

Συγχωνεύσεις και εξαγορές στην Ευρώπη: κατάσταση και προοπτικές*

ΑΝΕΣΤΗΣ Β. ΦΙΛΟΠΟΥΛΟΣ

Θεωρητικό πλαίσιο: Συγκλίσεις και διαφορές

ΣΤΗ ΔΕΚΑΕΤΙΑ του '80, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έγιναν πολύ συχνά θέμα της διεθνούς επικαιρότητας. Πίσω από αυτή τη δημοσιότητα, που πρόσφατα έχει φτάσει και στην Ελλάδα, βρίσκεται ένα εκτεταμένο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών που έχει εκδηλωθεί στις πιο πολλές αναπτυγμένες οικονομίες. Η έκταση του φαινομένου είναι ιδιαίτερα μεγάλη: στο σύνολο των χωρών της ΕΚ, 75% των χιλίων μεγαλύτερων επιχειρήσεων έχουν συμμετάσχει σε εγχειρήματα για τη λήψη ελέγχου ή την απόκτηση ιδιοκτησίας επιχειρησιακών μονάδων (19η Αναφορά για τον ανταγωνισμό, 1988· στο εξής η παραπομπή αυτή θα αναφέρεται με τα αρχικά RAPC).

Μπορούμε να ορίσουμε τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές ως μεταβολές στο καθεστώς ιδιοκτησίας και ελέγχου των επιχειρηματικών μονάδων που αναμειχθηκαν στο εγχείρημα. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν για τις επιχειρήσεις μορφές επένδυσης και αποεπένδυσης (αγγλικά και γαλλικά αντίστοιχα: *divestment, desinvestissement*), που η ιδιαιτερότητά τους έγκειται στον τρόπο πραγματοποίησής τους: Η αγορά ή η συνένωση ενός συνόλου παραγωγικών συντελεστών σε μια επιχείρηση, διαμέσου της συγχώνευσης ή της εξαγοράς αντί της «συναρμολόγησής» τους στο πλαίσιο του επενδυτικού σχεδίου, εξασφαλίζει στον επενδυτή ορισμένα σημαντικά πλεονεκτήματα: ταχύτητα, είσοδο σ' έναν κλάδο, απόκτηση τεχνολογικής γνώσης, εξοικονόμηση κεφαλαίου, αποεπένδυση. Επειδή ακριβώς η διαδικασία επέκτασης δεν γίνεται στο εσωτερικό της επιχειρηματικής μονάδας, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές χαρακτηρίζονται ως «εξωτερική μεγέθυνση» (*external growth, croissance externe* - ADEFI, 1983).

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν το κύριο μέσο μετασχηματισμού του «ιστού» εταιρικής ιδιοκτησίας. Επομένως, επιδρούν καθοριστικά στο δυναμισμό και στις επιδόσεις μιας οικονομίας στην έκταση που αυτές καθορίζονται από το καθεστώς ιδιοκτησίας (Williamson, 1970, 1988· Demsetz, 1983). Η επίδραση αυτή των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στις δομές και στις επιδόσεις μιας οι-

κονομίας, μπορεί να ιδωθεί μέσα από δύο διαφορετικές θεωρητικές προσεγγίσεις: των υποστηρικτών της «μυωπίας» της αγοράς, και των υποστηρικτών της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Σύμφωνα με την πρώτη, το σύνολο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών θεωρείται μία αγορά με αντικείμενο συναλλαγής τον εταιρικό έλεγχο από μέρους ανταγωνιζόμενων ατόμων ή ομάδων διευθυντικών στελεχών (*market for corporate control*). Η αγορά αυτή διορθώνει τις ατέλειες της κεφαλαιαγοράς και του διαχωρισμού διεύθυνσης και ιδιοκτησίας, επιβάλλοντας στις επιχειρήσεις να μην αποκλίνουν από το στόχο της μεγιστοποίησης του κέρδους (Jensen και Ruback, 1983· Jensen, 1983, 1988· Jarrrell - Brickley - Netter, 1988). Στην περίπτωση των αγγλοσαξονικών χωρών, η οικονομία είναι συγκροτημένη με βάση μια τέτοια λογική: οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν σχεδόν αποκλειστική ατραπό ανανέωσης των δομών ιδιοκτησίας, καθώς λειτουργούν ως έσχατο μέσο συμμόρφωσης των επιχειρήσεων στις επιταγές του ανταγωνισμού. Οι μονάδες που αποκλίνουν βραχυπρόθεσμα από το στόχο της μεγιστοποίησης κερδών βρίσκονται αντιμέτωπες με την πτώση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου τους (δηλαδή, του τρέχοντος κόστους τους σε μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά) ως προς το κόστος αντικατάστασής του (λόγος *q* του Tobin· δες Chan Lee, 1986). Τούτο αντανακλάται στην πτωτική τάση της τιμής της μετοχής μιας επιχείρησης που καθίσταται ευάλωτη σε απόπειρα εξαγοράς. Σχηματοποιώντας, σύμφωνα με τους υποστηρικτές της αποτελεσματικότητας της αγοράς, η εν λόγω διαδικασία αυξάνει την πίεση του ανταγωνισμού και, έτσι, βελτιστοποιεί τη θέση της οικονομίας.

Σε διαμετρικά αντίθετη θέση, οι υποστηρικτές της «μυωπίας» της αγοράς επισημαίνουν ότι η απειλή εξαγοράς δυσχεραίνει εξαιρετικά τα μακροπρόθεσμα επενδυτικά σχέδια των επιχειρήσεων και, επομένως, η οικονομική αποτελεσματικότητα και ο δυναμισμός μιας οικονομίας με «ελεύθερη» αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν βελτιστοποιούνται. Αιτία είναι το ότι ο οικονομικός ορίζοντας δεν είναι ο μέγιστος δυνατός, με συνέπεια να αυξάνεται το μακροχρόνιο μέσο κόστος (Scherer και Ravenscraft, 1987a, 1987b).

* Ανακοίνωση στο συμπόσιο με τίτλο «Εξαγορές, Συγχωνεύσεις, Συνεργασίες», που πραγματοποιήθηκε στην Αθήνα, 26-27 Ιουνίου 1991.

1989· Scherer, 1988· Cowling, 1980· Muel-
ler, 1980, 1987· Caves, 1987, 1989). Σύμφωνα με την ίδια άποψη, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν δραστηριότητα που, μεταξύ άλλων, έχει σε μεγάλο βαθμό βραχυπρόθεσμα κερδοσκοπικά κίνητρα των κατόχων του μετοχικού κεφαλαίου, με αποσταθεροποιητικές επιπτώσεις και σπατάλη πόρων για το σύνολο. Οι υψηλές επιδόσεις χωρών όπως η Γερμανία και η Ιαπωνία, στις οποίες οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι συγκριτικά περιορισμένες, φαίνεται να υποστηρίζουν εμπειρικά αυτή την επιχειρηματολογία (Scherer, 1986· De Jong, 1990).

Σύμφωνα με ορισμένες εμπειρικές ενδείξεις, το επίπεδο δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών διακυμαίνεται βραχυπρόθεσμα σε συνάρτηση με τον τετραετή οικονομικό κύκλο (Nelson, 1959, 1966). Μακροπρόθεσμα, κατά τη διάρκεια του 20ού αιώνα, έχουν παρατηρηθεί τέσσερα μεγάλα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών (Aglietta, 1976). Εύλογο είναι να υποστηρίξουμε ότι τα δεδομένα που αφορούν τις ΗΠΑ –μόνη χώρα για την οποία υπάρχουν διαθέσιμες στατιστικές σειρές από την αρχή του αιώνα– ισχύουν και για τις κυριότερες ευρωπαϊκές χώρες, αν αγνοήσουμε αποκλίσεις που οφείλονται κυρίως στις διαφορές του θεσμικού πλαισίου, στις μορφές του ανταγωνισμού, της κουλτούρας και της στρατηγικής των επιχειρήσεων.

Η βασικότερη άμεση επίπτωση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι η συγκέντρωση κεφαλαίου. Ωστόσο, τα χαρακτηριστικά και οι μορφές που παίρνει η εμπειρική διασύνδεση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών με τη συγκέντρωση αυτή αποτελούν αντικείμενο διαμάχης (ενδεικτικά δες το διάλογο μεταξύ των Hap-
pan – Kay, το 1977, και του Prajs, το 1981, είτε τη βιβλιογραφική ανασκόπηση των Curry – George, του 1983).

Εμπειρικά δεδομένα στην Ευρώπη

Α. Στατιστική μεθοδολογία και δυσχέρειες

Η απουσία ομογενών στατιστικών σειρών σε παγκοινωνικό επίπεδο είναι η σημαντικότερη δυσκολία στην απόπειρα προσέγγισης του θέματος. Εθνικά στατιστικά στοιχεία άρχισαν να συλλέγονται μεταπολεμικά στη Μεγάλη Βρετανία (MMC) και αρκετά πιο πρόσφατα στις υπόλοιπες χώρες (INSEE, COB στη Γαλλία, Bundeskartellamt στη Γερμανία). Σε κάποιες δυτικοευρωπαϊκές χώρες, όπως η Ιταλία και η Ισπανία, δεν συγκεντρώνονται στοιχεία με σκοπό τη στατιστική περιγραφή του φαινομένου, ενώ στη Γαλλία η πλέον ολοκληρωμένη διαθέσιμη σειρά στηρίζεται σε αποδεκτίωση του ημερησίου και περιοδι-

κού Τύπου – με όλες τις αδυναμίες που αυτό συνεπάγεται. Επιπροσθέτως, οι διαφορές στη νομική αντιμετώπιση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών από χώρα σε χώρα επιτείνουν ακόμα περισσότερο τις δυσκολίες αναγωγής των δεδομένων σε κοινή βάση. Αναγκαστικά, κάθε προσέγγιση υποφέρει από ετερογένεια και αποσπασματικότητα.

Η μόνη διαθέσιμη σειρά για το σύνολο



των χωρών της Κοινότητας είναι η καταγραφή των επιχειρημάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών (συμμετοχές πλειοψηφίας και μειοψηφίας) που πραγματοποιούν ή στις οποίες μετέχουν οι χίλιες μεγαλύτερες επιχειρήσεις των ΕΚ, με βάση τον εργα-
νισμό του Τύπου. Τα δεδομένα αυτά περιέχονται στις ετήσιες δημοσιεύσεις των «Αναφορών για την πολιτική του ανταγωνισμού» (Rapports Annuels sur la politique de la concurrence – RAPC) και, κατά κύριο λόγο, αφορούν τον αριθμό των συγχωνεύσεων και εξαγορών και όχι αξιακά μεγέθη των συναλλαγών. Αυτό έχει ως συνέπεια να μειώνεται η ακρίβεια και συχνά η αξιοπιστία των στοιχείων, τα οποία μερικές φορές τείνουν ν' αποτελούν απλώς ενδείξεις. Παρ' όλ' αυτά, τούτη είναι η κυριότερη διαθέσιμη πηγή που χρησιμοποιούμε.

Β. Εκδήλωση του φαινομένου: ρυθμοί και διαστάσεις

Οι χίλιες μεγαλύτερες επιχειρήσεις στις ΕΚ πραγματοποίησαν 1.122 συγχωνεύσεις και εξαγορές την περίοδο 1988-89 (εγχειρήματα πλειοψηφίας και μειοψηφίας). Ο αριθμός αυτός, οριακά υψηλός, αντιπροσωπεύει ενδεχομένως την κορύφωση του φαινομένου, καθώς ο ρυθμός αύξησης ήταν φθίνων: από 115% το 1986-87 και 27% το 1987-88, έπεσε σε 9% το 1988-89 (RAPC 1987, 1988, 1989, 1990). Προεκτείνοντας γραμμικά την τάση, μπορούμε να

υποθέσουμε ότι το 1990-91 το φαινόμενο θα έχει αγγίξει ένα μέγιστο. Ουσιαστικά, η δραστηριότητα κατά το 1988-89 έχει διπλασιαστεί σε σχέση με το 1984-85. Πρόκειται για ένα κύμα δραστηριότητας ανάλογο εκείνου που είχε γνωρίσει η διεθνής οικονομία στα τέλη του 1960.

Γ. Γεωγραφική διασπορά

Οι χίλιες μεγαλύτερες επιχειρήσεις της Κοινότητας κατά την περίοδο 1982-89 πραγματοποίησαν συγχωνεύσεις και εξαγορές με ομοεθνή εταίρο στο 60,4% των περιπτώσεων, με κοινοτικό εταίρο στο 27%, και με εταίρους από τρίτες χώρες στο 12,5% των περιπτώσεων (RAPC, 1983-1990). Σύμφωνα με μια μελέτη (Mc Dougall, 1989) την περίοδο 1984-87 σε ό,τι αφορά τις διασυνοριακές συναλλαγές στην Ευρώπη, η Ιταλία επεκτείνεται με τον ταχύτερο ρυθμό. Η ταχεία ανάπτυξη της χώρας αλλά και η διεθνής ολοκλήρωση των ιταλικών επιχειρήσεων που αναζητούν ένα κρίσιμο μέγεθος σε διεθνές επίπεδο (όπως και ο υπερατλαντικός προσανατολισμός του HB) εξηγούν αυτή τη θέση της Ιταλίας. Επίσης, οι μικρότερες χώρες των ΕΚ, σύμφωνα με την ίδια μελέτη, συμμετέχουν πολύ περισσότερο στις διασυνοριακές συναλλαγές.

Τα επίπεδα δραστηριότητας κατά χώρα είναι πολύ έντονα διαφοροποιημένα. Στο ένα άκρο, βρίσκεται το Ηνωμένο Βασίλειο με συναλλαγές ύψους 22% του ΑΕΠ

του το 1986, έτος κατά το οποίο κορυφώθηκε το κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Wright-Keyne, 1985). Οι υψηλές αυτές επιδόσεις σε σχέση με τη λοιπή Ευρώπη μπορούν να ερμηνευθούν από τη μορφή του βρετανικού θεσμικού πλαισίου, που προσδίδει ιδιαίτερο ρόλο και δικαιώματα στους κατόχους του μετοχικού κεφαλαίου. Χαρακτηριστικά αυτής της δραστηριότητας είναι η πραγματοποίηση επιθετικών εξαγορών (εγχειρήματα στα οποία απουσιάζει η συγκατάθεση της διεύθυνσης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης) και οι «αυτο-εξαγορές» από τους διευθύνοντες της επιχείρησης—στόχου με σημαντική συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων (MBO «management buy out» Wright-Keyne, 1985). Ο κλάδος της οικονομίας με τις υψηλότερες επιδόσεις σε συγχωνεύσεις και εξαγορές—50 έως 60% του συνόλου σε αξιακά μεγέθη—είναι ο τραπεζικός (Office of fair trading—απογραφή της MMC, 1986). Οι υψηλές επιδόσεις του πιστωτικού τομέα ερμηνεύονται από το ρόλο του Λονδίνου ως διεθνούς τραπεζικού κέντρου και, ενδεχομένως, από την προπαρασκευή για την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος. Οι συναλλαγές είναι πολύ περισσότερο προσανατολισμένες προς το εξωτερικό (75% του συνόλου των περιπτώσεων) και ειδικότερα προς τις ΗΠΑ, σε σύγκριση με τους αντίστοιχους προσανατολισμούς στην ηπειρωτική Ευρώπη.

Στο άλλο άκρο του φάσματος, τα χαμηλότερα επίπεδα συναλλαγών, συγχωνεύσεων και εξαγορών εμφανίζονται στη Γερμανία και στις υπόλοιπες κεντροευρωπαϊκές χώρες. Τα εγχειρήματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στη Γερμανία μεταξύ 1980-86 ήταν 600-800 ετησίως (Bundeskartellamt, 1987), με ετήσια αξία δραστηριότητας χαμηλότερη από το 1% του ΑΕΠ της χώρας (Cleis, 1989). Η πολυμέρεια των δομών ιδιοκτησίας (με τη σύμπραξη μεγάλων τραπεζών, μετόχων, καρτέλ επιχειρήσεων και εκπροσώπων των εργαζομένων) και το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο καθιστά μία συγχώνευση εξαιρετικά δύσκολο εγχείρημα, επειδή απαιτείται η συναίνεση της ενισχυμένης πλειοψηφίας (75% των μετόχων) που ασκεί τον έλεγχο στην επιχείρηση (Walrafen, Jonchere, 1989).

Η Γαλλία και οι λατινικές χώρες βρίσκονται σε ενδιάμεση θέση από πλευράς επιπέδου δραστηριότητας. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές των είκοσι μεγαλύτερων επιχειρηματικών συγκροτημάτων (αντιπροσωπεύουν περίπου το 40% του ΑΕΠ) ανέρχονται σε ύψος 4,5% του ΑΕΠ κατά το 1987 (Pottier, 1989). Οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις στη διάρκεια της δεκαετίας οδήγησαν τη Γαλλία εγγύτερα στο αγγλοσαξονικό πρότυπο. Η εμφάνιση των «εχθρικών ή (ορθότερα) επιθετικών εξαγο-

ρών» (hostile takeovers, offres publiques d'achat ou d'échange) συντομογραφικά OPA ή OPE) αποτέλεσε το σημαντικότερο νέο ποιοτικό χαρακτηριστικό την περίοδο αυτή (Grand, 1990). Ωστόσο, η δραστηριότητα σε συγχωνεύσεις και εξαγορές στη Γαλλία εμφανίζει χαρακτηριστικά κοινά με την περίπτωση της Γερμανίας. Η πιστωτική διαμεσολάβηση επεκτείνεται στην άμεση εμπλοκή σε συγχωνεύσεις και εξαγορές (Pene, 1988). Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτέλεσε βασικό εργαλείο εξειδίκευσης και αναπροσανατολισμού των μεγάλων βιομηχανικών συγκροτημάτων και επιδίωξης άριστου μεγέθους ή ηγετικών θέσεων στην αγορά, σύμφωνα με τις ρητές κατευθύνσεις του γαλλικού σχεδίου.

Δ. Κλαδικές εντάσεις

Στην περίοδο 1986-89, 1.948 συναλλαγές (84% του συνόλου) αφορούσαν τη βιομηχανία, 145 (6,2%) τη διανομή, 139 (6%) τις τράπεζες και 74 (3,2%) τον κλάδο των ασφαλίσεων (RAPC, 1987-90). Ωστόσο, είναι εύλογο να υποθεθεί πως σε αξιακά μεγέθη ο τομέας των τραπεζών—ασφαλειών θα έχει μεγαλύτερο ειδικό βάρος, αν και οι δυνατότητες εμφάνισης οικονομικών κλίμακας που θα δικαιολογούσαν την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι περιορισμένες στον τριτογενή τομέα (Petit, 1986).

Μεταξύ των κλάδων του τομέα της βιομηχανίας, τη μεγαλύτερη δραστηριότητα (1/3 του συνόλου των συναλλαγών) παρουσιάζουν τα χημικά και τα τρόφιμα. Περισσότερο από 10% της συνολικής δραστηριότητας καταλαμβάνουν οι κλάδοι των ηλεκτρικών—ηλεκτρονικών, των μηχανών και του χάρτου—ξύλου.

Από πλευράς μεγέθους, περίπου το 40% του αριθμού των συναλλαγών είναι

ύψους χαμηλότερου του ενός δισεκατομυρίου ECU, το 32% αφορά συναλλαγές ύψους ενός - δύο δις. ECU, ενώ το υπόλοιπο 28% των περιπτώσεων αφορά συναλλαγές μεγαλύτερου ύψους (RAPC, 1990). Οι χίλιες μεγαλύτερες επιχειρήσεις των ΕΚ είναι, προφανώς, ανεπαρκές δείγμα για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με το μέγεθος των εγχειρημάτων για συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Ε. Μορφολογία και κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Τα κίνητρα για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελούν εύγλωττες ενδείξεις για τη στρατηγική που υιοθετούν και ακολουθούν οι επιχειρήσεις απέναντι στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες. Η σύνθεση των αποτελεσμάτων που παρουσιάζονται στις «Ετήσιες αναφορές για την πολιτική του ανταγωνισμού» κατά τα έτη 1985-89, εμφανίζει την ακόλουθη εικόνα: Η ενδυνάμωση της θέσης στην αγορά και η επέκταση ως κίνητρα ανέρχονται από 29% σε 73% μεταξύ 1985 και 1989. Αντίθετα, τα κίνητρα αναδιάρθρωσης και εξορθολογισμού των επιχειρησιακών δομών κατέρχονται από 35% στην αρχή σε 15% στο τέλος της ίδιας περιόδου.

Μπορούμε εύλογα να υποθέσουμε, με βάση αυτά τα δεδομένα, πως στην πρώτη φάση αυτής της περιόδου οι επιχειρήσεις αποσκοπούσαν στον εξορθολογισμό των δομών τους για ν' αντιμετωπίσουν τα υψηλά επιτόκια και την ύφεση της αρχής της δεκαετίας και να εξέλθουν από την κρίση. Στη συνέχεια, η στρατηγική τους εστιάζεται στην αναζήτηση ενός κρίσιμου μεριδίου αγοράς, που θα τους επιτρέψει να επιβιώσουν στην ενιαία αγορά. Η αποδεικτική στήριξη μιας τέτοιας υπόθεσης απαιτεί ένα ερευνητικό διάβημα—εντελώς

ΠΙΝΑΚΑΣ

Κυριότερα κίνητρα των εγχειρημάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών (συμμετοχές πλειοψηφίας) των 1.000 μεγαλύτερων επιχειρήσεων της ΕΚ (1985-89)

Κίνητρα	85/86 (%)	86/87 (%)	87/88 (%)	88/89 (%)	Απόλυτο μέγεθος αριθμού εγχειρημάτων το 1988-89
1. Ενίσχυση της θέσης στην αγορά	11,3	11,5	25,3	42,2	155
2. Επέκταση	18,1	22,1	21,7	31,3	115
3. Συμπληρωματικότητα	14,4	12,4	19,5	10,6	39
4. Διαφοροποίηση	12,5	5,7	8,3	7,0	26
5. Αναδιάρθρωση	35,0	29,7	14,8	3,8	14
6. E + A. Προώθηση πωλήσεων	2,5	5,3	1,4	—	—
7. Εξειδίκευση	1,9	1,3	1,8	—	—
8. Διάφορα & απροσδιόριστα	4,4	11,9	6,9	4,9	18
Σύνολο*	100,0	100,0	100,0	100,0	367

* Τα ποσοστά αφορούν τα εγχειρήματα για τα οποία υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες (περίπου το 75-80% του συνόλου).

διαφορετικό από το παρόν-, με αντικείμενο τη συνάρτηση των εθνικών μακροοικονομικών εξελίξεων και του ύψους των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ωστόσο, η εμπειρική αυτή ένδειξη συμπίπτει grosso modo με την προβληματική που υιοθετεί ο R. Nelson (1959, 1966) ερμηνεύοντας τις κυκλικές διακυμάνσεις των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στις ΗΠΑ σε συνάρτηση με τον οικονομικό κύκλο, καθώς και με την ανάλυση που επιχειρεί ο F.M. Scherer (1986, 1988) για το χαρακτήρα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στη δεκαετία του '80 («bust up takeovers»).

Συμπεράσματα

Στη διάρκεια της παρελθούσης δεκαετίας, ένα διεθνών διαστάσεων κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών που συμπεριέλαβε και την Ευρώπη -με διαφορετικούς ρυθμούς εξέλιξης, ένταση και έκταση σε κάθε ευρωπαϊκή χώρα- συνέβαλλε στη διαμόρφωση μιας κοινής ευρωπαϊκής πραγματικότητας. Την κυριότερη τέτοια εξέλιξη αποτέλεσε η αναδιοργάνωση των επιχειρήσεων, κυρίως μεσαίου και μεγάλου μεγέθους, με στόχο τη συγκρότηση δομών που ν' απευθύνονται όχι πλέον στην εθνική αλλά στην κοινοτική αγορά. Η αναζήτηση ενός κρίσιμου ελάχιστου μεγέθους στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά διαμορφώνει νέα δεδομένα και δρομολογεί μια δυναμική για την ενοποίηση ανεξάρτητη από τις πολιτικές αποφάσεις που την κατέστησαν δυνατή. Μπορούμε να ισχυριστούμε ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στη διάρκεια της δεκαετίας αποτέλεσαν όργανο εξόδου από την ύφεση των αρχών του '80, όσο και βασικό εργαλείο της δυναμικής της ευρωπαϊκής ενοποίησης, στο βαθμό που η ενιαία αγορά έγινε αναπόσπαστο τμήμα του οικονομικού και πολιτικού ορίζοντα (Buigues-Ilzkovitz, 1988: Emmerson, 1988).

Εργαλείο σύγκλισης, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι ταυτόχρονα και ενδείκτης μιας σειράς σημαντικών διαφορών στον ευρωπαϊκό χάρτη. Διαπιστώσαμε παραπάνω ότι σε ορισμένες εθνικές οικονομίες στην Ευρώπη, με προεξάρχουσα τη βρετανική, το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών εμφανίζεται με ιδιαίτερη ένταση, ενώ σε άλλες έχει συγκριτικά περιορισμένη έκταση. Η έκταση της εμφάνισης του φαινομένου μπορεί να υποστηριχθεί ότι αποτελεί ένδειξη ενός ριζικά διαφορετικού τρόπου οικονομικής οργάνωσης (Lipietz-Leborgne, 1987, 1989· De Jong, 1990· Filopoulos, 1990). Υπερβαίνοντας τα όρια του παρόντος κειμένου, θα επισημάνουμε ότι ο μεγάλος αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών συνδέεται με τα εξής χαρακτηριστικά:

- Οι επιχειρησιακές στρατηγικές προσανατολίζονται στη μεγιστοποίηση του κέρδους·
- κύρια θεσμική μορφή της επιχειρησιακής δράσης είναι η ανώνυμη εταιρεία, με τίτλους δημόσια διαπραγματεύσιμους στην κεφαλαιαγορά·
- υπάρχει απόκλιση στοχεύσεων και δυνάμει συγκρούσεων μεταξύ διευθυνόντων - ιδιοκτητών·



- κύριοι παράγοντες -αν όχι οι μόνοι- άσκησης εξουσίας και ελέγχου είναι οι κάτοχοι του μετοχικού κεφαλαίου·
- το θεσμικό πλαίσιο εξασφαλίζει τη διαφάνεια και την κατά το δυνατόν ανεμπόδιστη δράση των δυνάμεων της προσφοράς και της ζήτησης στην αγορά.

Αντίθετα, η περιορισμένη διεξαγωγή συγχωνεύσεων και εξαγορών, όπως στην περίπτωση της Γερμανίας, φαίνεται να συνδέεται με οικονομικές δομές διαφορετικού χαρακτήρα:

- Οι επιχειρήσεις προσανατολίζονται στη μεγιστοποίηση των πωλήσεων·
- κύρια θεσμική μορφή των επιχειρηματικών μονάδων είναι οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης·
- ο επιχειρηματικός έλεγχος ασκείται από ένα συναινετικό μηχανισμό στον οποίο βαρύνονται ρόλο -εκτός των μετόχων- διαδραματίζουν οι τράπεζες, οι εργαζόμενοι, τα καρτέλ επιχειρήσεων· αυτός ο μηχανισμός διασφαλίζει τη συγκλήσιμη στόχων όλων των συνιστασών που συναποτελούν την επιχείρηση·
- το θεσμικό πλαίσιο διασφαλίζει το ρόλο των μειοψηφιών και την εξελικτική πραγματοποίηση των οποιωνδήποτε μεταβολών.

Οι διαφορές αυτές συγκροτούν διαφορετικές μορφές οργάνωσης και ρύθμισης των σχέσεων ιδιοκτησίας. Μπορούν δε να θεωρηθούν ως γενεσιουργοί παράγοντες των διαφορών που παρατηρούνται στους

ρυθμούς μεγέθυνσης και στην εξέλιξη της παραγωγικότητας από χώρα σε χώρα.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές με αυτό τον τρόπο τροφοδοτούν διαδικασίες σύγκλισης στην Ευρώπη, αλλά και υποδεικνύουν τα όρια αυτών των διαδικασιών. Για πόσο ακόμα μπορούν να συνυπάρξουν σ' έναν ενιαίο οικονομικό χώρο τέτοιες αποκλίσεις θεμελιώδους μορφής; Τι συνέπειες θα έχει ο διαφαινόμενος ανισοβαρής χαρακτήρας αυτών των δύο πόλων; Τα ερωτήματα αυτά μένουν να διερευνηθούν. ■

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ADEFI, «Economie industrielle: problématique et méthodologie», *Economica*, Paris, 1983.
- Aglietta M., *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, 1975.
- Brown L. and Rosengren E. (eds), *The merger Boom*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1987.
- Buigues P. and Jacquemin A., «Strategies of Firms and Structural Environment in the Large Internal Market», *Journal of Common Market Studies*, Volume XXVIII, No 1, September 1989.
- Buigues P. et Ilzkovitz F., «Les enjeux sectoriels du marché intérieur», *Révue d'Economie Industrielle*, No 45, 3ème trimestre 1988.
- Caves R., «Effects of mergers and acquisitions on the economy: an industrial organization perspective», in Brown L. and Rosengren E. (eds), 1987, *The merger Boom*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston.

- Caves R., «Mergers, takeovers and economic efficiency», *International Journal of Industrial Organization*, 1989, No 7, pp. 151-174.
- Chan-Lee J., «Pure Profit Rates and Tobin's q in nine OECD countries», OECD, 1986.
- Cleis A., «OPA inamicales: Une pratique peu repandue en RFA», *Problèmes Economiques*, Février 1989, No 2112, pp. 8-10.
- Commission des Communautés Européennes, *14e-19e Rapports sur la Politique de Concurrence*, Bruxelles 1985-90.
- Cowling K., Stoneman P., Cubbin J., Cable J., Hall G., Domberger S. and Dutton P., *Mergers and Economic Performance*, 1980, Cambridge, Cambridge University Press.
- Curry B. and George K.D., «Industrial concentration: a survey», *The Journal of Industrial Economics*, March 1983, vol. XXXI, No 3, pp. 203-255.
- De Jong H., «The takeover market in Europe: control structures and the performance of large companies», Paper for the *International conference on Merger, Oligopoly and Trade*, Aix-en-Provence, France, June 21-22, 1990.
- Demsetz H. and Lehn K., «The structure of corporate ownership: Causes and consequences», *Journal of Political Economy*, 1985, vol. 93, No 6, pp. 1155-1177.
- The Economist*, December 1988, No 17, «Do mergers work?» (sans auteur).
- Emerson M. assisted by Aujean M., Catinat M., Goybet P. and Jacquemin A., *The economics of 1992: An assessment of the potential economic effects of completing the internal market of the European Community*, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 1988.
- Eynaudi C., «Recension: Fusions et acquisitions d'entreprises», *Révue d'Economie Industrielle*, 1989.
- Filipopoulos A.V., *Fusions, acquisitions et structures Economiques dans l'Europe des années '80*, Mémoire de DEA à L'Université de Paris VII, Paris 1990.
- Gray S.J. et Mc Dermott M.C., «International Mergers and Takeovers: A Review of Trends and Recent Developments», *European Management Journal*, vol. 6, No 1, 1987, pp. 26-35.
- Grand B., «Les OPA hostiles en France: Etude empirique sur la période 1985-1989», *Conférence Fusions, Oligopole et Commerce International*, Aix-en-Provence, Juin 1990.
- Hannah L. and Kay J., *Concentration in modern industry*, London, Mac Millan, 1977.
- Jensen M., «Takeovers: Their causes and consequences», *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1988, vol. 2, No 1, pp. 21-48.
- Jensen M. and Ruback R., «The market for corporate control: The scientific evidence», *Journal of Financial Economics*, 1983, No 11, pp. 5-50.
- Jensen M., «The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors», *Journal of Financial Economics*, 1988, No 20, pp. 3-24.
- Lipietz A. et Leborgne D., «L'après-Fordisme et son espace», *Technology, restructuring and urban/regional development*, Dubrovnik, Juin 1987.
- Lipietz A. et Leborgne D., «Pour éviter l'Europe à deux vitesses», *Conférence Inaugurale Employment in Europe in the 1990's: The chances for a new deal*, Turin, 1989.
- McDougall R., «L'effervescence du secteur des fusions et acquisitions en Europe», *Problèmes Economiques*, No 2129, Juin 1989.
- Meeks G., *Disappointing marriage: A study of the gains from merger*, University of Cambridge, Department of applied Economics, Occasional paper No 51, Cambridge University Press, Cambridge, 1977.
- Mueller D.C., *The determinants and effects of mergers, an international comparison*, Oelgeschlager, Gum and Marin, Cambridge, 1980.
- Mueller D.C., *The corporation: growth diversification and mergers*, 1987, Harwood Academic Publishers, Chur.
- Nelson R., *Merger movements in american industry, 1895-1956*, Princeton, Princeton University Press, 1959.
- Nelson R., «Business Cycle factors in the choice between internal and external growth», in W.W. Alberts et J.E. Segal (eds), *The corporate merger*, Chicago, University of Chicago Press, 1966.
- OCDE, «Fusions internationales et politique de concurrence», OCDE Paris, 1988.
- The new Palgrave Dictionary*, New York, 1985.
- Pène D., «Arbitrage entre croissance interne et externe en France», *Révue d'Economie Financière*, Juin-Septembre 1988.
- Petit P., *Slow growth and the service economy*, Frances Pinter, London, 1986.
- Prais J.S., «The contribution of mergers to industrial concentration: what do we know?», *The Journal of Industrial Economics*, March 1981, No 3, Vol. XXIX, pp. 321-332.
- Pottier C., «Croissance externe et mobilité du capital. Les opérations de 10 groupes industriels français, 1983-1989», *Révue d'économie industrielle*, 1er trimestre 1989, No 47, pp. 165-179.
- Ravenscraft D.J. and Scherer F.M., «Life after Takeover», *Journal of Industrial Economics*, September 1987b.
- Ravenscraft D.J. and Scherer F.M., *Mergers, sell-offs, and economic efficiency*, Washington: Brookings Institution, 1987a.
- Salop Steven C., «Symposium on Mergers and Antitrust», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 1, No 2, Fall 1987, pp. 3-12.
- Scherer F.M., «Takeovers: present and future dangers», *The Brookings Review*, Winter/Spring 1986, pp. 15-20.
- Scherer F.M., «Corporate takeovers: The efficiency arguments», *Journal of Economic Perspectives*, Winter 1988, vol. 2, No 1, pp. 69-82.
- Scherer F.M., *Industrial market structure and economic performance*, 1980, Chicago, Rand McNally.
- Scherer F.M. and Ravenscraft D.J., «The profitability of mergers», *International Journal of Industrial Organization*, 1989, No 7, pp. 101-116.
- Varian H., «Symposium on Takeovers», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, No 1, Winter 1988, pp. 3-5.
- Walrafen T. et Jonchere F., «L'expérience allemande: les raisons de l'absence d'OPA», *Révue d'Economie Financière*, No 5/6, pp. 147-150.
- Williamson O., «Corporate finance and corporate governance», *The Journal of Finance*, July 1988, vol. XLIII, No 3, pp. 567-591.
- Williamson O., *Corporate control and business behavior*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1970.
- Wright M. and Ceyne J., *Management Buyouts*, Croom-Helm, Beckenham, England, 1985.

