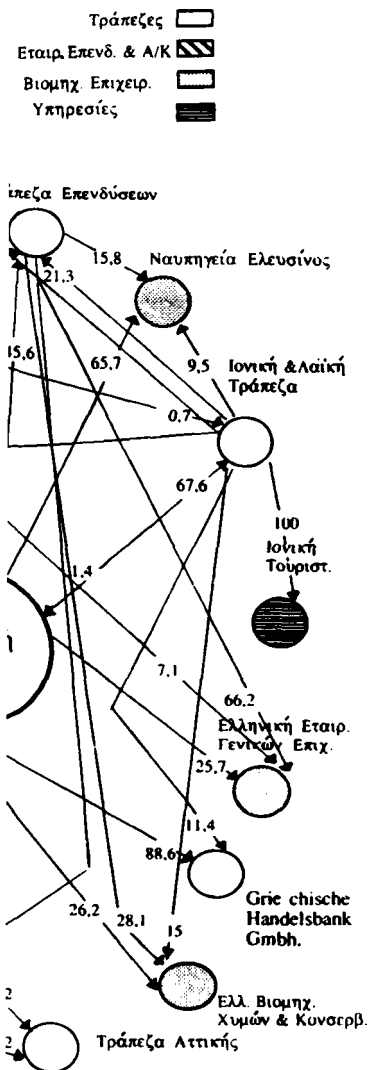


φύγει τα κοινωνικά και πολιτικά προβλήματα που αναπόφευκτα θα προκαλούσε το κλείσιμό τους.

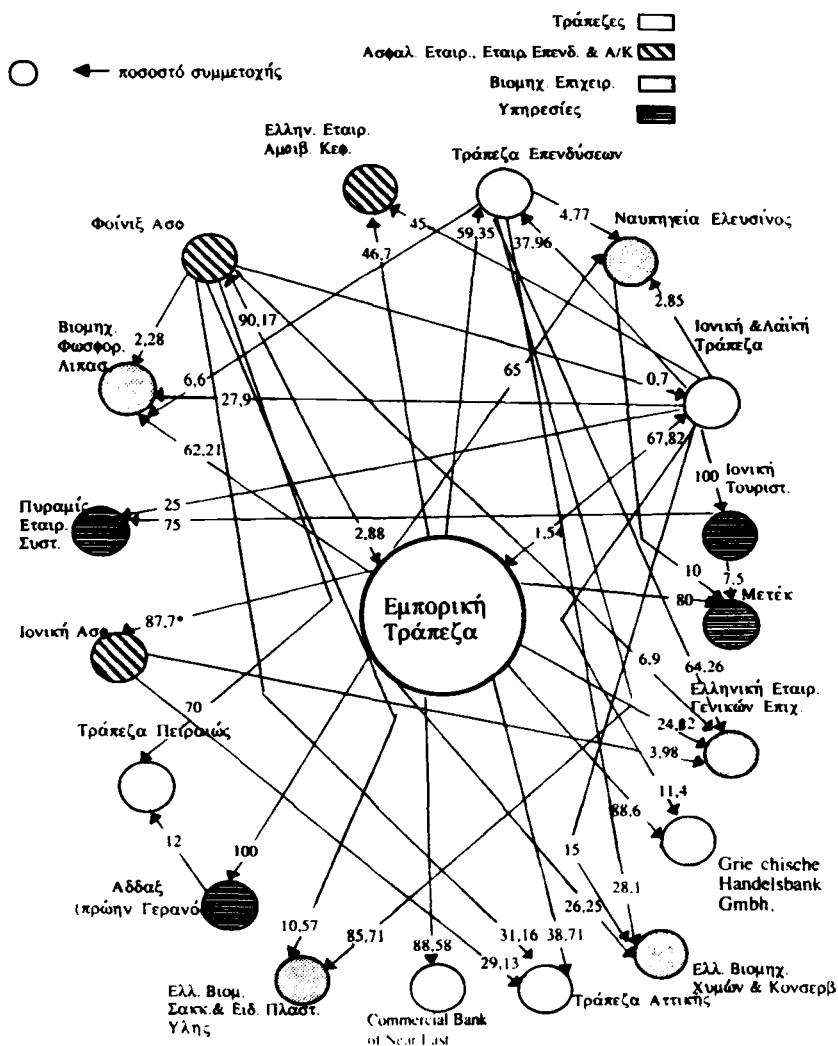
Είναι γεγονός ότι η ισχύουσα νομοθεσία περιορίζει σημαντικά την ελευθερία των τραπεζών όσον αφορά την πολιτική συμμετοχής τους στο εταιρικό κεφάλαιο επιχειρήσεων. Προβλέπεται σχετικά ότι οι τραπεζικές συμμετοχές στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα δεν μπορούν να ξεπεράσουν το 20% του εταιρικού κεφαλαίου επιχειρήσεων, εκτός αν δοθεί ειδική άδεια. Πρέπει να επισημάνουμε εντούτοις ότι ο νόμος αυτός, ο οποίος άλλωστε δεν αφορά μόνο τις βιομηχανικές επιχειρήσεις, εφαρμόστηκε πολύ ελαστικά κάθε φορά που υποβλήθηκε σχετική αίτηση.

Η έλλειψη στρατηγικής ελέγχου που χαρακτηρίζει το ίδρυμα δεν αποτελεί σπάνια συμπεριφορά για τράπεζες που ελέγχονται από το Δημόσιο, όπως συμβαίνει με την Εθνική. Η ιδιαιτερότητα της περίπτωσης αυτής είναι ότι η Εθνική όχι μόνο έχει πολυάριθμες συμμετοχές σε επι-

ΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

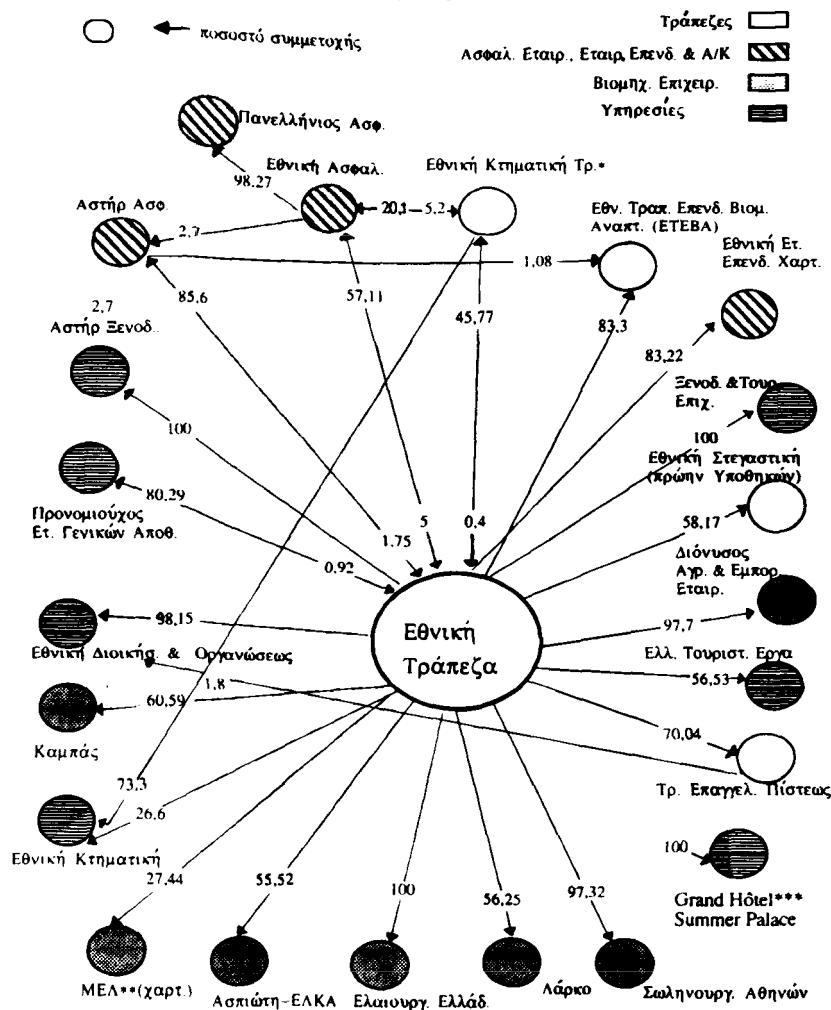


ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ II.3 ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ (σκληρός πυρήνας) 1987



* Το παραπάνω ποσοστό αφορά το έτος 1986

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.3 : ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ
(σκληρός πυρήνας) 1987



* Η διοίκηση της τράπεζας αυτής ορίζεται από το δημόσιο.

**** Ουσιαστικός έλεγχος ** * % τελικού ελέγχου**

χειρήσεις, αλλά καλύπτει και το μεγαλύτερο μέρος των πιστωτικών αναγκών του βιομηχανικού τομέα. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους οι οποίες όχι μόνο χαρακτηρίζονται, όπως έχουμε δείξει, από ιδιαίτερα υψηλό ποσοστό δανειακής επιβάρυνσης,¹⁷ αλλά και συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο μέρος των συμμετοχών μειοψηφίας του συγκροτήματος αυτού.

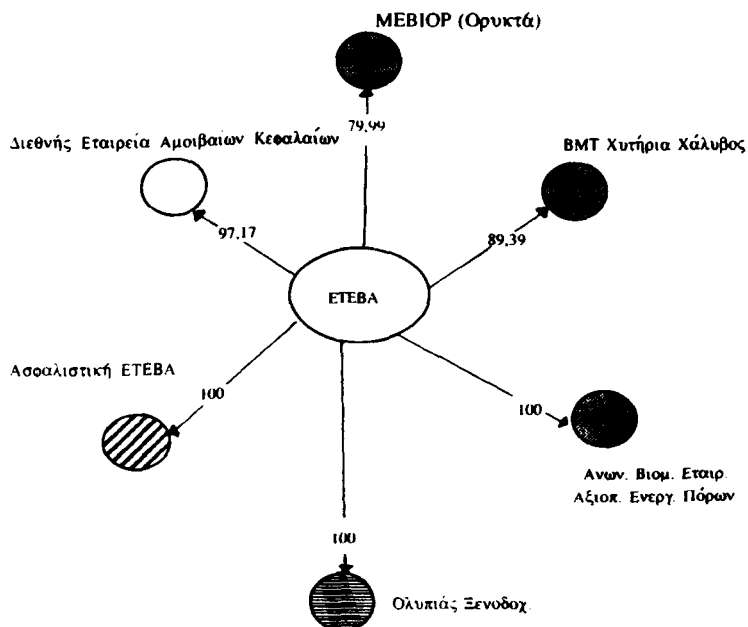
Ἑλλειψη στρατηγικῆς ἐλέγχου χαρακτηρίζει και τα ἄλλα πιστωτικὰ ἰδρύματα και τις ασφαλιστικὲς εἰταιρεῖες που ἐλέγχει ἡ τράπεζα. Το χαρτοφυλάκιο των τελευταίων ἀποτελεῖ μικρὸ ποσοστὸ της ἀξίας του συνολικοῦ ἐνεργητικοῦ τους, πολὺ μικρότερο ἀπὸ το ποσοστὸ των παγίων στοιχείων τους. Ἡ συμπεριφορὰ αὐτῇ διαφέρει σημαντικὰ ἀπὸ ἐκεῖνη των ασφαλιστικῶν εἰταιρειῶν σε ἄλλες χώρες^{21, 23} και εἶναι ἐνδεικτικὴ της μικρῆς συμμετοχῆς των ἐν λόγῳ εἰταιρειῶν στη χρηματοδότηση της ἐλληνικῆς οἰκονομίας.

Για να μελετήσουμε καλύτερα τη συμπεριφορά της Εθνικής Τράπεζας απέναντι στη βιομηχανία, αναλύσαμε για την περίοδο 1971-87 αφ' ενός ορισμένους δείκτες αποδοτικότητας, και αφ' ετέρου δείκτες δανεισμού των βιομηχανικών επιχειρήσεων που βρίσκονται στη σφαίρα επιρροής του συγκροτήματος. Όσον αφορά τους δείκτες αποδοτικότητας, εξετάσαμε ιδιαίτερα α) τον δείκτη οικονομικής αποδοτικότητας (καθαρά κέρδη+χρηματοδοτικά έξοδα/συνολικά κεφάλαια), αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (καθαρά κέρδη/ίδια κεφάλαια) και την απόδοση μετοχής (μέρισμα/μέση τιμή μετοχής) για το σύνολο των εγγεγραμμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών, στις οποίες έχει συμμετοχή η Εθνική Τράπεζα. Διαπιστώσαμε ότι τόσο ο δείκτης οικονομικής αποδοτικότητας όσο και ο δείκτης απόδοσης της μετοχής ήταν πολύ χαμηλοί και φθίνοντες. Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων ήταν και αυτός πολύ χαμηλός, ακόμα και αρνητικός, επί σειρά ετών μετά το 1981 για τις περισσότερες επιχειρήσεις, χωρίς αυτό να οδηγήσει την τράπεζα στην πώληση μετοχών ή στο κλείσιμο επιχειρήσεων (όσον αφορά τις ελεγχόμενες εταιρείες).

Η προαναφερόμενη συμπεριφορά δείχνει ότι η κινητικότητα τοποθέτησης/απόσυρσης κεφαλαίων της Εθνικής Τράπεζας –όπως άλλωστε και της Εμπορικής– ήταν πολύ χαμηλή, έως μηδενική, και ότι οι συμμετοχές της σε βιομηχανικές επιχειρήσεις δεν ήταν ως επί το πλείστον αποτέλεσμα μιας πολιτικής που είχε στόχο να οικειοποιηθεί τμήμα του βιομηχανικού κέρδους μέσω του διανεμόμενου μερίσματος.

Όσον αφορά τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης (πίνακας 6), η ανάλυσή τους δείχνει ότι το ποσοστό δανεισμού των βιο-

Συμμετοχές Πλειοψηφίας της Εθνικής Τράπεζας Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτυξίας



μηχανικών επιχειρήσεων τον συγκροτήματος ήταν γενικά σαφώς υψηλότερο από τον μέσο όρο του συνόλου των βιομηχανικών επιχειρήσεων, ιδιαίτερα όσον αφορά τις επιχειρήσεις του «σκληρού πυρήνα». Αυτό δεν είναι καθόλου περίεργο, αν λάβουμε υπ' όψιν ότι, όπως ήδη αναφέραμε, ο «υπερδανεισμός» αποτελεί τη σπουδαιότερη αιτία που οι βιομηχανικές επιχειρήσεις υπήχθησαν στον έλεγχο της τράπεζας αυτής. Παρατηρούμε επίσης ότι έως τις αρχές της δεκαετίας του 1980 η χρηματοδοτική κατάσταση των εν λόγω επιχειρήσεων επιδεινώνεται, παρουσιάζοντας έκτοτε σαφή βελτίωση.

Όσον αφορά τις επιχειρήσεις στις οποίες η Εθνική έχει συμμετοχές μειοψηφίας, παρατηρούμε ότι και αυτές έως τις αρχές της δεκαετίας του 1980 είχαν υψηλό και συνεχώς αυξανόμενο ποσοστό δανεισμού, ιδιαίτερα απέναντι στις τράπεζες. Η σοβαρότητα του «υπερδανεισμού», που έθετε σε κίνδυνο τη σταθερότητα του ίδιου του τραπεζικού συστήματος, ανάγκασε ως γνωστόν την κυβέρνηση να επέμβει μέσω της δημιουργίας του Οργανισμού Ανασυγκρότησης Επιχειρήσεων. Ο Οργανισμός αυτός ανέλαβε να εξοφλήσει τμήμα του δανεισμού επιχειρήσεων που θεωρήθηκαν βιώσιμες, και αποφάσισε να μετοχοποιήσει τμήμα των δανείων των τελευταίων απέναντι στις τράπεζες. Είναι ενδεικτικό ότι από τις 34 βιομηχανικές επιχειρήσεις στις οποίες η Εθνική Τράπεζα είχε συμμετοχές μειοψηφίας μεγαλύτερες από το 10% του εταιρικού κεφαλαίου, δώδεκα χαρακτηρίστηκαν «υπερδανεισμένες» και υπήχθησαν στον έλεγχο του Οργανισμού Ανασυγκρότησης Επιχειρήσεων. Σύμφωνα με υπολογισμούς μας, οι 34 αυτές επιχειρήσεις, που αντιπροσωπεύουν λιγότερο από το 1% του συνόλου των βιομηχανικών επιχειρήσεων με μορφή Α Ε ή Ε Π Ε (στατιστικά στοιχεία του Συνδέσμου Ελληνικών Βιομηχανιών,¹ απορρόφησαν 10-14% από τον συνολικό τραπεζικό δανεισμό και 11-16% από τον μακροπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό των βιομηχανικών επιχειρήσεων.

Τα παραπάνω στοιχεία είναι ενδεικτικά της συμπεριφοράς της Εθνικής απέναντι στις βιομηχανικές επιχειρήσεις και του ρόλου τον οποίο έπαιξε η τράπεζα στη βιομηχανική ανάπτυξη. Η συμπεριφορά αυτή, και γενικότερα τα χαρακτηριστικά του συγκροτήματος, επηρεάστηκαν κυρίως από δύο παράγοντες: Πρώτον, από το ότι η τράπεζα για τη λήψη των αποφάσεων της στηρίζεται ως επί το πλείστον σε τραπεζικά κριτήρια. Δεύτερον, η συμπεριφορά της, ιδιαίτερα απέναντι στη βιομηχανία, επηρεάστηκε από το ότι βρισκόταν υπό δημόσιο έλεγχο. Για το λόγο αυτό ήταν υποχρεωμένη να λαμβάνει υπ' όψιν, για τον καθορισμό τόσο της πιστωτικής πολιτικής όσο και της πολιτικής

συμμετοχών στο εταιρικό κεφάλαιο επιχειρήσεων, τους στόχους οικονομικής πολιτικής που έθετε το Δημόσιο.

Παρ' όλα αυτά θα ήταν λάθος να θεωρήσουμε ότι η τράπεζα ήταν απλώς εκτελεστής των εντολών του Δημοσίου. Η συχνά επιλεκτική από μέρους της εφαρμογή των ισχυουσών διατάξεων, με κριτήριο κυρίως τη διασφάλιση των ιδιαίτερων συμφερόντων της, δείχνει ότι στην πράξη η τράπεζα πολλές φορές μπορούσε να επιβάλει τις απόψεις της.

Το συγκρότημα της Εμπορικής Τράπεζας

Το συγκρότημα αυτό, όπως προαναφέραμε, συστάθηκε και έλαβε τα βασικά χαρακτηριστικά του ενώ βρισκόταν υπό τον έλεγχο του εφοπλιστή Ανδρεάδη. Οργανώθηκε λοιπόν στην αρχή σαν ιδιόμορφο ιδιωτικό συγκρότημα, με δεδομένη τη σημασία των εμπορικών τραπεζών του συγκροτήματος στη συγκέντρωση της εθνικής αποταμίευσης.

Το συγκρότημα της Εμπορικής πριν από την εθνικοποίησή του είχε ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά με αυτό της Εθνικής. Τα κοινά αυτά χαρακτηριστικά είναι το σχετικά μικρό βάρος και η σταθερότητα του βιομηχανικού πυρήνα του συγκροτήματος. Η συμπεριφορά του όμως απέναντι στη βιομηχανία παρουσιάζει και πολλές διαφορές. Ο αριθμός των συμμετοχών μειοψηφίας είναι πολύ μικρός και ο τραπεζικός πυρήνας ανέλαβε την πρωτο-

βουλία να δημιουργήσει το σύνολο των ελεγχόμενων βιομηχανικών επιχειρήσεων. Οι τελευταίες αποτελούνται από τα Ναυπηγεία Ελευσίνος, την εταιρεία ναυπηγικών εργασιών Ελληνική Εταιρεία Γενικών Επιχειρήσεων, τη Βιομηχανία Φωσφορικών Λιπασμάτων, την Ελληνική Βιομηχανία Σάκων και Ειδών Πλαστικής Ύλης και την Ελληνική Βιομηχανία Χυμών και Κονσερβών. Τα Ναυπηγεία Ελευσίνος και η Βιομηχανία Φωσφορικών Λιπασμάτων είχαν κυρίαρχη θέση στον βιομηχανικό πυρήνα.

Αν όμως η δημιουργία των εταιρειών ναυπήγησης και επιδιόρθωσης πλοίων αποσκοπούσε να καλύψει τις ανάγκες που προέκυπταν από τις ναυτιλιακές δραστηριότητες του Ανδρεάδη, η δημιουργία των υπόλοιπων εταιρειών εντασσόταν ως επί το πλείστον στους στόχους που έθεταν τα πενταετή προγράμματα οικονομικής ανάπτυξης. Η δράση του ομίλου φαινόταν έτσι να βρίσκεται σε αρμονία με την οικονομική πολιτική του Δημοσίου, χωρίς τη βοήθεια του οποίου ο εφοπλιστής δεν θα είχε καταφέρει να εξασφαλίσει τον έλεγχο του τραπεζικού πυρήνα του συγκροτήματος.

Όμως, διαφορές ανάμεσα στο συγκρότημα αυτό και το συγκρότημα της Εθνικής διαπιστώνονται και ως προς την αποδοτικότητα των ελεγχόμενων εταιρειών. Ειδικότερα, πριν από την κρατικοποίηση του συγκροτήματος ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων των ε-

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Σύνθεση του Παθητικού των Βιομηχανικών Επιχειρήσεων του Συγκροτήματος της Εθνικής Τράπεζας* (σε %)

<u>Δανει. Μικρ. Δαν.</u> <u>Π αθητ. Ιδια Κεφ</u>			<u>Δανει.</u> <u>Παθητ.</u>		<u>Τραπεζ. Δαν.</u> <u>Σύνολο Δαν.</u>		<u>Τραπεζ. Δαν.</u> <u>Ιδια Κεφαλ.</u>		<u>Μικρ Τραπεζ. Δαν.</u> <u>Τραπεζ. Δαν.</u>	
1 9 7 1 * *			1981	1987	1981	1987	1981	1987	1981	1987
"Σκληρ. Πυρ."	89	286	189	82	86	72	(182)***	336	38	2,3
Συμμετ. Μειοψ. Εθν. Τρ.	75	134	80	60	74	60	293	89	46	37
"Διευρ. Περιβλ". Συνολ. Συγκρ.	75	140	83	61	73	60	363	93	43	35
Μέσος Ορος Βιομ.48 (σύμφωνα με στατιστ. στοιχεία Σ.Ε.Β.)		88	76	76	60	46	201	151	38	35

*Για την κατασκευή του πίνακα αυτού λάβαμε υπ' όψη το σύνολο των βιομηχανικών επιχειρήσεων του "σκληρού πυρήνα" και τις περισσότερες από τις βιομηχανικές επιχειρήσεις συμμετοχών μειοψηφίας της Εθνικής και του "διευρυμένου περιβλήματος" του ομίλου.

**Για το έτος 1971, υπολογίσαμε μόνο τους δείκτες Δαν./Παθητ. και Μακρ. Δαν./Παθητ., δοθέντος ότι το δελτίο του Σ.Ε.Β. αρχίζει να δημοσιεύει μόνο μετά το 1975, στοιχεία για τη σύνθεση του δανεισμού του συνόλου των βιομηχανικών επιχειρήσεων με τη βοήθεια των οποίων υπολογίζουμε τα στοιχεία της τελευταίας γραμμής του παραπάνω πίνακα.

*** Οι εντός παρενθέσεως αριθμοί είναι αρνητικοί.

έλλειψη στρατηγικής ελέγχου απέναντι στη βιομηχανία, από τις πολυάριθμες συμμετοχές μειοψηφίας σε βιομηχανικές επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους και από τον υψηλό δανεισμό των βιομηχανικών επιχειρήσεων στις οποίες συμμετέχει η τράπεζα. Δεδομένου μάλιστα ότι το σύνολο



λεγχόμενων εταιρειών ήταν αρκετά υψηλός, με εξαίρεση τα Ναυπηγεία Ελευσίνος, τα οποία είχαν συνεχώς αρνητική αποδοτικότητα. Η μονάδα αυτή και δευτερευόντως η Βιομηχανία Φωσφορικών Λιπασμάτων είχαν επίσης πολύ υψηλό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Μπορεί να υποθέσει λοιπόν κανείς ότι ο υψηλός δανεισμός και η αρνητική αποδοτικότητα των Ναυπηγείων Ελευσίνος είναι ενδεικτικά της μεταφοράς κερδών προς όφελος άλλων μονάδων του συγκροτήματος, η οποία συντελούνταν κυρίως με την υποκοστολόγηση των δαπανών για την κατασκευή και επιδιόρθωση πλοίων ιδιοκτησίας του εφοπλιστή.

Μετά την κρατικοποίησή του, ο όμιλος διατήρησε τα βασικά χαρακτηριστικά του: κυρίαρχη θέση των τραπεζικών και χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων και υψηλός τραπεζικός δανεισμός των βιομηχανικών επιχειρήσεων, κυρίως των Ναυπηγείων Ελευσίνος. Μετά την κρατικοποίησή του, ο όμιλος δεν δημιούργησε καμιά καινούργια βιομηχανική επιχείρηση.

Ανάλυση και ερμηνεία

Η παραπάνω ανάλυση δημιουργεί ορισμένα ερωτηματικά ως προς τους παράγοντες που επηρέασαν τη συμπεριφορά του δημόσιου χρηματοδοτικού κεφαλαίου στην Ελλάδα, όπως αυτή εκδηλώθηκε πρωτίστως από την Εθνική Τράπεζα. Η συμπεριφορά αυτή χαρακτηρίζεται από

λο των ελληνικών τραπεζών, ανεξάρτητα από τη μορφή ελέγχου που ασκείται στα διάφορα τραπεζικά ιδρύματα, χαρακτηρίζεται από ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά, θα αναφερθούμε και στους παράγοντες που καθόρισαν τη συμπεριφορά του ελληνικού τραπεζικού κεφαλαίου στο σύνολό του.

Η συμπεριφορά αυτή επηρεάστηκε κατ' αρχήν από τη στρατηγική οικονομικής ανάπτυξης που εφαρμόστηκε από τις διάφορες κυβερνήσεις μετά τον Πόλεμο. Η στρατηγική αυτή είχε κύριο στόχο την επιτάχυνση της βιομηχανικής ανάπτυξης, η οποία την εποχή εκείνη σημείωνε σημαντική καθυστέρηση. Στο πλαίσιο της πολιτικής αυτής, ο έλεγχος των χρηματοδοτικών φορέων αποκτούσε ζωτική σημασία, ιδιαίτερα αν λάβουμε υπ' όψιν τη μικρή ικανότητα των επιχειρήσεων για αυτοχρηματοδότηση.

Με το σκοπό αυτό, οι αρχές ευνόησαν ή και οργάνωσαν απ' ευθείας τη συγκέντρωση των τραπεζικών εργασιών προς όφελος των δύο εμπορικών τραπεζών, της Εθνικής και της Εμπορικής, και των ομίλων που ήλεγχαν αυτές. Στόχος ήταν να εξασφαλίσουν οι τράπεζες —υπό τον έμμεσο και/ή νομοθετικό έλεγχο του κράτους— τη χρηματοδότηση των βιομηχανικών επιχειρήσεων, ιδιαίτερα των μεγάλων, καλύπτοντας το κενό που άφηνε η ανυπαρξία σχεδόν αγοράς κεφαλαίου.

Η ολιγοπωλιακή οργάνωση του τραπεζικού συστήματος συνοδεύθηκε και από τη δημιουργία νομοθετικού πλαισίου, το

οποίο αφ' ενός απέβλεπε στο να προσελκύσει το κοινό να καταθέτει τις αποταμιεύσεις του στις τράπεζες, και αφ' ετέρου έκανε θεσμό τον μικτό χαρακτήρα των εργασιών των εμπορικών τραπεζών, ρυθμίζοντας λεπτομερώς τη σύνθεση του ενεργητικού τους.

Έτσι, ψηφίστηκαν φορολογικές απαλλαγές για τους τόκους των τραπεζικών καταθέσεων, ενώ τα επιτόκια των καταθέσεων, αν και χαμηλότερα από το ποσοστό ανόδου των τιμών κατά το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου, παρέμεναν ελκυστικά, αφ' ενός μεν λόγω του ρευστού χαρακτήρα των αποταμιεύσεων, αφ' ετέρου δε επειδή έλειπαν άλλες ευκαιρίες για τον μέσο αποταμιευτή ώστε να επενδύσει επικερδώς. Ρυθμίστηκαν επίσης τόσο οι πιστωτικές δραστηριότητες των τραπεζών, όσο και το ποσοστό και η σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους. Τέλος, εφαρμόστηκε πολιτική «κατευθυνόμενων επιτοκίων», η οποία οδήγησε στον καθορισμό χαμηλότερων επιτοκίων, τόσο για τις μεσο-μακροπρόθεσμες πιστώσεις, όσο και για τους θεωρούμενους προνομιακούς τομείς, και ιδιαίτερα για τη βιομηχανία.

Στο πλαίσιο της πολιτικής αυτής, το τραπεζικό σύστημα είχε να παίξει διπλό ρόλο: του προμηθευτή δανειακών κεφαλαίων, και του μετόχου μειοψηφίας προς όφελος των μεγάλων επιχειρήσεων.

Η πολιτική αυτή των αρχών επέφερε σημαντικά αποτελέσματα στη συμπεριφορά και τα χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων: ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος, στο πλαίσιο της πολιτικής αυτής, συνεπαγόταν —δεδομένης και της εν γένει φιλοσοφίας που εμπνέει την οικονομική πολιτική του Δημοσίου— την ύπαρξη σχετικά παθητικής στάσης, ως προς τον έλεγχο επιχειρήσεων του παραγωγικού τομέα. Η έλλειψη στρατηγικής ελέγχου που κατά συνέπεια χαρακτηρίζει τη συμπεριφορά των τραπεζών αυτών, αντανακλά κατά πρώτο λόγο τη θέληση του Δημοσίου να διατηρηθούν οι λειτουργικές ιδιομορφίες του τραπεζικού και του βιομηχανικού κεφαλαίου και να μην ενταχθούν οι υπό δημόσιο έλεγχο εμπορικές τράπεζες στην κατευθυνόμενη και ανταγωνιστική προς τον ιδιωτικό τομέα βιομηχανική πολιτική.

Όμως ο ρόλος του τραπεζικού κεφαλαίου δεν είναι ασυμβίβαστος με τον ιδιωτικό έλεγχο των πιστωτικών ιδρυμάτων, παρά μόνο στην περίπτωση που ο έλεγχος αυτός καταλήγει ώστε, κατά παράβαση των ισχυόντων πιστωτικών κανόνων, να επηρεάζεται η πιστωτική πολιτική των ιδρυμάτων αυτών από τη στρατηγική και τα ιδιαίτερα συμφέροντα των επιχειρήσεων που ασκούν τον έλεγχο. Αυτό δείχνει καθαρά η περίπτωση της Εμπορικής Τράπεζας, και ειδικότερα οι συνθήκες

υπό τις οποίες το συγκρότημα υπήχθη στον έλεγχο του κράτους.

Η εφαρμόζομενη οικονομική πολιτική είχε ωσαύτως συνέπειες και στη χρηματοδοτική δομή των βιομηχανικών επιχειρήσεων. Η πολιτική για την ποσοτική και ποιοτική διαφοροποίηση των όρων χρηματοδότησης προς όφελος της βιομηχανίας, που κατέληξε στη διαμόρφωση χαμηλών έως και αρνητικών πραγματικών επιτοκίων για μεγάλο διάστημα την περίοδο 1970-80, ευνόησε σημαντικά τον «υπερδανεισμό» της βιομηχανίας. Αυτό ισχύει κατ'εξοχήν για τις μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν ευκολότερη πρόσβαση στην τραπεζική χρηματοδότηση, λόγω της πολιτικής επιρροής που διαθέτουν και των σημαντικών εμπράγματων εγγυήσεων τις οποίες είναι σε θέση να προσφέρουν.

Ο «υπερδανεισμός» της βιομηχανίας ήταν, λοιπόν, αναπόφευκτο αποτέλεσμα της οικονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε, όπως αναπόφευκτα ήταν και τα αποτελέσματά του στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, σε περίπτωση που η οικονομική κατάσταση παρουσίαζε επιδείνωση. Πράγματι, η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας από τα μέσα της δεκαετίας του 1970, που προκάλεσε σημαντική μείωση των κερδών των επιχειρήσεων, έκανε δυσβάστακτη την αποπληρωμή των χρεών. Πολύ περισσότερο μάλιστα, που η επιβράδυνση αυτή συνοδεύτηκε και από σημαντική άνοδο των επιτοκίων, με αποτέλεσμα την περαιτέρω μείωση των καθαρών κερδών.

Η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού προτιμήθηκε από τις ελληνικές βιομηχανικές επιχειρήσεις επειδή αρμόζει καλύτερα σε ορισμένα δομικά χαρακτηριστικά τους, και ιδιαίτερα στον οικογενειακό χαρακτήρα των περισσοτέρων. Πράγματι, ο οικογενειακός έλεγχος δεν συμβιβάζεται με άλλους τρόπους χρηματοδότησης, και κατά κύριο λόγο με την έκδοση νέων μετοχών, λόγω των κινδύνων τους οποίους ενέχει αυτή στη διατήρησή του. Επίσης ο οικογενειακός έλεγχος ενθαρρύνει την εφαρμογή πολιτικής διανομής κερδών, που καταλήγει σε χαμηλή ικανότητα αυτοχρηματοδότησης της επιχείρησης.¹⁷

Τα χαρακτηριστικά της χρηματοδοτικής δομής των βιομηχανικών επιχειρήσεων στις οποίες το συγκρότημα της Εθνικής έχει συμμετοχές, αντανακλούν εκείνα των μεγάλων ελληνικών βιομηχανικών επιχειρήσεων στο σύνολό τους, με δεδομένο το εξαιρετικά υψηλό ποσοστό τέτοιων επιχειρήσεων στο «διευρυμένο περίβλημα» του συγκροτήματος. Στην έλλειψη στρατηγικής ελέγχου των βιομηχανικών επιχειρήσεων από τις μητρικές εταιρείες των ομίλων συνέτεινε επίσης ο χαρακτήρας των εργασιών και η παράδοση των ίδιων των τραπεζικών πυρήνων. Η πολιτική των τελευταίων και ιδιαίτερα της Εθνι-

κής καθοριζόταν ως επί το πλείστον με βάση τραπεζικά κριτήρια. Ίσως μάλιστα οι τράπεζες αυτές δεν είχαν ούτε την απαραίτητη ικανότητα ούτε και τη θέληση να αναλάβουν τον επιχειρησιακό κίνδυνο, ο οποίος είναι αναμφίβολα υψηλότερος στην περίπτωση χωρών με χαμηλό επίπεδο ανάπτυξης και πολύ μικρή βιομηχανική παράδοση, όπως η Ελλάδα.

Άλλωστε η συμπεριφορά αυτή χαρακτηρίζει το ελληνικό τραπεζικό κεφάλαιο στο σύνολό του. Πρέπει όμως να επισημάνουμε ότι παρά την καθυστέρηση που χαρακτηρίζει τη βιομηχανική ανάπτυξη στην Ελλάδα, και αντίθετα από την εμπειρία σε άλλες χώρες (Αυστρία, Γερμανία) όπου η άμεση τοποθέτηση του τραπεζικού κεφαλαίου στον παραγωγικό τομέα συντείνει σημαντικά στην επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης, στη χώρα μας δεν είχαμε παρά δύο εφήμερες εμπειρίες που αφρούν τη δημιουργία «τραπεζικών επιχειρήσεων» (banques d'affaires).¹⁸ Ακόμα και σήμερα δεν υπάρχει ιδιωτικό χρηματοοικονομικό συγκρότημα άξιο του ονόματός του.

Ανέκαθεν οι ελληνικές τράπεζες, και ιδιαίτερα η Εθνική, δεν επέδειξαν ενδιαφέρον¹⁹ για τον βιομηχανικό τομέα και προτιμούσαν δραστηριότητες με μικρό επιχειρηματικό κίνδυνο, ή ακόμα και σαφώς κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Η Εθνική, πρώτο τραπεζικό ίδρυμα της χώρας, που ασκούσε το τραπεζικό προνόμιο έως το 1928, έστρεφε τις δραστηριότητές της κατ'εξοχήν στη χρηματοδότηση του Δημοσίου, απ'όπου και εξασφάλιζε μεγάλα κέρδη.

Το ελληνικό τραπεζικό κεφάλαιο, και ιδιαίτερα η Εθνική και η Εμπορική, έπαιξαν ακόμα το ρόλο ρυθμιστή του ανταγωνισμού ανάμεσα στις βιομηχανικές επιχειρήσεις. Στο πλαίσιο του ρόλου αυτού, ενήργησαν σχεδόν πάντα προς την κατεύθυνση της μείωσης του ανταγωνισμού. Το γεγονός αυτό είναι αποτέλεσμα των ιδιαίτερων συνθηκών υπό τις οποίες οι εν λόγω τράπεζες άσκησαν το ρόλο τους σε μικρο-μακροοικονομικό επίπεδο: ως παραγωγού υπηρεσιών, και πηγής πιστώσεων και νέου χρήματος, αντίστοιχα. Η πολιτική μεγιστοποίησης του κέρδους την οποία εφαρμόζουν σε ιδιωτικοοικονομικό επίπεδο, στο πλαίσιο του ολιγοπωλιακού ελέγχου της τραπεζικής αγοράς, τις οδήγησε πολλές φορές να εμποδίσουν, με την άρνησή τους να χορηγήσουν πιστώσεις, τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων που θα συναγωνίζονταν ήδη λειτουργούσες, στις οποίες οι δύο τράπεζες είχαν χορηγήσει σημαντικές πιστώσεις.

Συμπεράσματα

Η μελέτη αυτή μέσα από την ανάλυση των



δύο χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων κατέδειξε το ρόλο του τραπεζικού κεφαλαίου στη βιομηχανική ανάπτυξη της Ελλάδας μετά τον Πόλεμο. Ο «υπερδανεισμός» της βιομηχανίας αποτελεί ένα από τα αρνητικά αποτελέσματα αυτής της πολιτικής για μαζική χρηματοδότηση του παραγωγικού τομέα, την οποία πολιτική εμπνεύστηκε και εφάρμοσε υπό τον έλεγχο του Δημοσίου.

Οι συνέπειες της πολιτικής αυτής όσον αφορά τον «υπερδανεισμό» των επιχειρήσεων σε συνδυασμό με την αδυναμία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος να αντιμετωπίσει τον διεθνή ανταγωνισμό διαφοροποιώντας και βελτιώνοντας τις υπηρεσίες του, δημιούργησαν την ανάγκη για μεταρρύθμιση του πιστωτικού τομέα. Μια μεταρρύθμιση που άρχισε να εφαρμόζεται το 1987, και έχει στόχο τη φιλελευθεροποίηση του συστήματος και την υποκατάσταση της διοικητικής ρύθμισης της τραπεζικής πολιτικής από τους νόμους της αγοράς:

- εγκατάλειψη της πολιτικής διαφοροποίησης των επιτοκίων πιστώσεων ανάλογα με τη χρηματοδοτούμενη δραστηριότητα
- ανάληψη απ' ευθείας από το κράτος του χρηματικού κόστους για τη στήριξη των τομέων που θεωρούνται βασικής σημασίας για την οικονομική ανάπτυξη
- διαμόρφωση των επιτοκίων σύμφωνα με τους νόμους της αγοράς.

Η μεταρρύθμιση αυτή αποτελεί επίσης προσπάθεια προσαρμογής στα νέα δεδο-

μένα που χαρακτηρίζουν τις χρηματοοικονομικές αγορές σε διεθνές επίπεδο, όπως και στην εξέλιξη της πολιτικής της ΕΟΚ. Η δεύτερη τραπεζική οδηγία της Ευρωπαϊκής Κοινότητας περιέχει ορισμένες διατάξεις που διευκολύνουν τη διακίνηση των κεφαλαίων και εναρμονίζουν τον τρόπο άσκησης των τραπεζικών εργασιών σύμφωνα με την προσεχή ενοποίηση του ευρωπαϊκού νομοσιατικού χώρου.

Οι αλλαγές αυτές θα έχουν σημαντικές επιδράσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Ορισμένες εθνικές ιδιομορφίες για τις οποίες κάναμε λόγο θα τείνουν να εξαφανισθούν, τόσο όσον αφορά την πολιτική των χρηματοοικονομικών ομίλων απέναντι στον παραγωγικό τομέα, όσο και σε σχέση με το ρόλο του κράτους.

Η εφαρμογή της δεύτερης τραπεζικής οδηγίας θα προκαλέσει σημαντικές αλλαγές όσον αφορά την πολιτική συμμετοχών των ελληνικών τραπεζών. Η οδηγία αυτή προβλέπει ότι οι «ειδικές» συμμετοχές μιας τράπεζας σε μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις δεν πρέπει να ξεπερνούν το 10% των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας, ενώ το σύνολο των «ειδικών» συμμετοχών της να μην υπερβαίνει το 50%.⁴ Μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις θεωρούνται και οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες, όπως ήδη δείξαμε, παίζουν σημαντικό ρόλο στο πλαίσιο των ομίλων Εθνικής και Εμπορικής.

Σύμφωνα με ορισμένες μελέτες,⁵ οι «ειδικές» συμμετοχές των μεγάλων ελληνικών εμπορικών τραπεζών είναι σαφώς μεγαλύτερες από τα όρια που καθορίζει η δεύτερη τραπεζική οδηγία. Οι «ειδικές» συμμετοχές της Εθνικής αντιπροσωπεύουν το 77,94% των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας, και μόνο οι συμμετοχές της σε «υπερδανεισμένες» επιχειρήσεις αντιπροσωπεύουν γύρω στο 61% των ιδίων κεφαλαίων της. Οι «ειδικές» συμμετοχές της Εμπορικής, εξάλλου, ξεπερνούν τα καθορισμένα ανώτατα όρια όσον αφορά τα Ναυπηγεία Ελευσίνος. Όσον αφορά την ΕΤΕΒΑ, οι «ειδικές» συμμετοχές της το 1988 έφθαναν το 55% των ιδίων κεφαλαίων της.

Αυτές οι διατάξεις, παρόλο που οι προβλεπόμενες προθεσμίες εφαρμογής τους είναι αρκετά εύκαμπτες σε ορισμένες περιπτώσεις, θα αναγκάσουν τις ελληνικές τράπεζες ή να αυξήσουν τα ίδια κεφάλαιά τους ή να παραχωρήσουν τμήμα του χαρτοφυλακίου τους σε ιδιώτες.

Η μεταρρύθμιση του ελληνικού χρηματοδοτικού συστήματος θα προκαλέσει επίσης εξασθένηση τόσο του κράτους ως ρυθμιστικού παράγοντα της οικονομικής ζωής, όσο και του δημόσιου χρηματοδοτικού κεφαλαίου. Ορισμένες τροποποιήσεις ιδιαίτερα, που σχεδιάζει η κυβέρνηση όσον αφορά τη διαχείριση των κεφα-

λαίων για τα ταμεία πρόνοιας και κοινωνικών ασφαλίσεων, θα προκαλέσουν σημαντικές αλλαγές στον έλεγχο που ασκείται στις μεγάλες εμπορικές τράπεζες. Τα σχέδια της κυβέρνησης αποβλέπουν στην ίδρυση μιας ή περισσότερων εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίες σκοπό θα έχουν τη διαχείριση των κεφαλαίων που μέχρι σήμερα είχαν χρησιμοποιηθεί για την αγορά μετοχών της Εθνικής και της Εμπορικής Τράπεζας. Σύμφωνα πάντως με πιο πρόσφατες ανακοινώσεις της κυβέρνησης, αυτή δεν φαίνεται να έχει πρόθεση να ιδιωτικοποιήσει τις δύο προαναφερόμενες τράπεζες.

Όσον αφορά τις σχέσεις ανάμεσα στις τράπεζες και τη βιομηχανία, η εντατικοποίηση του συναγωνισμού που θα προκαλέσει η φιλελευθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος θα ευνοήσει αναπόφευκτα τη διεύρυνση των προσφερόμενων τραπεζικών υπηρεσιών, και ίσως διευκολύνει την πρόσβαση μικρότερων επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό. Θα προκαλέσει όμως επίσης -και έχει ήδη προκαλέσει- σημαντική αύξηση των επιτοκίων χρηματοδότησης. Το Δημόσιο θα υποχρεωθεί για το λόγο αυτό να αναλάβει, αν θέλει να συνεχίσει την πολιτική μείωσης του κόστους δανεισμού για τη βιομηχανία, το σύνολο της σχετικής δαπάνης, μέρος της οποίας επιβάρυνε μέχρι πρότινος τους καταθέτες.

Τέλος, πρέπει να επισημάνουμε τους κινδύνους που εγκυμονούν οι μεταρρυθμίσεις αυτές για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η φιλελευθεροποίηση της πιστωτικής πολιτικής θα βελτιώσει αναμφίβολα την ποιότητα των τραπεζικών υπηρεσιών. Δοθέντος όμως ότι, όπως σωστά επισημαίνει ο Τ. Γιαννίτσης, οι ανεπάχκειες του ελληνικού πιστωτικού συστήματος δεν οφείλονται μόνο στις συνθήκες ανταγωνισμού που χαρακτηρίζουν την τραπεζική αγορά, αλλά και σε ορισμένες δομικές αδυναμίες του παραγωγικού τομέα, μια υπερβολικά γρήγορη φιλελευθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα κινδύνευε να εξασθενήσει σοβαρά τη συναγωνιστική θέση του ελληνικού τραπεζικού κεφαλαίου στο σύνολό του.¹⁵ ■

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

1. Ποσοστό ελέγχου μιας επιχείρησης Α σε μια επιχείρηση Β είναι το άθροισμα των ποσοστών με τα οποία συμμετέχουν οι επιχειρήσεις μέτοχοι της Β που ελέγχονται από την Α, συν το ποσοστό συμμετοχής της Α. Θεωρούμε ότι μια εταιρεία Β ελέγχεται από μια εταιρεία Α, όταν το ποσοστό ελέγχου της Α επί της Β ξεπερνά το 50%.

2. Ιδιαίτερα του προσήφθη:
 - ότι διατήρησε τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας σε πολύ χαμηλό επίπεδο·
 - ότι χρησιμοποίησε τα κατατεθειμένα σε αυτή χρήματα για να χρηματοδοτήσει τις συμμετοχές του συγκροτήματος, και τέλος,
 - ότι χρηματοδοτούσε τις επιχειρήσεις του συγκροτήματος με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους.
3. Τα στατιστικά στοιχεία του δελτίου του ΣΕΒ αναφέρονται στο σύνολο των βιομηχανικών επιχειρήσεων που έχουν τη νομική μορφή Α Ε και Ε Π Ε των οποίων ο μηχανικός εξοπλισμός ξεπερνά το ένα εκατομμύριο δραχμές. Εξαιρούνται, κατά συνέπεια, οι μικρές επιχειρήσεις και οι προσωπικές εταιρείες.
4. Ως «ειδική» συμμετοχή ορίζεται ο άμεσος ή έμμεσος έλεγχος τουλάχιστον του 10% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου μιας επιχείρησης, ή ακόμα η άσκηση ουσιαστικού επιρροής.



BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Bellon B. (1980). *Le pouvoir financier et l'industrie en France*. Παρίσι, Seuil, σελ. 34.
2. Bienayme A. (1971). *La croissance des entreprises*, Παρίσι, Bordas.
3. Bouvier J. (1973). *Un siècle de banque française*, Παρίσι, Hachette.
4. Boyer M.T. (1977). «Nature, formation et formes de concurrence des groupes financiers», *Cahiers d'Economie Politique*, No. 4, σελ. 185-213.
5. Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας (1988). *Η πρόταση της Δεύτερης Τραπεζικής Οδηγίας της ΕΟΚ για τους πιστωτικούς οργανισμούς και τα αποτελέσματά της στις τράπεζες του δημόσιου τομέα*, τεύχ. 136.
6. Chesnais F. (Νοέμβριος 1989), *Capital financier et groupes financiers: recherche sur l'origine des concepts et leur utilisation actuelle en France*, πρακτικά του συνεδρίου Διεθνοποίηση του κεφαλαίου και των χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων, Πανεπιστήμιο 10 Παρισιού (Nanterre), σελ. 168.
7. Chevalier J.M. (1977). *L'économie industrielle en question*. Παρίσι, Calmann-Levy.
8. Chevalier J.M. (1970). *La structure financière de l'industrie américaine et le problème du contrôle dans les grandes sociétés américaines*. Παρίσι, Cujas.
9. Champaud C. (1962). *Le pouvoir de concentration de la sociétés par actions*, Παρίσι, Sirey, σελ. 224.
10. Citoleux Y., Encaoua D. και λοιποί (1977). «Les groupes de sociétés en 1974», *Economie et Statistique*, τεύχ. 87.
11. De Bandt O. (1988). *Analyse comparative des structures de financement du secteur productif*, διδακτορική εργασία Πανεπιστήμιο Paris Nord.
12. De Vroey M. (1973). *Propriété et pouvoir dans les grandes entreprises*, Βρυξέλλες, CRISP.
13. Dritsas M. (1988). *L'industrie et les banques en Grèce entre les deux guerres*, διδακτορική εργασία, Πανεπιστήμιο της Αίλης.
14. Dupuy Y. (1977). *Essai de définition du groupe*, διδακτορική εργασία, Πανεπιστήμιο του Μονπελιέ.
15. Γιαννίσης Τ. (Ιούνιος 1990). «Liberalisation des marchés financiers et implications pour les structures financières des pays semi-industrialisés en Europe. L'exemple de la Grèce», *Διεθνές συνέδριο των οικονομολόγων γαλλικής γλώσσας*, Παρίσι, σελ. 5.
16. Hilferding R. (1970). *Le capital financier*, Παρίσι, éditions de Minuit.
17. Kapetanakis-Sifakis C. (Δεκέμβριος 1987). *L'influence de la taille sur l'endettement des entreprises industrielles grecques. L'Actualité Economique*, τεύχ. 63, αριθ. 4.
18. Κωστής Κ. (1986). *Οι τράπεζες και η κρίση*, Ιστορικό Αρχείο Εμπορικής Τράπεζας.
19. Marois B. - Pastré O. (Νοέμβριος 1977). «Les groupes financiers à dominante industrielle», Παρίσι, *Banque*, αριθ. 367, σελ. 1176.
20. Martins M.B. (1975). *Sociedades e grupos em Portugal*, Λισαβόνα.
21. Moreau F., *Le capital financier québécois*, les éditions cooperatives Albert Saint-Martin, Centrale de l'enseignement du Québec, Κεμπέκ, σελ. 96.
22. Morin F., *La structure financière du capitalisme français*, Παρίσι, Calmann Levy.
23. Morin F. (1977). *La banque et les groupes industriels à l'heure des nationalisations*, Παρίσι, Calmann Levy, σελ. 88.
24. Morin F. (1988). «Les groupes industriels et financiers», *Traité d'Economie Industrielle*, Παρίσι, Economica, σελ. 208-217.
25. Morin F. (1988). «Les groupes industriels et financiers», *Traité d'Economie Industrielle*, Παρίσι, Economica, σελ. 209.
26. Morvan Y. (1988). «Les stratégies des grands groupes et des firmes», *Traité d'Economie Industrielle*, Παρίσι, Economica, σελ. 423-435.
27. Niosi J. (1978). *Le contrôle financier du capitalisme canadien*, Κεμπέκ, Les Presses de l'université de Québec.
28. Pastré O. (1979). *La stratégie internationale des groupes financiers américains*, Παρίσι, Economica, σελ. 261.
29. Perroux F. (1973). *Pouvoir et économie*, Παρίσι, Bordas, σελ. 131.
30. Petrilli G. (1967). *L'état entrepreneur*, Παρίσι, Robert Laffont.
31. Quel Ennec M. (Ιούνιος 1986). «Les groupes de société», *Les Statistiques d'entreprise*, E 101, σελ. 31.
32. Saadi M.S. (1984). *Concentration financière et formation des groupes économiques privés marocains*, διδακτορική εργασία, Πανεπιστήμιο Paris-Dauphine.
33. Sagou M. (1980). *Paribas, anatomie d'une puissance*, Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.
34. Thollon Pommerol V. (1982). «Les groupes publics et privés», *Economie et Statistique*, τεύχ. 147.
35. Vasseur M. (1962). *L'état banquier d'affaires*, Παρίσι, Dalloz, σελ. 97.