

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ**  
**ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**«ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ**  
**ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ»**

**Ξένου Ελένη**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

**Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2014**

**UNIVERSITY OF PIRAEUS**  
**DEPARTMENT OF ECONOMICS**



**MASTER PROGRAM IN**  
**ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY**

**"Mergers and acquisitions in banking sector"**

**By**

**Xenou Eleni**

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

**Piraeus, Greece, September 2014**

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

*Στην Οικογένεια μου*

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να απευθύνω τις θερμές μου ευχαριστίες στον κ. Χρήστο Αγιακλόγλου, Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την καθοδήγηση, τις συμβουλές, τις παρατηρήσεις, την άμεση βοήθεια και τη στήριξη που μου παρείχε κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας. Επιπρόσθετα, ευχαριστίες απευθύνω στην οικογένειά και στους φίλους μου για την συμπαράσταση, την ηθική υποστήριξη και όχι μόνο, που μου προσέφεραν όλο αυτό το χρονικό διάστημα της διεκπεραίωσης της διπλωματικής μου εργασίας αλλά και των σπουδών μου.

# Συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό τομέα

**Σημαντικοί Όροι:** Συγχωνεύσεις, Εξαγορές, Τράπεζες, Συνέργειες, Αριθμοδείκτες

## Περίληψη

Ο τραπεζικός τομέας στην Ελλάδα έχει δεχθεί σημαντικές αναδιαμορφώσεις τα τελευταία χρόνια. Πρόσφατα, η εκδήλωση της χρηματοοικονομικής κρίσης απείλησε έντονα τη βιωσιμότητα των τραπεζών. Επόμενο ήταν να ακολουθήσει μια περίοδος ζωτικών αλλαγών και ένας μεγάλος αριθμός Σ&Ε να πραγματοποιηθεί από τα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα.

Κύριος σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση της πολιτικής των Σ&Ε σαν τρόπο ενίσχυσης της ανταγωνιστικής θέσης μιας επιχειρηματικής οντότητας, και κυρίως ενός τραπεζικού ιδρύματος. Το περιεχόμενο της συγκεκριμένης ανάλυσης επιμερίζεται σε τέσσερις ενότητες. Στην πρώτη ενότητα προσεγγίζεται θεωρητικά η στρατηγική των Σ&Ε. Στη δεύτερη ενότητα, γίνεται αναφορά στα κύματα Σ&Ε που έχουν παρατηρηθεί στο διάβα των δεκαετιών και αναλύεται ο ελληνικός τραπεζικός τομέας και οι εξελίξεις που σημειώνονται σε αυτόν μέχρι την κατάληξη του σε τέσσερις μεγάλους συστημικούς πυλώνες. Στην τρίτη ενότητα, αναφέρονται οι μέθοδοι αξιολόγησης μίας συγχώνευσης δίνοντας έμφαση στη λογιστική μέθοδο.

Στην τελευταία ενότητα μελετάται η περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση της Alpha Bank με την Εμπορική Τράπεζα. Γίνεται φανερό ότι η συγχώνευση βελτίωσε τους δείκτες των τραπεζών από πλευράς αποδοτικότητας, ρευστότητας και ποιότητας ενεργητικού και συνέβαλλε στην βιωσιμότητα της ενιαίας τράπεζας. Η στρατηγική της συγχώνευσης δεν ήταν εφικτό να καταπολεμήσει τις αρνητικές συνέπειες της κρίσης στα αποτελέσματα της τράπεζας, όμως η επιτυχία της έγκειται στην εμφανή μείωση των δυσμενών αποτελεσμάτων, με τη δημιουργία σημαντικών συνεργιών. Τέλος, με βάση τη μελέτη για το συστηματικό κίνδυνο της μετοχής, φαίνεται ότι αυτός μειώθηκε μετά τη συγχώνευση, κάτι το οποίο αποδίδεται στο συντηρητικό ακόμα επενδυτικού κοινό ως προς την πορεία της πρόσφατης συγχώνευσης επηρεαζόμενο από την αστάθεια της οικονομίας.

# Mergers and acquisitions in banking sector

**Keywords:** Mergers, Acquisitions, Banks, Synergies, Ratios

## Abstract

Banking in Greece has undergone important changes the last years. Most recently, their sustainability was threatened due to financial crisis. As a consequence, a period of vital changes followed and a great number of M&A was carried out by the Greek banking institutions.

Main cause of this thesis is the presentation of M&As' politics as a way of strengthening the competitive position of a business and mainly of a banking institution. The content of this analysis is separated in four parts. In the first part, the strategy of M&A is approached in theoretical basis. In the second part, there is a mention in the waves of M&A that have been noticed over the decades. Furthermore, the Greek banking sector is examined, along with its changes, until it ended up in four systemic pillars. In the third part, the evaluation methods of a merger are mentioned, with emphasis in the accounting method.

In the last part, it is examined the case of acquisition with absorption between Alpha Bank and Emporiki Bank. It is obvious, that this absorption improved bank indicators considering efficiency, fluidity and quality of assets. It also helped sustainability of united banking. The strategy of merger could not confront the negative consequences of crisis in bank results. However, its success lies in the obvious reduction of the negative results which was realized by creating important synergies. In the end, based on the study of the systematic danger of share, it seems that the danger is reduced after the merger something which is considered to be caused by the preservative investors who are affected by the economy's instability.

## Περιεχόμενα

Περίληψη.....	ix
Abstract.....	xi
Κατάλογος Πινάκων.....	xv
Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	xvi

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

1.1 Εισαγωγή.....	1
1.2 Τύποι επιχειρηματικών συμπράξεων .....	1
1.3 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων .....	7
1.4 Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων .....	12
1.5 Αντικίνητρα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων.....	15
1.6 Ανακεφαλαίωση.....	18

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ Η ΠΑΡΟΥΣΙΑ ΤΟΥΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ**

2.1 Εισαγωγή.....	21
2.2 Ιστορική εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.....	22
2.3 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο .....	26
2.4 Η διαμόρφωση του Ελληνικού τραπεζικού τοπίου .....	29
2.5 Νομοθετικό πλαίσιο και εποπτεία των τραπεζών που συμμετέχουν σε Σ&Ε.....	32
2.6 Η επίδραση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών .....	35
2.7 Ο ρόλος του ανθρωπίνου παράγοντα στην επιτυχία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών ..	39
2.8 Ανακεφαλαίωση.....	41

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

3.1 Εισαγωγή.....	43
3.2 Οι μέθοδοι αξιολόγησης της λειτουργικής απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών.	43
3.3 Η λογιστική ανάλυση βάσει αριθμοδεικτών .....	46
3.4 Ανακεφαλαίωση .....	61

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΜΕ ΤΗΝ ALPHA BANK**

4.1 Εισαγωγή.....	63
4.2 Παρουσίαση της μελέτης .....	64
4.3 Η αξιολόγηση της συγχώνευσης με απορρόφηση βάσει λογιστικών στοιχείων.....	67
4.4 Εκτίμηση κινδύνου της μετοχής της Alpha Bank.....	83
4.5 Ανακεφαλαίωση .....	92

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α</b> .....	95
--------------------------	----

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β</b> .....	99
--------------------------	----

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ</b> .....	103
--------------------------	-----

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ</b> .....	107
--------------------------	-----

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε</b> .....	111
--------------------------	-----

<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	115
---------------------------	-----



## Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 2.1 .....	25
Μεγαλύτερες Συγχωνεύσεις και εξαγορές παγκοσμίως.....	25
Πίνακας 2.2 .....	28
Συγχωνεύσεις και Εξαγορές ανάλογα με τους σημαντικότερους κλάδους δραστηριοτήτων στην Ευρώπη.....	28
Πίνακας 2.3 .....	31
Εξαγορές και Συγχωνεύσεις τραπεζών 2012-2013 και μεγέθυνση του ενεργητικού της απορροφώσας τράπεζας .....	31
Πίνακας 2.4 .....	31
Μερίδια στην Ελληνική αγορά .....	31
Πίνακας 4.1 .....	89
Αποτελέσματα της παλινδρόμησης για τη μετοχή της Alpha Bank .....	89
πριν τη συγχώνευση .....	89
Πίνακας 4.2 .....	90
Αποτελέσματα της παλινδρόμησης για τη μετοχή της Alpha Bank .....	90
μετά τη συγχώνευση.....	90

## Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 2.1 .....	24
Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Παγκοσμίως, 1985-2013 .....	24
Διάγραμμα 2.2 .....	24
Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη, 1995-2013 .....	24
Διάγραμμα 2.3 .....	27
Συγχωνεύσεις και Εξαγορές του Τραπεζικού κλάδου στην Ευρώπη, 1985-2013 .....	27
Διάγραμμα 4.1 .....	69
Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων της Alpha Bank .....	69
Διάγραμμα 4.2 .....	70
Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού της Alpha Bank .....	70
Διάγραμμα 4.3 .....	72
Δείκτης Αποτελεσματικότητας της Alpha Bank .....	72
Διάγραμμα 4.4 .....	73
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Alpha Bank .....	73
Διάγραμμα 4.5 .....	74
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Επιτοκίου της Alpha Bank .....	74
Διάγραμμα 4.6 .....	75
Δείκτης Χορηγήσεων / Καταθέσεις της Alpha Bank .....	75
Διάγραμμα 4.7 .....	76
Δείκτης Ταμειακών Διαθεσίμων της Alpha Bank .....	76
Διάγραμμα 4.8 .....	77
Δείκτης Core Tier 1 της Alpha Bank .....	77
Διάγραμμα 4.9 .....	78
Δείκτης Φερεγγυότητας της Alpha Bank .....	78
Διάγραμμα 4.10 .....	79
Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας της Alpha Bank .....	79
Διάγραμμα 4.11 .....	81
Δείκτης Μη Εξυπηρετούμενων Δανείων της Alpha Bank .....	81
Διάγραμμα 4.12 .....	82
Δείκτης Προβλέψεων προς Σύνολο Ενεργητικού της Alpha Bank .....	82

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

### 1.1 Εισαγωγή

Στη σύγχρονη επιχειρηματική πραγματικότητα το στοιχείο του ανταγωνισμού είναι εξαιρετικά έντονο, για αυτό το λόγο οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να βρίσκουν τρόπους προκειμένου να εξελίσσονται ώστε να ανταποκρίνονται στο μεταβαλλόμενο περιβάλλον, διατηρώντας ή επεκτείνοντας την κερδοφορία τους. Αυτό μπορεί να το επιτύχουν πληθαίνοντας το μέγεθος τους ή ενισχύοντας τις δραστηριότητες της ήδη υπάρχουσας επιχείρησης αυξάνοντας τον κύκλο εργασιών της.

Ένας από πλέον τους σύγχρονους τρόπους στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων αποτελούν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Περιγράφονται ως τρόπος με τον οποίο δύο εταιρείες ενώνονται με σκοπό να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους. Οι στρατηγικές αυτές είναι πλέον δημοφιλείς και εφαρμόζονται κατά κόρον και από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Στο κεφάλαιο αυτό, γίνεται αναφορά στο γενικό θεωρητικό πλαίσιο των διαδικασιών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Επιχειρείται η εισαγωγή σε βασικές έννοιες, απαραίτητες για τη διερεύνηση των υπό ανάλυση επιχειρηματικών ενοποιήσεων, ενώ παράλληλα ομαδοποιούνται και αναλύονται τα είδη αυτών. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται αναλυτικά τα κίνητρα που ωθούν στην υιοθέτηση των στρατηγικών αυτών, καθώς και τα αντικίνητρα που οδηγούν στην αποφυγή τους.

### 1.2 Τύποι επιχειρηματικών συμπράξεων

Στο διεθνές περιβάλλον η ανάπτυξη τίθεται ως επιτακτική ανάγκη των επιχειρήσεων και συνεισφέρει στην ίδια την ύπαρξη τους. Μια επιχείρηση δύναται να αναπτυχθεί εσωτερικά επεκτείνοντας τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες τοπικά ή παγκοσμίως, αλλά και εξωτερικά μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών, απόκτησης μεριδίων ή μέσω στρατηγικών συμμαχιών. Η εξωτερική επέκταση μιας επιχείρησης

αποτελεί όλο και συχνότερο φαινόμενο, ειδικότερα στον τραπεζικό τομέα που με τα σημερινά δεδομένα υπόκεινται σε μεγάλες πιέσεις λόγω της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων, συνηθέστερες μέθοδοι οι οποίες χρησιμοποιούνται για την αναδιοργάνωση τους αποτελούν οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές. Μέσω των στρατηγικών αυτών επιδιώκουν τόσο την ανάπτυξη του χαρτοφυλακίου των αγαθών και υπηρεσιών τους, όσο και τη διεύρυνση της κεφαλαιακής επάρκειας, των πωλήσεων, ή των κερδών και των μεριδίων που κατέχουν σε μια συγκεκριμένη αγορά.

### **Συγχωνεύσεις**

Με τον όρο συγχώνευση (merger) νοείται η συνένωση συμφερόντων δύο επιχειρήσεων, οι οποίες συμφωνούν να ενοποιήσουν τις λειτουργίες τους σε μια σχετικά ισάξια βάση και να δημιουργήσουν μια επιχείρηση, η οποία θα διατηρεί την ταυτότητα μίας εκ των αρχικών (Vaara, 2000). Οι αρχικές επιχειρήσεις, λύνονται χωρίς να ακολουθήσει η εκκαθάριση τους και σκοπός τους είναι η δημιουργία ενός ισχυρού ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Συνήθως, τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της μικρότερης επιχείρησης συγχωνεύονται με αυτά της μεγαλύτερης επιχείρησης (merger of unequals). Ως επί το πλείστον όμως, πρόκειται για επιχειρήσεις παρόμοιου μεγέθους (merger of equals), όπου καμία δεν επιθυμεί να αποκτήσει επιθετικά την άλλη, λειτουργούν αυτόβουλα και επιθυμούν αμοιβαία τη συγχώνευση. Στις συγχωνεύσεις (Σ) η μία ή και οι δύο συναλλασσόμενες επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν και ταυτόχρονα μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους σε άλλη επιχείρηση, η οποία είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για το σκοπό της συνένωσης. Επιπλέον, η ονομασία της νέας επιχείρησης δύναται να είναι καινούργια ή να παραμένει ίδια με εκείνη μιας ή και των δύο αρχικών επιχειρήσεων (Collins, 2001). Στην περίπτωση που καμία από τις εταιρείες που συνενώνονται δεν διατηρεί την αρχική της ταυτότητα αλλά δημιουργείται νέα εταιρία για το σκοπό αυτό τότε χρησιμοποιείται ο όρος ενοποίηση.

Το αντάλλαγμα αποτελείται από μερίδια συμμετοχής της επιχείρησης στην οποία μεταβιβάστηκε η περιουσία των επιχειρήσεων που λύθηκαν και δίδεται σε όσους συμμετείχαν προηγουμένως στις επιχειρήσεις που έπαψαν να υπάρχουν. Οι μέτοχοι της επιχείρησης ή των επιχειρήσεων που παύουν να υφίστανται αποκτούν, βάσει της συμφωνηθείσας σχέσης ανταλλαγής μετοχών, ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών της

νέας επιχείρησης ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που αρχικά διέθεταν. Ειδικότερα, σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών οι συγχωνεύσεις διακρίνονται στους κάτωθι τύπους:

*Συγχώνευση με απορρόφηση.* Όπως ορίζεται από τα άρθρα 68-77 Κ.Ν. 2190/1920, πρόκειται για μία πράξη με την οποία μία ή δύο ανώνυμες εταιρείες (απορροφώμενες), λύνονται χωρίς να προηγηθεί εκκαθάριση και μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη εταιρεία (απορροφώσα) το σύνολο του ενεργητικού και παθητικούς τους. Στους μετόχους της δεύτερης αποδίδονται μετοχές που εκδίδονται από την απορροφώσα και ενδεχομένως και κάποιο χρηματικό ποσό προς συμψηφισμό των μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν πρέπει να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που τους αποδίδονται και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών, την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας των εταιριών αυτών (Λεοντάρης, 2002).

*Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας.* Είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε τρίτη εταιρεία την οποία συνιστούν το σύνολο της περιουσίας τους, έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχές εκδιδόμενες από τη νέα εταιρεία και ενδεχομένως και κάποιο χρηματικό ποσό ώστε να καλυφθεί η διαφορά από τυχόν επιπλέον μετοχές που μπορεί να δικαιούνται. Όπως και στην περίπτωση της απορρόφησης, το ποσό αυτό δεν πρέπει να ξεπερνά το ποσοστό 10%.

*Διάσπαση ανωνύμων εταιρειών.* Σύμφωνα με το άρθρο 81(Κ.Ν. 2190/1920) η διάσπαση ανωνύμων εταιρειών συντελείται όταν μία εταιρεία λύεται χωρίς να περάσει το στάδιο της εκκαθάρισης και να γίνει η διανομή της περιουσίας της. Τα περιουσιακά της στοιχεία μεταβιβάζονται σε άλλες υφιστάμενες ή συνιστώμενες εταιρείες και μετά την ολοκλήρωση της διάσπασης η εταιρεία παύει να υπάρχει.

Η θετική πλευρά των συγχωνεύσεων επικεντρώνεται στο γεγονός ότι συμβάλλουν στην ορθολογική κατανομή των πόρων και γενικότερα στην προσαρμογή της οικονομίας. Ωστόσο, φαίνεται συγχρόνως να οδηγούν σε υπερβολική συγκέντρωση τόσο της οικονομικής όσο και της πολιτικής δύναμης, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται μονοπωλιακές καταστάσεις.

### ***Εξαγορές***

Ο όρος εξαγορά (acquisition) αναφέρεται στην περίπτωση όπου μια επιχείρηση αγοράζει εξολοκλήρου ή κατά το μεγαλύτερο ποσοστό μια άλλη (εξαγοραζόμενη),

μετατρέποντας την σε θυγατρική επιχειρηματική μονάδα μέσα στο χαρτοφυλάκιό της. Πρόκειται για μια συμφωνία που μπορεί να είναι φιλική, έχοντας την έγκριση του διοικητικού συμβουλίου, ή επιθετική, χωρίς την έγκριση του. Η διαδικασία ολοκλήρωσης της εξαγοράς (E) περιλαμβάνει, είτε την καταβολή μετρητών, είτε την απόκτηση μετοχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, είτε συνδυασμό μετοχών και μετρητών.

Αναλυτικότερα, για την πραγματοποίηση της εξαγοράς, ο εξαγοραστής (acquirer) κερδίζει τον έλεγχο της διοίκησης και των περιουσιακών στοιχείων μιας άλλης επιχείρησης, η οποία αποτελεί τον αποδέκτη της προσφοράς (offeree) ή το στόχο (target). Αυτό μπορεί να γίνει είτε άμεσα με την προσφέρουσα επιχείρηση να καθίσταται ιδιοκτήτης, είτε έμμεσα με τον εξαγοραστή να καρπώνεται τον έλεγχο της διοίκησης της επιχείρησης ή να εξαγοράζει όλες ή την πλειοψηφία των μετοχών της.

Χαρακτηριστικό γνώρισμα της στρατηγικής εξαγοράς μιας επιχείρησης από μια άλλη αποτελεί το γεγονός ότι πρόκειται για μια επένδυση υπό συνθήκες αβεβαιότητας, η οποία θα πραγματοποιηθεί αν οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης αποκομίσουν θετική καθαρή παρούσα αξία από τη διαδικασία αυτή. Στην περίπτωση μεταβίβασης του συνόλου των μετοχών, η εξαγοραζόμενη απορροφάται πλήρως και στο χρηματιστήριο συνεχίζεται μόνο η διαπραγμάτευση των μετοχών της εξαγοράζουσας. Σε περίπτωση που αποκτάται ένα μόνο τμήμα της επιχείρησης στόχου, εκείνη εξακολουθεί να διατηρεί τη νομική της υπόσταση, δεν παραμένει όμως ανεξάρτητη, καθώς ελέγχεται από την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Πρέπει να σημειωθεί ότι αυτού του είδους ο συνασπισμός, αναφέρεται συνήθως σε μια επιθετική απόκτηση μεριδίων μιας άλλης επιχείρησης με σκοπό τη δημιουργία μιας ισχυρής οντότητας με έντονο το στοιχείο του ελέγχου (hostile takeover).

### ***Κοινοπραξίες***

Πρόκειται για συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων ή ομίλων επιχειρήσεων (Joint Venture), η οποία ουσιαστικά αποσκοπεί στη σύμπραξη μεταξύ διαφορετικών δυνάμεων για την επιτυχία ενός κοινού στόχου σε μία αγορά που πιθανόν να είναι άγνωστη στα εμπλεκόμενα μέρη της συμφωνίας. Τις περισσότερες φορές, παρατηρείται συμφωνία μεταξύ δύο εταιρειών, η αλλοδαπή που επιθυμεί να εισέλθει στην αγορά και η ημεδαπή που επιθυμεί να παρέχει τις υπηρεσίες ή να διανέμει τα προϊόντα της προμηθεύτριας στην ελληνική αγορά. Μέσα από τη συνεργασία αυτή ιδρύεται μία τρίτη εταιρία στην οποία συμμετέχουν και οι δύο εταιρίες ως εταίροι ή

μέτοχοι. Απαραίτητη διαδικασία, πέραν του βασικού καταστατικού, είναι η κατάρτιση συμφωνητικού μεταξύ εταίρων (shareholders' agreement), το οποίο προβλέπει επιπρόσθετες υποχρεώσεις και δικαιώματα για τα μέρη. Οι εμπλεκόμενες εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να συμμετέχουν με οποιοδήποτε ποσοστό στη νέα εταιρία που ιδρύεται.

Τα πλεονεκτήματα που μπορούν να προκύψουν από τη σύναψη μιας κοινοπραξίας περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, την εκμετάλλευση της γνώσης του ξένου εταίρου σχετικά με την κουλτούρα της χώρας και τα χαρακτηριστικά της αγοράς, την υπέρβαση θεσμικών εμποδίων που συχνά υπάρχουν για τις αλλοδαπές επιχειρήσεις σε πολλές οικονομίες και την αποκόμιση φορολογικών ελαφρύνσεων. Σημαντικά όμως είναι και τα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης στρατηγικής που την καθιστούν λιγότερο δημοφιλή για τις επιχειρήσεις. Η επιχείρηση χάνει τον απόλυτο έλεγχο της κοινοπρακτικής επιχείρησης και ενδέχεται να μην επιτυγχάνονται οι στόχοι που είχε θέσει αρχικά. Επιπλέον, οι διαφωνίες μεταξύ των εταίρων ως προς τους στόχους μπορούν να οδηγήσουν σε διάλυση της κοινοπραξίας.

### ***Στρατηγικές συμμαχίες***

Στρατηγική συμμαχία ορίζεται η συμφωνία συνεργασίας μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, όπου τα συμβαλλόμενα μέρη αποσκοπούν στην υιοθέτηση μιας προοπτικής αμοιβαίου οφέλους και συνεισφέρουν τους απαραίτητους πόρους για την επιτυχή λειτουργία της (Παπαδάκης, 2007). Πρόκειται για μια τεχνική η οποία στηρίζεται στη διαπραγμάτευση των συμμάχων και εμπεριέχει ελάχιστο αρχικό ρίσκο. Ομοιάζει με την τεχνική της συνιδιοκτησίας, εμφανίζει όμως, σημαντικό βαθμό ευελιξίας και αναστρεψιμότητας, καθώς οι σύμμαχοι έχουν τη δυνατότητα να εναρμονίσουν τους προσφερόμενους πόρους με την πορεία της συνεργασίας και τις συνθήκες της αγοράς (William and Dooley, 2006).

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της συγκεκριμένης στρατηγικής αφορούν στην εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας, τη διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου, τη δυνατότητα εισόδου σε νέες αγορές και την πρόσβαση σε νέες ή εξειδικευμένες τεχνολογίες. Σημειώνεται ότι σε αρκετές περιπτώσεις οι επιχειρήσεις καταφεύγουν στη σύναψη στρατηγικών συμμαχιών, διότι δε δύνανται να πραγματοποιήσουν εξαγορές και συγχωνεύσεις για ποικίλους λόγους.

Οι στρατηγικές συμμαχίες, όπως και όλα τα είδη συνεργασίας μεταξύ επιχειρήσεων, ενδέχεται να καταλήξουν σε διάλυση. Οι λόγοι μπορούν να είναι

διάφοροι, όπως η ύπαρξη σημαντικών διαφορών και συγκρούσεων μεταξύ των εταίρων ή η αθέτηση των συμφωνηθέντων από κάποιους εταίρους. Επίσης, συμβαίνει να μην εξυπηρετεί πλέον η συμμαχία τα συμφέροντα ενός εταίρου, ή ακόμα και να λυθεί η συμμαχία διότι απλώς ολοκλήρωσε την αποστολή της. Οι στρατηγικές συμμαχίες αποτελούν μια πιο περίπλοκη και σύνθετη στρατηγική προσέγγιση από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, γι αυτό και προτιμώνται λιγότερο από τις επιχειρήσεις.

### ***Εξαγορά της διοίκησης της επιχείρησης***

Στην περίπτωση αυτή, οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν μεγάλα οικονομικά μεγέθη, συνήθως σε επίπεδο παραγωγής, πωλήσεων και κερδών, εξαγοράζουν τη διοίκηση (Management Buy Out) μικρότερων εταιρειών προσπαθώντας να μεταφέρουν την τεχνογνωσία που έχει αναπτυχθεί σε αυτές τις μικρότερες εταιρίες, όπως για παράδειγμα το στελεχιακό τους δυναμικό. Μέσω της διαδικασίας αυτής, ουσιαστικά επωμίζονται του λεγόμενου “team capital” της μικρότερης επιχείρησης, εξαγοράζοντας ολόκληρο το μάνατζμεντ και το προσωπικό της και επωφελούνται της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας που εμφανίζει η μικρότερη επιχείρηση σε επίπεδα ευελιξίας, επικοινωνίας και εξειδίκευσης σε διάφορους τομείς (Gaughan, 2007).

### ***Δανεισμός για εξαγορά επιχειρήσεων***

Αναφέρεται σε εξαγορές που χρηματοδοτούνται μέσω δανείου και είναι γνωστές και ως μοχλευμένες εξαγορές (Leverage Buyout). Πρόκειται δηλαδή, για έναν τρόπο μεγέθυνσης της επιχείρησης, μέσω της αύξησης του τραπεζικού της δανεισμού, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων για συμπράξεις κυρίως με μεγαλύτερες επιχειρήσεις από αυτή. Το χρέος του δανεισμού μεταφέρεται στον Ισολογισμό της εξαγορασθείσας εταιρείας. Η εταιρεία έχει στη συνέχεια την υποχρέωση να εξοφλήσει αυτό το δάνειο. Μετά την εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνήθως λειτουργεί σαν επιχείρηση κλειστού τύπου (εξωχρηματιστηριακή εταιρία λίγων μετοχών). Αποτελεί έναν “επιθετικό” τρόπο ανάπτυξης της εταιρείας και των μεγεθών της με παράλληλη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς είθισται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονα αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας.



### 1.3 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Σύμφωνα με το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, οι κύριοι τύποι μετασηματισμού επιχειρήσεων διακρίνονται σε συγχωνεύσεις και σε εξαγορές (Σ&Ε), (ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ, 2008). Προτού όμως δύο επιχειρήσεις, προχωρήσουν σε τέτοιες τακτικές ανάπτυξης είναι ορθότερο να προηγηθεί μία εμπεριστατωμένη ανάλυση στην οποία πρέπει να γίνονται σαφείς οι στόχοι της επιχείρησης και κατά πόσο αυτοί θα μπορέσουν να επιτευχθούν μέσω συγχώνευσης ή εξαγοράς. Οι στόχοι που συνήθως επιδιώκουν τα πιστωτικά ιδρύματα είναι η αύξηση του μεριδίου τους στην αγορά ή της κεφαλαιακής τους επάρκειας. Από τους στόχους αυτούς και την ανάγκη πραγμάτωσης τους θα εξαρτηθεί ο τύπος Σ&Ε που θα ακολουθηθεί. Επιπλέον, ο τύπος που συγχώνευσης ή εξαγοράς σε κάθε περίπτωση διαφοροποιείται ανάλογα και με την προέλευση της επιχείρησης (ξένη, πολυεθνική ή εγχώρια) αλλά και το είδος της (δημόσια ή ιδιωτική). Παρακάτω, θα αναφερθούν οι κυριότερες διακρίσεις των Σ&Ε όπως αυτές αναφέρονται στη βιβλιογραφία.

#### *Διάκριση συγχωνεύσεων και εξαγορών ανάλογα με τη βιομηχανική οργάνωση*

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Αυτό σημαίνει πως ανάλογα με την βιομηχανική οργάνωση που προωθούν μπορεί να επιτευχθεί ανάπτυξη με οριζόντια ή κάθετη ολοκλήρωση (Γεωργόπουλος, 2004). Συγκεκριμένα η **οριζόντια** ολοκλήρωση μπορεί να περιγραφεί από τις παρακάτω υποκατηγορίες:

*Οριζόντια ενοποίηση.* Αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που βρίσκονται στον ίδιο κλάδο και καλύπτουν την ίδια φάση της παραγωγικής αλυσίδας. Το αποτέλεσμα είναι η ποικιλία της παραγωγής των αγαθών και των υπηρεσιών που προσφέρουν να μη μεταβάλλεται ουσιαστικά μετά τη συγχώνευση, ενώ απευθύνονται στην ίδια αγορά. Η οριζόντια συγχώνευση αποτελεί έναν άμεσο τρόπο για την είσοδο μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά. Συνοπτικά, τα κυριότερα πλεονεκτήματα της οριζόντιας Σ&Ε αποτελούν ο συνεχώς μειούμενος ανταγωνισμός στις αγορές που δραστηριοποιείται η νέα εταιρία, η αδιάκοπη διεύρυνση του χαρτοφυλακίου αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και η παράλληλη διαφοροποίηση της ποιότητας των τελικών προϊόντων.

*Κάθετη ενοποίηση.* Πρόκειται για συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιρειών που

καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας. Η κάθετη συγχώνευση, είναι δυνατό να οδηγήσει σε οικονομίες κλίμακας, ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της βελτίωσης τόσο σε θέματα τιμολόγησης προϊόντων και των ενδιάμεσων εισροών του οικονομικού κυκλώματος, όσο και σε θέματα ποιότητας των αγαθών και υπηρεσιών που προσφέρει αλλά και των υποπροϊόντων που η ίδια χρησιμοποιεί.

*Συγκεντρωτική ενοποίηση.* Αφορά ενοποίηση εταιρειών που έχουν ίδια ή παρόμοια τεχνολογία παραγωγής αλλά και παρόμοιες τεχνικές μάρκετινγκ, οι οποίες παράγουν παρόμοια προϊόντα αλλά όχι πανομοιότυπα. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των επιχειρήσεων που εξαγοράζονται είναι το γεγονός ότι παράγουν διαφοροποιημένα προϊόντα σε σχέση με το παραγόμενο προϊόν της εξαγοράστριας εταιρίας, γεγονός το οποίο οδηγεί σε διαφοροποιημένα τελικά προϊόντα με διαφοροποιημένη τεχνική διαδικασία παραγωγής.

*Συσπειρωμένη ενοποίηση.* Σε αυτή την περίπτωση οι εταιρείες που συμπράττουν παράγουν διαφορετικά προϊόντα. Χρησιμοποιούν διαφορετική τεχνολογία και τεχνικές μάρκετινγκ, καθώς απευθύνονται και σε διαφορετικό κοινό. Επιπλέον, αναλαμβάνουν και τον κίνδυνο της αβεβαιότητας αναφορικά με την εξέλιξη της επένδυσης.

Ένας δεύτερος τρόπος κατάταξης των Σ&Ε ανάλογα με τη βιομηχανική δομή που δημιουργούν είναι η **κάθετη** ολοκλήρωση. Πρόκειται για εναλλακτική μορφή ανάπτυξης της επιχείρησης μέσω της σύστασης και δημιουργίας θυγατρικών επιχειρήσεων. Με αυτό τον τρόπο η επιχείρηση παράγει οτιδήποτε της είναι αναγκαίο προκειμένου να καθετοποιήσει την παραγωγική της δραστηριότητα (όλες δηλαδή τις ενδιάμεσες εισροές που θεωρούνται απαραίτητα συστατικά στην παραγωγική της διαδικασία). Η κάθετη ολοκλήρωση συνεισφέρει κυρίως σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν μεγάλη εξάρτηση από τους προμηθευτές τους και ειδικά σε περιπτώσεις που εμφανίζεται το φαινόμενο του μονοπωλίου στους συντελεστές της παραγωγής. Η καθετοποίηση στην περίπτωση αυτή, μπορεί να βοηθήσει στην ανεξαρτητοποίηση της από τους προμηθευτές, απαλλάσσοντάς την ταυτόχρονα από ενδεχόμενα προηγούμενα προβλήματα σε θέματα κόστους αλλά και έγκαιρης προμήθειας πρώτων υλών.

#### ***Διάκριση Σ&Ε ανάλογα με τη στάση της διοίκησης της επιχείρησης στόχου***

Η διοίκηση της επιχείρησης που δέχεται πρόταση συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορεί να

αντιδράσει θετικά και να εγκρίνει ή αρνητικά και να απορρίψει την πρόταση. Πολλές φορές αυτό εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης και από τα έτη λειτουργίας της. Για παράδειγμα, μια νεοεισερχόμενη επιχείρηση και μικρή σε μέγεθος έχει περισσότερες πιθανότητες να είναι φιλική σε μια πρόταση συγχώνευσης. Οι μικρές εταιρείες έχουν ένα επιπλέον κίνητρο να εξαγοραστούν από μεγαλύτερες διότι έχουν περιορισμένη πρόσβαση σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Συνεπώς οι Σ&Ε μπορούν να διακριθούν σε:

*Φιλικές.* Σε αυτήν την κατηγορία ανήκουν οι συμφωνίες όπου η επιχείρηση που αγοράζεται εκφράζει τη σύμφωνη πρόθεσή της για να απορροφηθεί. Το management της επιχείρησης αποδέχεται τη διαδικασία και προτρέπει και τους μετόχους να πράξουν το ίδιο ώστε να επισπευτεί η διαδικασία.

*Εχθρικές.* Μια εταιρεία αποκτά μια άλλη της οποίας η διοίκηση δεν το επιθυμεί. Η εξαγορά θεωρείται επιθετική αν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου απορρίψει την προσφορά, αλλά ο αγοραστής (bidder) εξακολουθεί να την επιδιώκει κάνοντας προσφορά απευθείας στους μετόχους προκειμένου να τους πείσει να πουλήσουν τις μετοχές τους. Μια τέτοια εξαγορά πραγματοποιείται συνήθως με τη μέθοδο της υποβαλλόμενης προσφοράς – tender offer (Brealey & Myers, 2002). Ο υποψήφιος αγοραστής κάνει άμεσα μια προσφορά στους μετόχους για πώληση των μετοχών τους, σε τιμή υψηλότερη από αυτή της αγοράς, χωρίς να έρχεται σε επαφή με το management της εταιρίας στόχου, το οποίο παρακάμπτει. Εναλλακτικά, μπορεί να αγοράζει κρυφά μετοχές της εταιρίας-στόχου στο Χρηματιστήριο, για να αποκτήσει έλεγχο στο διοικητικό συμβούλιο ώστε να εγκρίνει την εξαγορά. Για να αντιμετωπίσουν οι επιχειρήσεις μια εχθρική εξαγορά έχουν επινοήσει μεθόδους οι οποίες αναλύονται παρακάτω:

α) Μέσω αποεπενδύσεων, με τη συγκέντρωση δηλαδή της προσοχής μόνο σε δραστηριότητες παρεμφερείς με το αντικείμενο δραστηριότητας της επιχείρησης. Η συγκεκριμένη ενέργεια οδηγεί σε αύξηση της μετοχικής αξίας και κατ' επέκταση η εξαγορά θεωρείται ιδιαίτερα ακριβή.

β) Αυξάνοντας το μετοχικό της κεφάλαιο με προτίμηση υπέρ των παλαιών μετοχών.

γ) Με τη δημιουργία της εταιρίας «Λευκός Ιππότης». Η μέθοδος αυτή αναφέρεται στην περίπτωση όπου μια επιχείρηση – στόχος αντιμετωπίζει μια εχθρική πρόταση εξαγοράς και τα διευθυντικά στελέχη πλησιάζουν μια άλλη επιχειρηματική οντότητα, πιο φιλική προς την εταιρία τους.

δ) Αγοράζοντας δικές της μετοχές καταβάλλοντας ένα premium (συμφωνίες

επαναγοράς μετοχών), προσφέροντας ίδιες μετοχές κατ' εξαίρεση ή αντιπροσφέροντας εξαγορά στην εξαγοράστρια.

ε) Προβαίνοντας στη συγχώνευση με άλλη εταιρία, η οποία εμφανίζεται φιλική προς το διοικητικό συμβούλιο της πρώτης.

στ) Διαμορφώνοντας ένα αρνητικό κλίμα για τις μετοχές ή τα μεγέθη της επιθετικής εταιρίας.

ζ) Τροποποιώντας το εταιρικό της καταστατικό καθιστώντας δυσκολότερη την πραγματοποίηση μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή/και εξαγοράς.

η) Επιλέγοντας τη μέθοδο των «Χρυσών Αλεξίπτωτων». Η μέθοδος αυτή αναφέρεται στην προσπάθεια εξομάλυνσης της σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και τα διευθυντικά στελέχη.

θ) Την τεχνική «Διαμάντια του στρέμματος» όπου η επιχείρηση-στόχος καταφεύγει στο ξεπούλημα των ελκυστικότερων στοιχείων του ενεργητικού της, μετατρέποντας μια επικείμενη εξαγορά λιγότερο επιθυμητή για τον αγοραστή.

Αποτέλεσμα της εχθρικής εξαγοράς μπορεί να είναι η αποχώρηση βασικών στελεχών που θα έχουν ως αποτέλεσμα την έστω και προσωρινή πτώση της αγοραίας αξίας της τιμής της μετοχής για την εταιρεία-στόχο. Επίσης, επειδή στην επιθετική εξαγορά η εταιρία-αγοραστής δεν έχει πρόσβαση στα χρηματοοικονομικά στοιχεία και στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας στόχου, μπορεί να προκύψουν έξοδα ή να υπάρχουν κρυφά κόστη, τα οποία τελικά να καταστήσουν την εξαγορά ζημιογόνα ή μη συμφέρουσα.

#### ***Διάκριση Σ&Ε για τις τράπεζες σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα***

Σύμφωνα με ανάλυση που έχει γίνει από την ΕΚΤ σχετικά με τις βασικές διακρίσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο, προέκυψε πως ανάλογα με την εθνικότητα των συναλλασσομένων επιχειρήσεων εντοπίζονται α) οι εγχώριες ή εθνικές συγχωνεύσεις και εξαγορές β) οι διεθνείς ή διασυνοριακές και γ) τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα (ecb.europa.com).

*Εγχώριες ή Εθνικές.* Το 80% των εξαγορών και συγχωνεύσεων συμβαίνουν μεταξύ εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων. Συνήθως, πραγματοποιούνται μεταξύ μικρών τραπεζών, ώστε να μπορούν να συνυπάρξουν με τις μεγαλύτερες και τον αυξημένο ανταγωνισμό στον κλάδο. Όμως, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ μεγάλων τραπεζών αυξάνονται τα τελευταία χρόνια και επηρεάζουν σημαντικά τις δομές των εθνικών αγορών. Μέσω των εγχώριων Σ & Ε αποφεύγονται εχθρικές εξαγορές, οι

συμμετέχουσες τράπεζες εκμεταλλεύονται συνέργειες που προκύπτουν από την αύξηση του μεγέθους και τη διαφοροποίηση. Επίσης, με την ελάττωση των υποκαταστημάτων, και τον αριθμό του ανθρωπίνου δυναμικού στα τμήματα πληροφορικής, νομικών υπηρεσιών, αναλύσεων και προβλέψεων πραγματοποιούνται μειώσεις στο κόστος. Στην περίπτωση συνδυασμού μεγάλων τραπεζών παρατηρείται αναδιάρθρωση του πιστωτικού συστήματος.

*Διεθνείς ή Διασυννοριακές.* Τα τελευταία χρόνια εμφανίζεται μια αύξηση των διεθνών συγχωνεύσεων και εξαγορών στη ζώνη του ευρώ και στην ευρύτερη περιοχή του ευρωπαϊκού οικονομικού χώρου, με τον αριθμό των εξαγορών να επισκιάζει τον αντίστοιχο των συγχωνεύσεων. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες επιδιώκουν την επέκτασή τους στις αναδυόμενες αγορές, όπου τα περιθώρια κέρδους φαντάζουν υψηλότερα, στην κεντρική και ανατολική Ευρώπη, στη Νότιο-Ανατολική Ασία και στη Λατινική Αμερική. Πρόκειται για ένα φαινόμενο το οποίο πηγάζει από την ανάγκη των τραπεζών να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στις περιφερειακές και παγκόσμιες αγορές, αυξάνοντας τον αριθμό των πελατών τους, αλλά και να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Στις διασυννοριακές συμφωνίες η μείωση του κόστους συνεπάγεται μικρότερα αποτελέσματα από εκείνα των εγχώριων Σ&Ε, λόγω των διοικητικών και υποστηρικτικών εργασιών που εντοπίζονται σε εθνικό επίπεδο. Ακόμη, σε ορισμένες περιπτώσεις, οι διεθνείς συμμαχίες προέρχονται από την ανησυχία των τραπεζικών ιδρυμάτων πως η επιπλέον συγκέντρωση στην εγχώρια αγορά θα έρθει αντιμέτωπη με την εφαρμογή αντιμονοπωλιακών νόμων. Στη ζώνη του ευρώ, οι περισσότερες διασυννοριακές Σ&Ε πραγματοποιήθηκαν με τρίτες χώρες, εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και όχι με ενδοκοινοτικές.

*Χρηματοοικονομικά Συγκροτήματα.* Με την ανάπτυξη χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων επιτυγχάνεται η σύσταση ενός ομίλου εταιρειών, ο οποίος δραστηριοποιείται σε διαφορετικούς χρηματοοικονομικούς τομείς και η κυρίαρχη εταιρεία του είναι δυνατόν να είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα, μια ασφαλιστική επιχείρηση ή οποιοδήποτε άλλο χρηματοοικονομικό ίδρυμα. Τα συγκροτήματα μπορούν να δημιουργούνται όχι μόνο από Σ&Ε, αλλά και από την ίδρυση εταιρειών ή ιδρυμάτων σε άλλους χρηματοοικονομικούς τομείς, όπως για παράδειγμα όταν μία τράπεζα ιδρύει μία ασφαλιστική εταιρεία.

## 1.4 Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Οι αιτίες που μπορούν να οδηγήσουν τα πιστωτικά ιδρύματα στην κατεύθυνση της υιοθέτησης μιας πολιτικής συγχώνευσης ή εξαγοράς ποικίλλουν και κάθε περίπτωση πρέπει να εξετάζονται εξειδικευμένα και πάντοτε σε συσχέτιση με το χρονικό πλαίσιο, τα ποιοτικά τους χαρακτηριστικά και το περιβάλλον της χώρας πραγματοποίησης. Σε κάθε περίπτωση τα κίνητρα για την πραγμάτωση εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα. Το πρώτο είναι το βραχυπρόθεσμο, το δεύτερο είναι το μεσοπρόθεσμο και το τρίτο είναι το μακροπρόθεσμο επίπεδο. Στο **βραχυπρόθεσμο** επίπεδο μπορούν να προκύψουν κίνητρα όπως:

*Αύξηση των κερδών ανά μετοχή (Earnings Per Share, EPS).* Η άνοδος του συγκεκριμένου δείκτη αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους. Οι Σ&Ε προσδίδουν μια δυναμική στη νέα εταιρεία, η οποία κερδίζει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής της. Ειδικότερα, σύμφωνα με έρευνες για τις τράπεζες, οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας τράπεζας φαίνεται να ωφελούνται περισσότερο σε σχέση με εκείνους της εξαγοραζόμενης. Ωστόσο, ικανοποιητικό ποσό κερδών χαίρονται και οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων τραπεζών, κυρίως μετά τη δεκαετία του 1990 (Amihud, De Long and Saunders, 2003).

*Μείωση του δείκτη P/E.* Η αξία του εν λόγω δείκτη, εντοπίζεται στο γεγονός ότι παριστάνει το “premium”, το οποίο είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να πληρώσει για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη απόδοσης-κινδύνου της εξαγοράστριας εταιρείας, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί για τα τραπεζικά ιδρύματα με τη βοήθεια νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως τα παράγωγα και τα στοιχεία εκτός ισολογισμού που παρέχουν όμως εγγυήσεις.

*Οι συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας.* Πολλές τράπεζες οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα σε δείκτες ρευστότητας επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια άλλη τράπεζα, η οποία διαθέτει πιο υγιή χρηματοοικονομική διάρθρωση. Έτσι είναι πιθανόν η υγιέστερη χρηματοοικονομική κατάσταση της μίας εκ των δύο

εταιρειών να αποτελεί το δέλεαρ, ώστε η δεύτερη να επιθυμεί τη συνένωση, σε μία προσπάθεια βελτίωσης προβληματικών δεικτών ρευστότητας. Κατ' αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται μια πιο επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών. Έτσι, με τις Σ&Ε μεγεθύνονται οι επενδυτικές τους ικανότητες και αυξάνεται η αποδοτικότητα τους μέσω της παραγωγικής αξιοποίησης του αυξημένου κεφαλαίου.

*Τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν.* Αυτό συμβαίνει είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, είτε από το συνδυασμό των προαναφερθέντων ευεργετημάτων. Πολλές φορές δηλαδή μία επιχείρηση η οποία έχει αυξημένα κέρδη εξαγοράζει μία μικρότερη με ζημίες ώστε να μειωθεί η κλίμακα φορολόγησης της και να αποκομίζει κατά το δυνατόν περισσότερα κέρδη.

*Η κυβερνητική πολιτική.* Τα τελευταία χρόνια η πολιτική προσανατολίζεται στην ιδιωτικοποίηση οργανισμών που ανήκουν στο δημόσιο. Αυτό καθιστά πιο εύκολες τις συγχωνεύσεις ή εξαγορές μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών τραπεζών. Μια τέτοια κίνηση θεωρείται πιο ήπια σε σχέση με την απευθείας μεταπώληση μιας δημόσιας τράπεζας, η οποία είναι πιθανό να προκαλέσει αντιδράσεις από τα συνδικάτα και τους πολίτες.

Κρίσιμη όμως είναι και η *πολιτική της κεντρικής τράπεζας* έναντι των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που ακολουθούν διαδικασίες συγχώνευσης ή εξαγοράς. Διαπιστώνεται πως οι ανωτέρω τράπεζες απολαμβάνουν ευνοϊκούς όρους τόσο αναφορικά με το προεξοφλητικό επιτόκιο, όσο και ως προς το ποσοστό ρευστών διαθεσίμων.

Σε **μεσοπρόθεσμο** ορίζοντα, το σημαντικότερο κίνητρο θεωρείται η δανειοληπτική ικανότητα που αποκτά το νέο επιχειρηματικό σχήμα. Συγκεκριμένα, η ικανότητα απόκτησης δανείου της προκύπτουσας επιχείρησης αναμφισβήτητα αυξάνεται. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα δανειστές και μέτοχοι να αναλαμβάνουν μικρότερο κίνδυνο, ενώ η βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης οδηγεί σε μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος.

Στη συνέχεια, τα κίνητρα για Εξαγορές & Συγχωνεύσεις σε **μακροπρόθεσμο** επίπεδο είναι τα σημαντικότερα. Κίνητρο ιδιαίτερης σημασίας είναι οι συνέργιες που ενδέχεται να προκύψουν από τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που συνενώνονται. Πιο συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις αναμένουν ότι μετά τη Σ&Ε η αξία τους θα είναι μεγαλύτερη από ότι νωρίτερα που λειτουργούσαν αυτόνομα και μεμονωμένα.

Επιπρόσθετα, μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον κλάδο,

διαμορφώνονται συνθήκες μειωμένου ανταγωνισμού που προφυλάσσει από έναν ενδεχόμενο πόλεμο τιμών (όπως η αύξηση επιτοκίων καταθέσεων για επένδυση χρημάτων σε μία μόνο τράπεζα). Δημιουργούνται δηλαδή όμιλοι με ποικίλες δραστηριότητες, ανθεκτικοί στον συνεχώς αυξανόμενο ανταγωνισμό, καθώς και σε πιθανές μελλοντικές ανεπιθύμητες απόπειρες εξαγοράς. Παράδειγμα της συνέπειας αυτής στον τραπεζικό τομέα θα μπορούσε να είναι η μείωση στις τιμές των επιτοκίων των καταθέσεων και οι αντίστοιχες αυξήσεις των επιτοκίων των χορηγήσεων.

Για τις επιχειρήσεις-τράπεζες μεγάλου μεγέθους, μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών επιδιώκεται η δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος. Οι οικονομίες κλίμακας οι οποίες προκύπτουν μέσω του αυξημένου μεγέθους μεταφράζονται σε οικονομική αξία, την οποία αποκτά η επιχείρηση για το χαρτοφυλάκιο των αγαθών και υπηρεσιών της. Οι οικονομίες φάσματος επιτρέπουν στην επιχείρηση να κινηθεί σε νέες “κατευθύνσεις” προϊόντων και σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, η επιχείρηση επεκτείνει το χαρτοφυλάκιο των προϊόντων της, τα οποία μπορεί να είναι διαφοροποιημένα και να καλύπτουν ολοένα και μεγαλύτερο φάσμα των καταναλωτικών αναγκών μιας οικονομίας. Τα νέα προϊόντα μπορούν να αναπτυχθούν σε λιγότερο χρόνο και με μικρότερο κόστος, καθώς το συνεπαγόμενο ρίσκο εισαγωγής μετασχηματίζεται στον σαφώς μικρότερο κίνδυνο μιας συνένωσης με εταιρεία που ήδη παράγει το επιθυμητό αγαθό. Συγκεκριμένα, εξετάζοντας στην πράξη την πορεία και εξέλιξη εμπλεκόμενων τραπεζών σε Σ&Ε παρατηρείται πως επιτυγχάνεται μείωση των εξόδων και εξοικονόμηση κόστους από 15% μέχρι και 25% όταν τα τραπεζικά ιδρύματα είναι παρεμφερή.

Η υπέρβαση εμποδίων εισόδου είναι επίσης κίνητρο για συγχωνεύσεις. Εμπόδια (όπως μεγάλες επενδύσεις για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση προϊόντων) μπορεί να παρουσιάζονται κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα αγορά. Η θέση της επιχείρησης είναι ακόμη πιο δύσκολη, αν στην αγορά υπάρχει ήδη αυξημένος ανταγωνισμός. Μια συγχώνευση ή εξαγορά με εγχώρια επιχείρηση παρέχει όχι μόνο τη γνώση της αγοράς, αλλά και ένα εγκαταστημένο δίκτυο διανομής και πιθανώς μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της επιχείρησης-στόχου. Όσο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και μέσω κρατικών παρεμβάσεων, τόσο οι πρακτικές αυτές θα αποτελούν διέξοδο για τις επιχειρήσεις.

Σε πολλές περιπτώσεις δημιουργούνται δυνατότητες μεγαλύτερου ρυθμού



ανάπτυξης, μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων για την επιχείρηση. Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι Σ&Ε φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας και στο διεθνή ανταγωνισμό.

Παράλληλα, είναι γνωστό ότι μια καινοτομία ή διαφοροποίηση της παραγωγής χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη, κατά συνέπεια ενέχει υψηλό κίνδυνο. Μακροπρόθεσμα επομένως, με τις Σ&Ε επέρχεται η μείωση του κόστους και του χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων και αυτό σίγουρα αποτελεί κίνητρο. Γι' αυτό, τα στελέχη συχνά προτιμούν να πληρώσουν υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης, αποφεύγοντας το ρίσκο της εξ' αρχής δημιουργίας προϊόντος. Με αυτό τον τρόπο, θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι οι Σ&Ε δύναται να υποκαταστήσουν την ανάγκη της επιχείρησης για καινοτομία, γιατί συνήθως η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δε ρισκάρει για την ανάπτυξη νέου προϊόντος.

Σκόπιμο είναι επίσης, να αναφερθεί ότι μακροπρόθεσμα μέσω των Σ&Ε είναι αποτελεσματικότερη η αντιμετώπιση του φαινομένου της αποδιαμεσολάβησης (disintermediation), δηλαδή της απευθείας σύνδεσης καταθετών-δανειοληπτών εκτός τραπεζικού συστήματος. Οι τράπεζες δημιουργούν θυγατρικές εταιρίες, οι οποίες μπορούν και προσφέρουν εναλλακτικά χρηματοδοτικά προϊόντα πέραν από τις παραδοσιακές χορηγήσεις δανείων. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις των θυγατρικών εταιριών έχουν στόχο τη δημιουργία πανίσχυρων νέων και μεγάλων θυγατρικών με στόχο τη σχετική επαναδιαμεσολάβηση (reintermediation), δηλαδή την εκ νέου παροχή όλου του φάσματος των υπηρεσιών μέσω τραπεζικών ομίλων.

Τέλος, κύριος λόγος εμπλοκής σε Σ&Ε μπορεί να είναι η διοικητική αλαζονεία. Συχνά τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν αλαζονική συμπεριφορά πιστεύοντας ότι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις επιχειρήσεις-στόχους. Στην αγγλική γλώσσα, ο όρος ονομάζεται managerial hybris και προέρχεται από την ελληνική λέξη "ύβρις".

## **1.5 Αντικίνητρα Εξαγορών & Συγχωνεύσεων**

Πέρα από τα σοβαρά κίνητρα που εμφανίζονται κατά καιρούς, θα πρέπει να αναφερθούν και τα αντικίνητρα ή οι λόγοι αποτυχίας των εξαγορών και

συγχωνεύσεων, οι οποίοι δεν είναι καθόλου ευκαταφρόνητοι. Συνοπτικά, οι κίνδυνοι που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές διακρίνονται σε:

- Αυτούς που ελλοχεύουν πριν από την εξαγορά και έχουν να κάνουν με την τιμολόγηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, εφόσον η αξία της εξαγοράς θα πρέπει να αντισταθμίζεται με την αξία των προσδοκώμενων εσόδων που θα προκύψουν.
- Αυτούς που υπάρχουν μετά τη Σ&Ε, με σημαντικότερη την οργανωτική και εργασιακή ετερογένεια των συγχωνευμένων επιχειρήσεων.

Πιο αναλυτικά, για την υλοποίηση των Σ&Ε μπορεί να οφείλονται προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών στελεχών που μπορεί να αποσκοπούν στην προβολή των ιδίων και των συμφερόντων τους. Επίσης, το φαινόμενο «agency principal problem» ή «agency dilemma». Δηλαδή, η διαφορά συμφερόντων των manager σε σχέση με τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρείας, που μπορεί να οδηγήσει και σε λανθασμένη απόφαση εξαγοράς η οποία να είναι αντίθετη με τα συμφέροντα της εταιρείας.

Σε πολλές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων έχει παρατηρηθεί έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής, η οποία να βασίζεται σε ρεαλιστικά στοιχεία. Αλλά και όταν ακόμη ακολουθηθούν τέτοιου είδους στρατηγικές, οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν πως οι αρχικά επιδιωκόμενοι στόχοι που τίθενται κατά τη συμφωνία συνεργασίας των πιστωτικών ιδρυμάτων δεν υλοποιούνται, παρά μόνο κατά ένα ποσοστό της τάξης του 15%. Όμως, το χαμηλό αυτό ποσοστό μπορεί να είναι και απόρροια υπερβολικών προσδοκιών που επιδιώκονται εξ αρχής, οι οποίες στην πορεία είναι δύσκολο να πραγματοποιηθούν.

Σκόπιμο είναι να αναφερθεί ακόμη ότι και το υπερβολικό κόστος εξαγοράς μπορεί να καταστήσει δύσκολη έως ανέφικτη μια Σ&Ε. Σύνηθες φαινόμενο αποτελεί και η “σύγκρουση” μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης μιας εξαγοράς και συγχώνευσης. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ως καλύτερη μέθοδο τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσης Αξίας (Net Present Value), ενώ σε πολλές περιπτώσεις έχουν παρατηρηθεί εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι οποίες στηρίζονται είτε στην Εσωτερική Αξία (Book Value), είτε στη Χρηματιστηριακή Αξία (Market Capitalization). Θα πρέπει κατά συνέπεια, να υπάρξει προσεκτικός χειρισμός ώστε να ακολουθείται κατά περίπτωση η πιο κατάλληλη μέθοδος και να αποφεύγονται λάθη εκτίμησης.

Στη συνέχεια, το διοικητικό και διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται οι

συγχωνεύσεις μπορεί να είναι αρκετά υψηλό (αφορά ακόμη και δαπάνες, όπως η ανακατασκευή των υποκαταστημάτων προκειμένου να είναι συμβατά με τη νέα εταιρική ταυτότητα, η ενοποίηση των πληροφοριακών συστημάτων τα οποία προϋπήρχαν ή ακόμη και η αντικατάσταση εντύπων και διαφημιστικού υλικού). Όμως, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι πρόκειται για εφάπαξ δαπάνη που συμψηφίζεται με τις περικοπές κόστους λόγω συνεργειών.

Η επιτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς θα μπορούσε να εξαρτηθεί και από παράγοντες που αφορούν το προσωπικό του ομίλου. Συχνό φαινόμενο είναι η πρόκληση μη υγιούς ανταγωνισμού μεταξύ του προσωπικού, που έχει σαν αποτέλεσμα την δημιουργία προστριβών και την αδυναμία συνεργασίας. Ακόμη, είναι διαπιστωμένο το γεγονός ότι μετά την ολοκλήρωση μιας διαδικασίας εξαγοράς ή συγχώνευσης είναι πιθανό να προκύψουν σημαντικές δυσκολίες προσαρμογής, όπως ο συγκερασμός της διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας των τραπεζών, η προσαρμογή διαφορετικών μισθολογίων, επιδομάτων, παροχών και του διαφορετικού τρόπου υπηρεσιακής ανέλιξης. Οι δυσκολίες αυτές δεν επιτρέπουν στην ενοποιημένη πλέον επιχείρηση, να αναπτύξει εκείνα τα πλεονεκτήματα που θεωρητικά διαθέτει.

Επιπρόσθετα, πρέπει να αναφερθεί και το κοινωνικό κόστος, το οποίο είναι υψηλό αφού στο 80% των εξαγορών και συγχωνεύσεων υπήρξε μείωση της απασχόλησης και απολύσεις προσωπικού, συγχώνευση υποκαταστημάτων τραπεζών και γενικότερα περικοπή υφιστάμενων θέσεων εργασίας. Γενικότερα, σε περιπτώσεις Σ&Ε υπάρχει η αβεβαιότητα του κατά πόσο θα διατηρηθεί όλη η υφιστάμενη, πριν τη συγχώνευση δραστηριότητα των τραπεζών που συγχωνεύονται και κατά πόσο κάποιο σημαντικό και ουσιώδες κομμάτι επιχειρηματικής δραστηριότητας θα χαθεί σαν παραπροϊόν της ενοποίησης.

Αποτρεπτικός παράγοντας για μια Σ&Ε είναι ακόμη και η πιθανή αστάθεια, η οποία μπορεί να προκληθεί στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού και ευρύτερου χρηματοοικονομικού συστήματος της χώρας. Αυτό προκαλείται λόγω του αυξημένου μεγέθους και της ισχύος των νέων πιστωτικών ιδρυμάτων, με αποτέλεσμα τη δυσκολία ελέγχου τους από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές. Εξάλλου, εάν η τραπεζική αγορά τείνει να έχει ολιγοπωλιακό χαρακτήρα, είναι φυσιολογικό να παρουσιαστούν προβλήματα που ταλανίζουν όλες τις αγορές αυτής της μορφής. Τέτοια μπορεί για παράδειγμα να είναι η αύξηση των επιτοκίων χορηγήσεων, η μείωση των επιτοκίων καταθέσεων ή και ο περιορισμός του ύψους των χορηγήσεων προς τα νοικοκυριά και τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Στη συνέχεια, η οικονομική συγκυρία που επικρατεί ίσως να μην επιτρέπει την υιοθέτηση τέτοιων στρατηγικών. Μία Σ&Ε μπορεί να μην υλοποιηθεί ή εάν προχωρήσει μπορεί να μην επιτύχει τους στόχους της. Αυτό μπορεί να προκύψει ως αποτέλεσμα των μακρο-οικονομικών συνθηκών ή λόγω του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις. Υπάρχουν όμως και παράγοντες που αφορούν μεταβλητές, τις οποίες η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει, όπως για παράδειγμα εάν η επιχείρηση λειτουργεί σε μία αγορά η οποία είναι πλήρως ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική τότε δεν εμφανίζονται σημαντικά περιθώρια απόκτησης μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά και η Σ ή Ε δεν θα επιτύχει το στόχο της.

Επίσης, είναι αποτρεπτικό ότι τα πορίσματα μελετών για τις μεγάλες εξαγορές που έχουν υλοποιηθεί παγκοσμίως, έδειξαν ότι οι μεν μέτοχοι της τράπεζας που προέβησαν στην εξαγορά σε μεγάλο ποσοστό βγήκαν κερδισμένοι, οι δε όμως μέτοχοι της εξαγορασθείσας τράπεζας σημείωσαν απώλειες στη μετοχική τους αξία (Αθανασόγλου, Ασημακόπουλος και Γεωργίου, 2005).

## 1.6 Ανακεφαλαίωση

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν ένα από τα πιο βασικά εργαλεία αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων. Η επιλογή των στρατηγικών αυτών ανάπτυξης θεωρείται ως κάτι το αναπόφευκτο για την επιβίωση μέσα σε μία παγκοσμιοποιημένη οικονομία που χαρακτηρίζεται από διαρκή ανταγωνισμό. Συγκεκριμένα, σε ότι αφορά στον τραπεζικό τομέα ο οποίος έχει επηρεαστεί έντονα από χρηματοπιστωτική κρίση που επικρατεί στη χώρα τα τελευταία έτη, οι Σ&Ε αποτέλεσαν μονόδρομο για την διατήρηση της ύπαρξής τους.

Όπως κατέστη σαφές, μέρος της βιβλιογραφίας θεωρεί τις Σ&Ε φυσικό και υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των επιχειρήσεων, βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Τα αντικίνητρα όμως, είναι εξίσου σημαντικά και εστιάζονται σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές. Επίσης, οι Σ&Ε κατηγορούνται για τη μείωση του

ανταγωνισμού με συνέπεια την ολιγοπωλιακή οργάνωση της οικονομίας, τη στρέβλωση των τιμών και την τελική επιβάρυνση του καταναλωτή.

Συνοπτικά, στον τραπεζικό τομέα οι Σ&Ε μπορεί να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των τραπεζών μέσω της μείωσης του προσωπικού τους και της συγκράτησης των λοιπών στοιχείων κόστους, της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους και της βελτίωσης των εσόδων τους. Ακόμη, οι Σ&Ε επιτρέπουν στις τράπεζες να αυξήσουν σημαντικά το μέγεθος τους και να βελτιώσουν τη γνώση τους σχετικά με νέα προϊόντα και αγορές, έτσι ώστε να εκμεταλλευθούν τις οικονομίες κλίμακας και εύρους υπηρεσιών. Παράλληλα όμως, μπορεί να επιφέρει και αρνητικά αποτελέσματα σχετικά με την κερδοφορία της τράπεζας αν η συγχώνευση δεν επιτύχει τους στόχους της.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ Η ΠΑΡΟΥΣΙΑ ΤΟΥΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

#### 2.1 Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν μακρόχρονη ιστορία, η οποία ξεκινάει από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και στη συνέχεια εξαπλώνεται παγκοσμίως, δημιουργώντας κολοσσούς επιχειρήσεων. Εδώ και αρκετά χρόνια, στην Ελλάδα οι Σ&Ε εφαρμόζονται κατά κόρον από τις επιχειρήσεις και ειδικότερα από τα πιστωτικά ιδρύματα, επηρεάζοντας όχι μόνο τον πλούτο των συμμετεχόντων σε αυτές αλλά και γενικότερα τον πλούτο και την πορεία όλης της οικονομίας. Όπως θα αναλυθεί στη συνέχεια, η δημιουργία μιας κοινής Ευρωπαϊκής οντότητας, της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και η παρουσία του κοινού ευρωπαϊκού νομίσιματος έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη τους.

Στο κεφάλαιο αυτό πραγματοποιείται ιστορική αναδρομή στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, παρατηρώντας την έξαρση τους κατά μορφή κυμάτων. Επιπλέον, δίνεται έμφαση στην παρουσία τους στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο και στις αλλαγές που έχουν επιφέρει σε αυτόν. Επιπρόσθετα, μέσα από συλλεχθέντα στοιχεία φανερώνεται η σημαντικότητα των τραπεζικών Σ&Ε και η επιρροή τους στην πορεία της οικονομίας.

Στη συνέχεια, παρουσιάζεται το νομοθετικό πλαίσιο που ορίζει τις στρατηγικές αυτές στην εγχώρια και παγκόσμια αγορά, ενώ τονίζονται τα εποπτικά όργανα που αποφασίζουν για την υλοποίησή τους. Παράλληλα, τίθεται το ζήτημα της αποτελεσματικότητας των Σ&Ε, ενώ παρουσιάζονται μερικά συμπεράσματα από τις σημαντικότερες μελέτες που έχουν γίνει επί αυτών. Τέλος, παρατίθεται η σημασία του ανθρώπινου παράγοντα σε σχέση με την εταιρική κουλτούρα που τον διακρίνει μέσα σε ένα οργανισμό, καθιστώντας τους παράγοντες αδιαμφισβήτητα σημαντικούς για τη δημιουργία συνεργιών.

## 2.2 Ιστορική εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Έχει παρατηρηθεί ότι οι Σ&Ε εμφανίζονται κατά κύματα (merger waves). Στις Η.Π.Α., οι στρατηγικές αυτές ανάπτυξης των επιχειρήσεων έχουν ιστορία περίπου 100 ετών, στο Ηνωμένο Βασίλειο η αφητηρία τοποθετείται στη δεκαετία του 1960, ενώ στις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης έκαναν την εμφάνιση τους τη δεκαετία του 1990. Το φαινόμενο αυτό δεν έχει εξηγηθεί ακόμη με μία ολοκληρωμένη θεωρία, αλλά έχουν προσδιοριστεί διάφοροι παράγοντες που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εμφάνιση του. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι αναδιαρθρώσεις σε ορισμένους κλάδους, οι τεχνολογικές εξελίξεις, οι κυβερνητικές παρεμβάσεις και λόγοι που αφορούν τη γενικότερη μακροοικονομική κατάσταση (Κυριαζής, 2007).

Από μακροοικονομικής πλευράς, ο Gort (1969) ανέπτυξε τη θεωρία της «διατάραξης» των αγορών για να εξηγήσει τα κύματα των συγχωνεύσεων (disturbance theory of merger waves). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, τα κύματα των Σ&Ε συμβαίνουν όταν υπάρχει μία αύξηση στη γενική οικονομική δραστηριότητα που προκαλεί μια ανισορροπία (disequilibrium) στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Εξαιτίας αυτής της ανισορροπίας, αρκετοί επενδυτές αποκτούν πολύ πιο θετικές προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική ζήτηση σε σύγκριση με άλλους, αποτιμώντας υψηλότερα ορισμένες επιχειρήσεις, οι οποίες γίνονται έτσι στόχος εξαγοράς. Όταν μία επιχείρηση προβαίνει στην αγορά μιας άλλης τότε θα ακολουθήσουν το ίδιο παράδειγμα και άλλοι ανταγωνιστές φοβούμενοι μην βρεθούν ουραγοί των εξελίξεων. Έτσι, αποκτάται η δυναμική (momentum) της αύξησης της δραστηριότητας των Σ&Ε. Συνεπώς, η θεωρία του Gort συσχετίζει την παρουσία των κυμάτων των Σ&Ε με την άνοδο του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών στις Η.Π.Α., στο Η.Β. και σε λοιπές χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Οι πρώτες τρεις περίοδοι εκδήλωσης του φαινομένου, αφορούν αποκλειστικά στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών. Η πρώτη περίοδος έλαβε χώρα τα έτη 1890-1905 και οδήγησε στη δημιουργία μεγάλων μονοπωλίων (π.χ General Electric, Eastman Kodak), η δεύτερη αφορά τα έτη 1920-1930, όπου συνέβαλε στη δημιουργία ισχυρών ολιγοπωλίων. Στη συνέχεια, η τρίτη περίοδος 1966-1968 είχε ως κύριο χαρακτηριστικό την επιθετική επέκταση και διαφοροποίηση των εταιριών σε νέα προϊόντα και αγορές (conglomerates), λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας.



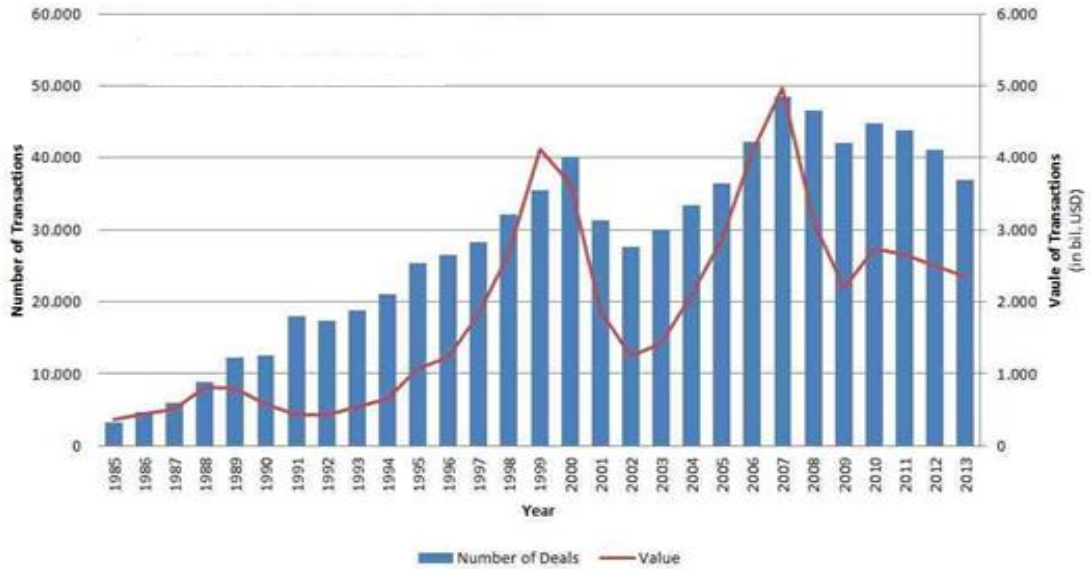
Το τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων που εμφανίστηκε ελάχιστα και στην Ευρώπη, χρονολογείται το διάστημα 1984 έως 1989 και χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές καθώς και από αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων επιχειρήσεων. Σε αυτή την περίοδο, διαφαίνεται αντιστροφή της τάσης για διαφοροποίηση (de-cogglomeration) και παράλληλα υιοθετείται αρκετά η μέθοδος των μοχλεμένων εξαγορών. Ακόμη, χαρακτηριστικό είναι ότι το οικονομικό μέγεθος των συγχωνεύσεων αυξάνεται, ενώ ταυτόχρονα καταγράφεται το πρώτο κύμα διασυνοριακών συγχωνεύσεων, κυρίως μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου, Γαλλίας και Αμερικής.

Στη συνέχεια, κατά τα έτη 1993-1999 έλαβε χώρα το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων, τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Την περίοδο αυτή αυξήθηκε κατακόρυφα η αξία και ο αριθμός των Σ&Ε και έγιναν μεγάλες αναδιαρθρώσεις σε διάφορους τομείς (π.χ. τραπεζικό, τομέα αυτοκινητοβιομηχανίας). Το πέμπτο κύμα είναι το μεγαλύτερο σε αξίες που έχει καταγραφεί έως τώρα και κατά τη διάρκεια του αναπτύχθηκαν περισσότερο οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις λόγω των πλεονεκτημάτων που διέθεταν. Στην Ευρώπη, σε αυτό συνέβαλλε ουσιαστικά η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (1993). Η δημιουργία της Ένωσης συνέβαλλε στην άνοδο του Ευρώ έναντι του δολαρίου και συνεπώς στην αύξηση του Εθνικού Εγχώριου προϊόντος στον ευρωπαϊκό χώρο, με αποτέλεσμα τις συνεχώς αυξανόμενες αναδιαρθρώσεις των επιχειρήσεων.

Παρακάτω, στα Διαγράμματα 2.1 και 2.2 αντικατοπτρίζονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που συνέβησαν κατά τη διάρκεια της περιόδου 1985-2013 σε όρους αριθμητικούς και αξίας συναλλαγών. Το Διάγραμμα 2.1 αναφέρεται στην παγκόσμια πορεία των Σ&Ε, ενώ το Διάγραμμα 2.2 στην Ευρωπαϊκή. Πρέπει να διευκρινιστεί ότι αφού η Ευρώπη έχει πιο πρόσφατη ιστορία στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, αξίζει στο Διάγραμμα 2.2 να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στην περίοδο από το 1995 και ύστερα. Ο αριστερός κάθετος άξονας δείχνει τον αριθμό των συναλλαγών, ενώ στα δεξιά ορίζεται η αξία των συναλλαγών, ο οριζόντιος άξονας δείχνει τα έτη καταγραφής του φαινομένου.

Όπως προαναφέρθηκε, το τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων συνέβη στα μέσα της δεκαετίας του 1980 και είχε σαν επίκεντρο την Αμερική και συγκεκριμένα τις Η.Π.Α.. Αυτό αντικατοπτρίζεται και στο Διάγραμμα 2.1 με μία ανάκαμψη στην αξία των συναλλαγών την ίδια περίοδο. Το πέμπτο κύμα των Σ&Ε συνέβη σε διεθνές επίπεδο, καθώς όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 2.2 μεγάλος όγκος πραγματοποιήθηκε και στην Ευρώπη. Η περίοδος 1993-1999 εύλογα χαρακτηρίζεται

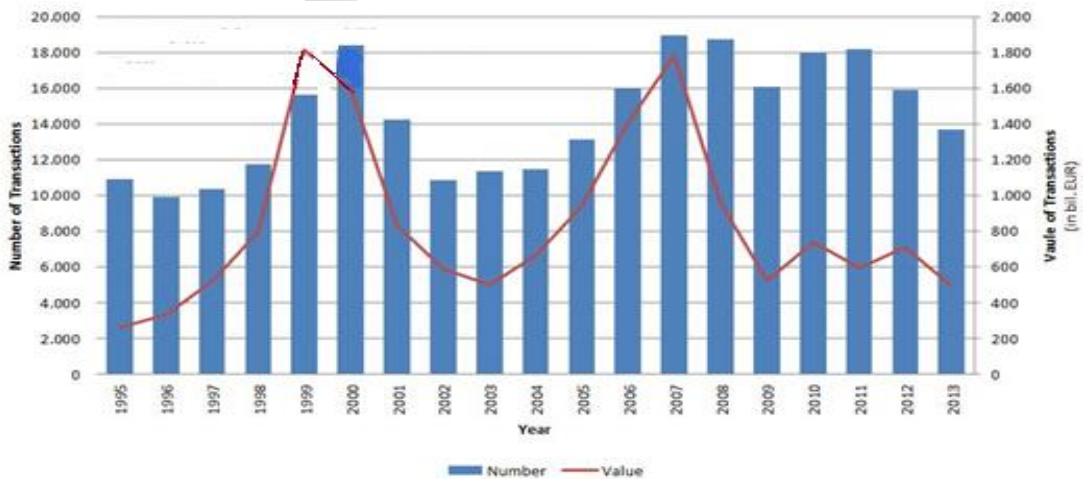
ως η περίοδος με τις μεγαλύτερες συγχωνεύσεις ως προς την αξία των συναλλαγών, κάτι το οποίο είναι ξεκάθαρο και στα δύο διαγράμματα που δείχνουν ότι μέχρι τότε οι Σ&Ε που είχαν λάβει χώρα ήταν πολύ μικρότερου βεληνεκούς ως προς τις αξίες.



Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 2014

### Διάγραμμα 2.1

#### Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Παγκοσμίως, 1985-2013



Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 2014

### Διάγραμμα 2.2

#### Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη, 1995-2013

Επίσης, χαρακτηριστικό είναι ότι η Ευρώπη από το 1995 και ύστερα, επηρέασε καθοριστικά την πορεία της καμπύλης των αξιών σε παγκόσμια κλίμακα και συνέβαλλε στη δημιουργία του κύματος. Αυτό αποδεικνύεται από το γεγονός ότι οι καμπύλες των αξιών ακολουθούν και στα δύο διαγράμματα σχεδόν όμοια πορεία. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι μέσα από τα στοιχεία διακρίνεται μια αναζωπύρωση της διεθνούς δραστηριότητας των Σ&Ε τα έτη 2002-2007, που πιθανόν να πρόκειται για ένα νέο κύμα.

Σε ότι αφορά τις εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή αλλά και στην παγκόσμια αγορά, το έτος 2008 υπήρξε έτος σημαντικής μείωσης της δραστηριότητας σε Σ&Ε, τερματίζοντας μια πολυετή ανοδική πορεία, η οποία διεκόπη απότομα από την έλλειψη κεφαλαίων, την καταβράθρωση των χρηματιστηριακών αγορών, την απροθυμία ανάληψης κινδύνου και την πρωτοφανούς εύρους γενικευμένη παγκόσμια οικονομική κρίση. Ωστόσο, είναι επόμενο ότι από την εμφάνιση των κυμάτων και ύστερα, ακολούθησαν πολύ ισχυρές Σ&Ε σε παγκόσμιο επίπεδο, που κατέστησαν ορισμένες επιχειρήσεις κολοσσούς στον τομέα δραστηριοποίησης τους.

## Πίνακας 2.1

### Μεγαλύτερες Συγχωνεύσεις και εξαγορές παγκοσμίως

Σειρά	Έτος	Αποκτώσα	Στόχος	Αξία σε δις. (EUR)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	204.8
2	2000	America Online Inc	Time Warner	160.7
3	2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	74.9
4	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	71.3
5	2007	Shareholders	Philip Morris Intl Inc	68.1
6	1999	Vodafone Group PLC	AirTouch Communications Inc	51.7
7	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	50.0
8	1999	Total Fina SA	Elf Aquitaine	48.3
9	2006	Gaz de France SA	Suez SA	44.6
10	2008	InBev NV	Anheuser-Busch Cos Inc	39.7

Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 2014

Στον Πίνακα 2.1 παρουσιάζονται οι μεγαλύτερες Σ&Ε που συνέβησαν διεθνώς όσον αφορά το μέγεθος των συναλλαγών με μεγαλύτερη την εξαγορά της εταιρείας Mannesmann AG το έτος 1999 από τη Vodafone AirTouch PLC. Ο πίνακας αυτός υποστηρίζει όσα προαναφέρθηκαν για το μέγεθος και τη σημαντικότητα των συμφωνιών του πέμπτου κύματος Σ&Ε. Όπως φαίνεται, η μεγαλύτερη δραστηριότητα σε Σ&Ε συνέβη το έτος 1999 με τρεις μεγάλες συνενώσεις, όπου αν υπολογιστούν συνολικά ως προς την αξία των συναλλαγών υπερβαίνουν αρκετά τα μεγέθη των υπολοίπων ετών. Επιπρόσθετα, ο Πίνακας 2.1 αποκαλύπτει ότι πολλές από τις μεγάλες συμφωνίες συνέβησαν σε κλάδους της οικονομίας, οι οποίοι έχουν δυσανάλογο μέγεθος σε σχέση με αρκετούς άλλους. Συγκεκριμένα οι τομείς των μέσων μαζικής ενημέρωσης (Time Warner) έχουν πιο περιορισμένο μέγεθος ως προς τις αξίες στην οικονομία, από ότι ο κλάδος των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων που δεν προέβη σε τέτοιου βεληνεκούς Σ&Ε.

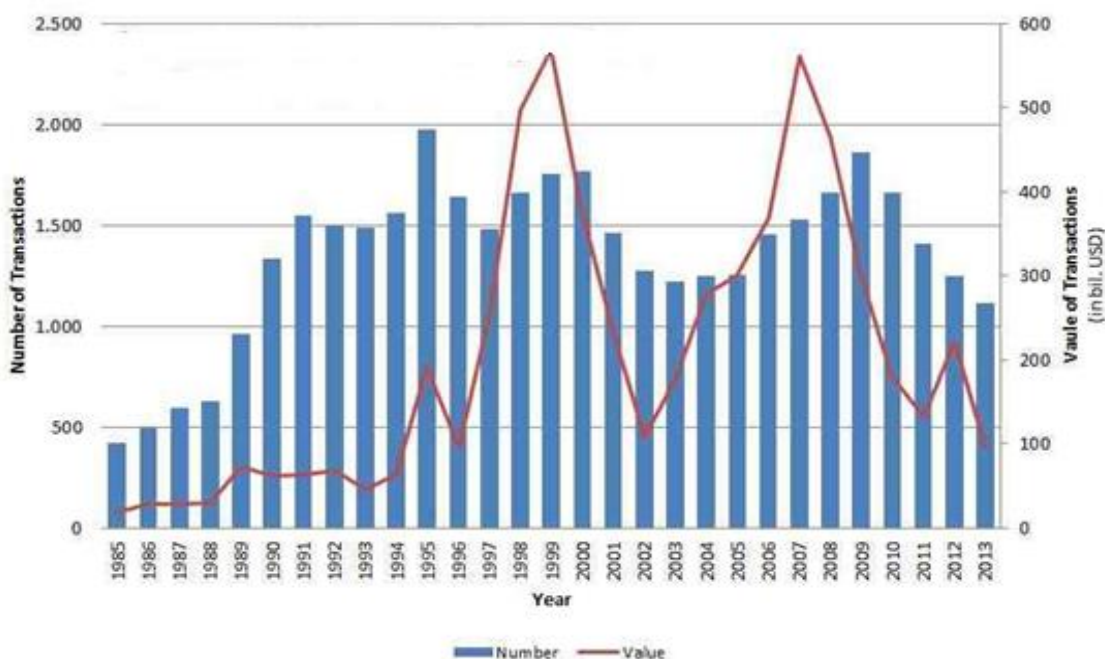
### **2.3 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο**

Η θεωρία με τη στήριξη των εμπειρικών μελετών συγκλίνουν στην εκτίμηση ότι η ευρωστία και εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού τομέα αποτελούν προϋποθέσεις για την υγιή ανάπτυξη της οικονομίας. Ο τραπεζικός τομέας αποτελεί τον βασικό χρηματοδότη των λοιπών κλάδων της οικονομίας και συμβάλλει παράλληλα στην αποτελεσματική κατανομή των οικονομικών πόρων από τις πλεονασματικές επιχειρήσεις προς τις ελλειμματικές.

Κατά τις δύο τελευταίες δεκαετίες, ο ευρωπαϊκός τραπεζικός τομέας γνώρισε σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές που οδήγησαν στην πραγματοποίηση ενός μεγάλου αριθμού συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι κυριότεροι παράγοντες που συνέβαλλαν σε αυτές τις εξελίξεις ήταν εν συντομία η τεχνολογική πρόοδος, η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η ενισχυμένη εποπτεία των πιστωτικών συστημάτων και η δημιουργία μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς-την Ευρωπαϊκή Ένωση. Επίσης, σε πολλές χώρες, ιδίως σε εκείνες που φιλοξενούσαν μεγάλο αριθμό μικρών τραπεζικών ιδρυμάτων, η αύξηση των Σ&Ε έχει αποδοθεί στην επιθυμία των τραπεζών να αυξηθούν σε μέγεθος, ώστε να αποκτήσουν τη δύναμη και την αποτελεσματικότητά τους για να ανταπεξέλθουν στον αυξημένο ανταγωνισμό της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς. Αυτό, είχε ως αποτέλεσμα τη δραματική μείωση του

αριθμού των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, από περίπου 12.000 στο τέλος του 1990 σε 6790 το 2014, με την πλειοψηφία των Σ&Ε να είναι εγχώριες, (Τράπεζα της Ελλάδος, 2009).

Όπως κατέστη σαφές, η σημασία των Σ&Ε είναι πολύ σημαντική καθώς όχι μόνο επηρεάζουν τον πλούτο των επιχειρήσεων που τις ακολουθούν, αλλά και τον πλούτο της οικονομίας γενικότερα. Όσον αφορά τον τραπεζικό τομέα φαίνεται ότι επηρεάζει ιδιαίτερα την πορεία της οικονομίας, καθώς όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 2.3 κάθε χρόνο επενδύονται υπέρογκα ποσά διεθνώς σε Σ&Ε. Η μεγαλύτερη δραστηριότητα σε αξίες Σ&Ε όπως παρατηρείται καταγράφηκε το 1999, ενώ ο μέσος αριθμός των Σ&Ε κατά την περίοδο μετά το έτος αυτό παρέμεινε πολύ πάνω από το αντίστοιχο κατά την περίοδο προ του 1999.



Πηγή: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 2014

### Διάγραμμα 2.3

#### Συγχωνεύσεις και Εξαγορές του Τραπεζικού κλάδου στην Ευρώπη, 1985-2013

Επιπλέον, η σημασία του τραπεζικού τομέα για την οικονομική ανάπτυξη γίνεται φανερή και από τη συσχέτιση του με τους υπόλοιπους τομείς δραστηριότητας της Ευρώπης σε όρους αξιών για Σ&Ε. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία του Πίνακα 2.2 ο οποίος δείχνει την κατανομή των Σ&Ε ανά κλάδο κατά τη διάρκεια 2008-2012, οι τραπεζικές Σ&Ε στον ευρωπαϊκό οικονομικό χώρο φαίνεται να έχουν

πρώτη θέση στην κατάταξη και να ξεπερνούν τους υπόλοιπους κλάδους δραστηριοτήτων τα έτη 2008, 2009 και 2011, ελέγχοντας ουσιαστικά την πορεία της οικονομίας. Επιπλέον, από τα μεγέθη των Σ&Ε που παρουσιάζονται σε δισεκατομμύρια ευρώ αντικατοπτρίζεται μια διαρκώς μειούμενη τάση για συγκεντροποίηση στον τραπεζικό τομέα από έτος σε έτος. Αυτό ίσως να οφείλεται πέραν των άλλων και στο αυστηρό εποπτικό πλαίσιο που ορίζει τέτοιου είδους συγχωνεύσεις και εξαγορές.

## Πίνακας 2.2

### Συγχωνεύσεις και Εξαγορές ανάλογα με τους σημαντικότερους κλάδους δραστηριοτήτων στην Ευρώπη

Βασικός Τομέας (Στόχος)	2008	2009	2010	2011	2012
Άλλες Υπηρεσίες	218.981	165.455	191.238	186.022	198.955
Τράπεζες	472.314	327.996	163.235	195.772	196.535
Μηχανικός εξοπλισμός, Επίπλωση, Ανακύκλωση προϊόντων	95.169	75.165	79.502	79.386	78.382
Μεταφορές	54.968	27.893	41.375	21.732	24.388
Χημικά προϊόντα, Ελαστικά, πλαστικά, Μη-μεταλλικά προϊόντα	65.582	63.078	47.651	63.801	46.913
Διατροφή, Αλκοόλ, Είδη καπνού	112.224	28.429	35.749	29.155	29.870
Μέταλλα και Προϊόντα μετάλλου	41.752	41.741	19.498	34.412	67.624
Αέριο, Νερό, Ηλεκτρισμός	101.312	119.141	79.819	50.559	41.793
Χονδρικό και Λιανικό Εμπόριο	63.943	42.604	35.696	52.021	44.666
Κατασκευαστικές Εταιρίες	46.977	48.557	26.430	26.764	33.862
Ασφαλιστικές Εταιρίες	41.301	37.047	26.528	17.714	28.036
Εκδοτικοί Οίκοι, Τύπος	8.995	14.231	5.527	8.341	5.814
Πρωτογενείς πρώτες ύλες (Γεωργία, Εξορύξεις)	26.275	13.964	14.581	31.679	16.625
Εκπαίδευση, Υγεία	7.584	5.945	8.289	8.368	5.990
Ξενοδοχεία & Εστιατόρια	16.649	5.837	9.409	10.368	4.293

Πηγή: zephyr.bvdinfo.com, 2014

Όπως παρατηρείται ακόμη, σε σχέση με την κλαδική κατάταξη σε Σ&Ε, οι κλάδοι που παρουσιάζουν τη σημαντικότερη δραστηριότητα, εκτός από τον τομέα των υπηρεσιών και ιδιαίτερα των τραπεζικών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι ο κλάδος του εμπορίου, των μεταλλοκατασκευών του μηχανικού και οικιακού

εξοπλισμού, αλλά και οι κλάδοι που περιλαμβάνουν χημικά προϊόντα. Ενώ, λιγότερη χρήση των Σ&Ε γίνεται από τομείς όπως της υγείας και της κοινωνικής εστίασης.

## **2.4 Η διαμόρφωση του Ελληνικού τραπεζικού τοπίου**

Στην Ελλάδα, άρχισε να παρατηρηθεί κάποια σημαντική άνθηση σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990, οι ελληνικές επιχειρήσεις είχαν έντονο οικογενειακό χαρακτήρα. Το τοπίο άλλαξε με την προοπτική της δημιουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την ανάγκη συνύπαρξης των ελληνικών επιχειρήσεων σε μία ενιαία ευρωπαϊκή αγορά με έντονο το στοιχείο του ανταγωνισμού. Συνεπώς, στην Ελλάδα από το ξεκίνημα της δεκαετίας και ύστερα καταγράφηκε μία άνοδος στην υιοθέτηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990, η τάση αυτή φάνηκε να ανακόπτεται με τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων να βαίνει ολοένα μειούμενος. Ωστόσο, στο τέλος της δεκαετίας η τάση αυτή άλλαξε ριζικά και παρατηρήθηκε το πρώτο μεγάλο κύμα εξαγορών. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε σε πολύ μεγάλο βαθμό η πρωτοφανής άνθηση που γνώρισε η ελληνική κεφαλαιαγορά το 1998 και κυρίως το 1999, δίνοντας για πρώτη φορά στις ελληνικές επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αντλήσουν πολύ υψηλά για τα ελληνικά δεδομένα επενδυτικά κεφάλαια, που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για εξαγορές και συγχωνεύσεις στο εσωτερικό και εξωτερικό ώστε να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Σημαντικό ποσοστό όμως από τις συμφωνίες που συνέβησαν την ανωτέρω περίοδο απέτυχαν. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι υπήρξε σημαντικός αριθμός περιπτώσεων κατά τις οποίες η εταιρεία η οποία εξαγοράστηκε μεταπωλήθηκε σε σύντομο χρονικό διάστημα σε νέους ιδιοκτήτες.

Στη συνέχεια, ένα δεύτερο μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα παρατηρείται κατά τα έτη 2012-2013. Αιτία του κύματος αυτού ήταν πάλι η οικονομική συγκυρία της χώρας όπου αυτή τη φορά δεν επρόκειτο για άνθηση. Είναι φανερό ότι η κρίση που αντιμετωπίζει η χώρα τα τελευταία χρόνια και ο διαρκώς μειούμενος τζίρος των επιχειρήσεων έδωσε το έναυσμα για την συνένωση τους κυρίως με ξένες πολυεθνικές, ώστε να διατηρηθεί η βιωσιμότητα τους. Το επιχειρηματικό τοπίο έχει αλλάξει πλήρως, καθώς λόγω των Σ&Ε έχουν μερικώς εξαλειφθεί οι μικρές επιχειρήσεις με την απορρόφηση τους από μεγαλύτερες.

Όσον αφορά το τραπεζικό σύστημα, πλέον αποτελείται από τέσσερις μεγάλους συστηματικούς πυλώνες οι οποίοι προήλθαν από συγχωνεύσεις και εξαγορές απαραίτητες για την ομαλή συνέχιση της λειτουργίας τους. Αλλαγές μείζονος σημασίας στο κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον συνετέλεσαν ώστε να δημιουργηθεί το υπάρχων τραπεζικό τοπίο αφού μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1990, ο μεγάλος αριθμός τραπεζών στην Ελλάδα χαρακτήριζε το τραπεζικό της σύστημα.

Με την ανακοίνωση όμως της συμμετοχής της χώρας στο ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα, οι ελληνικές τράπεζες άρχισαν να προετοιμάζονται για να ενταχθούν στα νέα δεδομένα με επιτυχία, πραγματοποιώντας δέκα Σ&Ε στο σύνολο με μία από τις κυριότερες εξαγορές αυτή της Eurobank όπου κατέκτησε το 50,01% των μετοχών της Τράπεζας Εργασίας. Σκοπός των τραπεζών κατά την περίοδο αυτή ήταν αφενός να διασφαλίσουν το μεγαλύτερο δυνατό μερίδιο στην ελληνική αγορά, αφετέρου να διεισδύσουν στην ευρωπαϊκή αγορά.

Στη συνέχεια, την περίοδο 2012-2013, η εκδήλωση της κρίσης, η κρατική πολιτική διαχείρισής της αλλά και οι γενικότερες μεταβολές στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής εποπτείας (Σύμφωνο Βασιλείας III), επιτάχυναν δραστικά την τάση συγκέντρωσης στον τραπεζικό κλάδο. Ο γύρος συγχωνεύσεων μικρών και μεσαίων ελληνικών τραπεζών ήταν αποτέλεσμα αφενός της κρίσης και της ανάγκης εξεύρεσης νέων κεφαλαίων για αντιμετώπιση των συνεπειών της και αφετέρου της διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών που επέτρεπε την κρατική ανακεφαλαιοποίηση μόνο των μεγάλων συστημικών τραπεζών. Οι συστημικές τράπεζες θα μπορούσαν να ανακεφαλαιοποιηθούν με κρατικό (ευρωπαϊκό) χρήμα, ενώ οι μη συστημικές μόνο μέσω ιδιωτικών κεφαλαίων. Καθώς όμως, δε βρέθηκαν τα αναγκαία κεφάλαια για την ανακεφαλαιοποίηση των μικρών και μεσαίων τραπεζών, οι τράπεζες αυτές εξαγοράστηκαν από τις μεγάλες συστημικές τράπεζες.

Η κρατική πολιτική της ανακεφαλαιοποίησης επομένως είχε σαν αποτέλεσμα ο τραπεζικός χάρτης της Ελλάδας να αλλάξει εντυπωσιακά. Πλέον, τέσσερις τράπεζες (Εθνική, Eurobank, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς) ελέγχουν σχεδόν εξολοκλήρου την ελληνική κεφαλαιαγορά. Στον Πίνακα 2.3 απεικονίζονται αναλυτικά οι Σ&Ε που διαδραματίστηκαν κατά το δεύτερο κύμα εξαγορών και η συνεισφορά τους στο ενεργητικό των τραπεζών που προέβησαν σε αυτές. Αξίζει να αναφερθεί ότι, οι τέσσερις αυτές τράπεζες ελέγχουν αθροιστικά περισσότερο από το 90% των συνολικών δανείων και καταθέσεων στην ελληνική αγορά. Πιο συγκεκριμένα, στον παρακάτω Πίνακα 2.4 εμφανίζονται τα αποτελέσματα των πράξεων Σ&Ε στη



διαμόρφωση των καταθέσεων, στο μερίδιο δανείων και τον αριθμό των καταστημάτων.

### Πίνακας 2.3

#### Εξαγορές και Συγχωνεύσεις τραπεζών 2012-2013 και μεγέθυνση του ενεργητικού της απορροφώσας τράπεζας

Απορροφώσα τράπεζα	Απορροφόμενη τράπεζα	Αύξηση ενεργητικού (σε δις)
Τράπεζα Πειραιώς	Γενική Τράπεζα	2,7
	Millenium Bank	4,7
	Αγροτική τράπεζα	14,2
	Υποκαταστήματα Κυπριακών τραπεζών (Κύπρου, Λαϊκή, Ελληνική)	18,9
Alpha Bank	Εμπορική Τράπεζα	19,5
Eurobank	Ταχυδρομικό ταμιευτήριο	14,6
	Proton Bank	0,85
Εθνική τράπεζα	FBB	1,4
	Καταθέσεις Συνεταιριστικών Τραπεζών (Λαμίας, Αχαΐας, Λέσβου)	-

Πηγή: Ιστοσελίδες Alpha bank, Πειραιώς, Eurobank, Εθνικής, 2014

Όπως παρατηρείται, η Τράπεζα Πειραιώς κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο δανείων, ενώ η Alpha Bank τις περισσότερες καταθέσεις στην εγχώρια αγορά. Ωστόσο, η ΕΤΕ παραμένει η μεγαλύτερη ελληνική τράπεζα με βάση το ενεργητικό και τις διεθνείς δραστηριότητές της.

### Πίνακας 2.4

#### Μερίδια στην Ελληνική αγορά

Τράπεζες	Μερίδιο δανείων	Μερίδιο καταθέσεων	Δίκτυο καταστημάτων
Τράπεζα Πειραιώς	29,60%	4,7%	1306
Alpha Bank	22,90%	19,5%	733
Eurobank	19,10%	14,6%	617
Εθνική τράπεζα	18,90%	1,4%	508

Πηγή: Τράπεζα Πειραιώς, παρουσίαση για τη γενική συνέλευση των μετόχων στις 15/7/2013.

Οι Σ&Ε είχαν ιδιαίτερα θετικό αποτέλεσμα στους ισολογισμούς των μεγάλων συστημικών τραπεζών, τόσο από πλευράς όγκου ενεργητικού, δανείων και καταθέσεων όσο και από πλευράς δεικτών τραπεζικής ευρωστίας. Για παράδειγμα, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις των συστημικών τραπεζών βελτιώθηκε σημαντικά με την απορρόφηση των μικρότερων τραπεζικών ιδρυμάτων.

## **2.5 Νομοθετικό πλαίσιο και εποπτεία των τραπεζών που συμμετέχουν σε Σ&Ε.**

Οι Σ&Ε είναι δυνατόν να προκαλέσουν εμπόδια στον ανταγωνισμό, εφόσον η επιχείρηση που προκύπτει από αυτές αποκτήσει δεσπόζουσα θέση στην αγορά ή υπερβολική επιρροή σε μια αλυσίδα παραγωγής ή διανομής. Το γεγονός αυτό με τη σειρά του μπορεί αφενός, να οδηγήσει σε αύξηση των τιμών για τους καταναλωτές και μείωση των δυνατοτήτων επιλογής τους και αφετέρου, να παρεμποδίσει την καινοτομία. Είναι προφανές επομένως, πως μια συγχώνευση ή εξαγορά δύναται να χαρακτηριστεί χρήσιμη για τους μετόχους, αλλά επιβλαβής για τους καταναλωτές, αν οδηγεί στην εμφάνιση μονοπωλίου και υψηλότερων τιμών. Οι αρνητικές αυτές συνέπειες του μονοπωλίου είναι εύκολο να παρατηρηθούν στον τραπεζικό τομέα λόγω της φύσης του και τους περιορισμένους πυλώνες που διαθέτει σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους δραστηριοτήτων.

Συγκεκριμένα, οι Σ&Ε μπορεί να προκαλέσουν σημαντικές αδυναμίες, όπως την ασύμμετρη πληροφόρηση και τη δυνητική εκμετάλλευση των καταναλωτών, την ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων από τις τράπεζες, καθώς επίσης να δημιουργήσουν πολυπλοκότητα στις συναλλαγές. Όλα τα προηγούμενα μαζί με την αδιαφάνεια και τον ιδιωτικό κυρίως χαρακτήρα των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων καθιστούν αναγκαία την τραπεζική εποπτεία. Συνεπώς, σκόπιμο είναι να αναφερθεί το νομικό πλαίσιο που ορίζει την πραγματοποίηση ή μη των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος αποτελεί τον κυρίαρχο στόχο της εποπτείας.

Όπως είναι γνωστό, ο τραπεζικός τομέας αποτελεί μια ειδική κατηγορία επιχειρήσεων και ως συνέπεια ρυθμίζεται από συγκεκριμένες νομοθεσίες παγκοσμίως, αλλά και ξεχωριστά σε κάθε χώρα. Ειδικότερα, μέχρι τα μέσα του 1980, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν απόρροια των κρατικών κανόνων και

ρυθμίσεων, καθώς ελέγχονταν αποκλειστικά από την εκάστοτε κυβέρνηση. Η αποτελεσματικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων ήταν πολύ περιορισμένη και το σύστημα χαρακτηριζόταν από έλλειψη ευελιξίας, οραματισμού, και χαμηλή παραγωγικότητα. Ήταν φανερό πως το τραπεζικό σύστημα δεν θα μπορούσε να ανταπεξέλθει στα υψηλά επίπεδα ανταγωνισμού που επικρατούσαν διεθνώς και κυρίως στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με αποτέλεσμα να είναι υποχρεωτική η θέσπιση μιας σειράς οδηγιών και διατάξεων.

Η πρώτη προσπάθεια για τραπεζική εποπτεία πραγματοποιήθηκε με τη σύσταση της επιτροπής της Βασιλείας το 1974 από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών της ομάδας των G-10 (Βέλγιο, Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Ολλανδία, Σουηδία, Μ. Βρετανία, Η.Π.Α.). Στόχος της επιτροπής ήταν η τυποποίηση της συμπεριφοράς των εμπορικών τραπεζών διεθνώς με τη θέσπιση κατευθυντήριων αρχών και την έκδοση συστάσεων ορθών πρακτικών. Πρέπει να σημειωθεί ότι, αν και οι κανόνες που διατύπωνε δεν είχαν νομική δεσμευτικότητα, αφού η Επιτροπή δεν ήταν διεθνής οργανισμός, η επιρροή της ήταν σημαντική στη μέχρι σήμερα διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου που αφορά την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και μεγάλο τμήμα του είχε υιοθετηθεί από εποπτικές αρχές κρατών που δε συμμετείχαν στη σύνθεσή της (7).

Στη συνέχεια, ορίστηκε το σύμφωνο της Βασιλείας I (1988), το οποίο στόχευε στην ομογενοποίηση της εποπτείας σχετικά με τον τρόπο αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου. Κατά το πέρασμα των ετών, εξελίχθηκε η τραπεζική αγορά και διευρύνθηκαν τα προϊόντα που προσέφερε, έτσι προέκυψε η ανάγκη δημιουργίας της Βασιλείας II (2006), όπου θεσπίστηκαν νέα πιο ισχυρά μέτρα προστασίας των τραπεζών έναντι του κινδύνου που εκτίθενται. Τέλος, το τρίτο σύμφωνο της Βασιλείας δημιουργήθηκε το 2010 και είχε στόχο την ενδυνάμωση και τη σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Αξίζει να σημειωθεί πως η Επιτροπή της Βασιλείας ενισχύθηκε με περισσότερα μέλη και πλέον απαρτίζεται από τα περισσότερα σύγχρονα κράτη-μέλη.

Όσον αφορά συγκεκριμένα την συγχώνευση και εξαγορά των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα, αυτή ορίζεται από το Ν.2515/1997. Ο νόμος αυτός συμβαδίζει με τα διεθνή πρότυπα και τους κανόνες της Βασιλείας για τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Παράλληλα, εφαρμόζονται διατάξεις του Ν.2076/1992 ως προς την «ανάληψη και άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων και άλλες συναφείς διατάξεις», ο οποίος ρυθμίζει γενικότερα, την ίδρυση και λειτουργία των

ελληνικών τραπεζών, ενώ λαμβάνονται υπόψη και τα άρθρα του Αστικού Κώδικα (1194, 1197) για τη μεταγραφή των εμπραγμάτων δικαιωμάτων των συγχωνευόμενων τραπεζών.

Ο βασικός νόμος που ρυθμίζει τη διαδικασία Σ&Ε είναι ο Ν.2190/1920 «περί ανωνύμων εταιρειών», (αρ.68-80). Πιο συγκεκριμένα, ο νόμος αυτός ρυθμίζει πλήρως την απαιτούμενη διαδικασία και όλα τα στάδια που προηγούνται της νομικής συγχώνευσης δύο εταιριών και ορίζει τα βήματα που πρέπει να ακολουθήσουν οι εμπλεκόμενες διοικήσεις. Το νόμο αυτό συμπληρώνουν, φορολογικοί και αναπτυξιακοί νόμοι, με τους οποίους δίδονται κίνητρα στις επιχειρήσεις για την ανάληψη τέτοιων πρωτοβουλιών. Αναλυτικότερα, ο Ν.2166/1993 ορίζει «Κίνητρα Ανάπτυξης Επιχειρήσεων, Διαρρυθμίσεις στην Έμμεση και Άμεση Φορολογία και άλλες διατάξεις»(αρ.1-5) και το Ν.Δ. 1297/72, όπου απώτερος σκοπός του είναι η παροχή κινήτρων για δημιουργία ισχυρών και μεγάλων οικονομικών μονάδων με ιδιωτική πρωτοβουλία. Πρέπει να σημειωθεί ότι για να μπορέσουν οι επιχειρήσεις να επωφεληθούν των συγκεκριμένων φορολογικών νόμων πρέπει απαραίτητα να πληρούν αυστηρές προϋποθέσεις.

### ***Εποπτικοί φορείς***

Οι φορείς στην Ελλάδα που ασκούν έλεγχο στα πιστωτικά ιδρύματα και καθορίζουν εάν θα υλοποιηθεί μια Σ&Ε είναι η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ), η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΕΚ), και η Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΑ). Πιο συγκεκριμένα, η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η αρμόδια αρχή για την παροχή αδειών ίδρυσης και λειτουργίας πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και την εποπτεία τους. Επιπλέον, σε συνδυασμό με τις απαιτήσεις της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ορίζει τους βασικούς κανόνες εποπτείας, καθορίζει τις κεφαλαιακές απαιτήσεις και προσδιορίζει τα κριτήρια οργάνωσης συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνου για τα πιστωτικά ιδρύματα. Συνεπώς, αν μία συγχώνευση ή εξαγορά αντιτίθεται στα κριτήρια που ορίζει η ΤτΕ για το νέο σχήμα ενδέχεται να μην εγκριθεί. Πιο συγκεκριμένα, λόγος μη έγκρισης ενδέχεται να είναι η ανεπαρκής οργάνωση από άποψη διοικητική, λογιστική ή διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου του πιστωτικού ιδρύματος που προκύπτει από τη συγχώνευση, ακόμη η μη τήρηση εκ μέρους του αρχών και κανόνων σχετικά με την εποπτεία είτε η κεφαλαιακή ανεπάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, με λειτουργική και διοικητική αυτοτέλεια. Στόχος της είναι η εξυπηρέτηση του δημόσιου συμφέροντος, μέσω της διασφάλισης της ακεραιότητας της αγοράς, του περιορισμού του συστηματικού κινδύνου και της προστασίας του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας. Είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά, για την έγκριση ενημερωτικών δελτίων όσων αφορά τις ανάγκες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού κατά τη διενέργεια δημοσίων προσφορών και την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά. Επιπλέον, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά. Συνεπώς, αν μία συγχώνευση ή εξαγορά δεν συμβαδίζει με τα κριτήρια που έχει θεσπίσει η Επιτροπή και το δημόσιο συμφέρον ενδέχεται να διακοπεί.

Στη συνέχεια, η Επιτροπή Ανταγωνισμού είναι το όργανο, στο οποίο ο νομοθέτης έχει αναθέσει την αποκλειστική αρμοδιότητα εφαρμογής του Ν.703/77 «περί ελέγχου των μονοπωλίων και ολιγοπωλίων και προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού». Η Επιτροπή, λειτούργησε αρχικά ως όργανο του Υπουργείου Εμπορίου και στη συνέχεια απέκτησε μορφή ανεξάρτητης αρχής με διοικητική και οικονομική αυτοτέλεια ύστερα από τη θέσπιση των νόμων 2996/1995 και 2837/2000 αντίστοιχα. Η Επιτροπή αποτελείται από εννέα μέλη, διορίζεται από τον Υπουργό Ανάπτυξης για τριετή θητεία και απαρτίζεται από άτομα που έχουν γνώση και εμπειρία σε θέματα ανταγωνισμού, ανώτατο δικαστή ή σύμβουλο του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους καθώς και εκπροσώπους φορέων (Ο.Κ.Ε, ΣΕΒ, ΓΕΣΕΒΕ και ΕΣΣΕ).

## **2.6 Η επίδραση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών**

Παρά το μακρινό παρελθόν των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο και τη συσσωρευμένη εμπειρία που έχει δημιουργηθεί, η επιτυχία μιας τέτοιας επιχειρηματικής κίνησης δεν μπορεί να θεωρείται δεδομένη και ακίνδυνη, καθώς επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, τόσο εσωτερικούς όσο και εξωτερικούς ως προς το περιβάλλον της επιχείρησης. Αρκετοί από αυτούς τους παράγοντες που

ρυθμίζουν όχι μόνο το θεσμικό αλλά και το λειτουργικό πλαίσιο μιας εξαγοράς και συγχώνευσης, βρίσκονται εκτός ελέγχου ή αρμοδιότητας της ενδιαφερόμενης για Σ&Ε επιχείρησης. Παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά επιτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων διαφέρουν από οικονομία σε οικονομία ή από μελέτη σε μελέτη (χωρίς βέβαια να εξαιρούνται οι περιπτώσεις που αφορούν κινήσεις μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών χωρών), όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο ποσοστό των εξαγορών και συγχωνεύσεων, της τάξεως άνω του 50%, δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους (όπως οικονομίες κλίμακας, έλεγχος λειτουργικού κόστους κ.ά.) που είχαν τεθεί εξαρχής (εφημερίδα το Βήμα, 1999).

Τα τελευταία χρόνια, πολλές ερευνητικές εργασίες προσπάθησαν να απαντήσουν στο ερώτημα κατά πόσον οι Σ&Ε μεταξύ τραπεζών βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα της τράπεζας που προκύπτει από τη συγχώνευση ή εξαγορά, αλλά και κατά πόσον υπάρχουν οικονομίες κλίμακας τις οποίες η τράπεζα αυτή θα αξιοποιήσει. Όσον αφορά τον όρο αποτελεσματικότητα, θεωρείται ευρεία έννοια η οποία μπορεί να καλύπτει διάφορες πλευρές της δραστηριότητας των τραπεζών και εκτείνεται από τον ορισμό της αποτελεσματικότητας κόστους ή/και κερδών που αφορά τη βραχυχρόνια περίοδο, μέχρι τον ορισμό της τεχνολογικής αποτελεσματικότητας που αφορά τη μακροχρόνια περίοδο.

Μια τράπεζα θεωρείται αποτελεσματική από πλευράς κόστους (X-efficient), αν ελαχιστοποιεί το κόστος της για δεδομένες τιμές των παραγωγικών συντελεστών και για δεδομένο επίπεδο των προσφερόμενων υπηρεσιών. Εναλλακτικά, θεωρείται αποτελεσματική από πλευράς κερδών αν μεγιστοποιεί τα κέρδη της για δεδομένο συνδυασμό παραγωγικών συντελεστών και τιμών προσφερόμενων υπηρεσιών. Οι ορισμοί αυτοί, επικεντρώνονται στον τρόπο με τον οποίο συνδυάζονται οι παραγωγικοί συντελεστές της τράπεζας και το αποτέλεσμα της διαδικασίας αυτής αντανακλά την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της στην βραχυχρόνια περίοδο, ενώ η τεχνολογία και το μέγεθος λαμβάνονται ως δεδομένα.

Το μέγεθος της αποτελεσματικότητας κόστους μιας τράπεζας μετρείται ως η απόκλιση του κόστους της από το θεωρητικά ελάχιστο κόστος που εμπειρικά προσεγγίζεται από εκείνο της πλέον αποτελεσματικής τράπεζας. Κατά τους Berger και Mester (1997), οι παράγοντες αναποτελεσματικότητας που αυξάνουν το κόστος πάνω από το ελάχιστο είναι η αδυναμία άμεσης αντίδρασης της τράπεζας στις μεταβολές των τιμών των παραγωγικών συντελεστών και τη χρησιμοποίηση

μεγαλύτερης από την άριστη ποσότητα εισροών για την παραγωγή τραπεζικών υπηρεσιών.

Στη συνέχεια, η τεχνολογική αποτελεσματικότητα που επιφέρει μακροχρόνια αποτελέσματα, αφορά τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος των παρεχόμενων υπηρεσιών. Τεχνολογικά αποτελεσματική είναι η τράπεζα η οποία αποκτά το άριστο μέγεθος και παράγει τον άριστο συνδυασμό υπηρεσιών με δεδομένες τις τιμές των παραγωγικών συντελεστών που χρησιμοποιεί. Επειδή οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος εξαρτώνται από την τεχνολογία, αλλά και από παράγοντες όπως οι προτιμήσεις των πελατών της ή το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της, είναι λογικό να αναμένεται μεταβολή στο μέγεθος και τη διάρθρωση των εργασιών της τράπεζας μέσω των Σ&Ε, ώστε αυτή να επωφεληθεί πλήρως από τις εν λόγω οικονομίες (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2004).

Επιπρόσθετα, όσον αφορά την τεχνολογική αποτελεσματικότητα οι Σ&Ε επιτρέπουν στις τράπεζες να αυξήσουν το μέγεθος τους και να αποκτήσουν έτσι πρόσβαση σε τεχνολογίες που επιτρέπουν τη μείωση του κόστους ή επιμερίζουν το σταθερό κόστος σε ευρύτερη βάση, μειώνοντας το μέσο κόστος παροχής των τραπεζικών υπηρεσιών και βελτιώνοντας την αποδοτικότητα τους (Group of Ten, 2001). Οι οικονομίες κλίμακας εμφανίζονται σε επίπεδο μικρών τραπεζών και μπορεί να συνεχίζουν να υφίστανται και για πολύ μεγαλύτερα μεγέθη τραπεζών μέχρι ενός ορισμένου σημείου. Όταν η τράπεζα υπερβεί ένα ορισμένο μέγεθος, τότε αρχίζουν να εμφανίζονται αρνητικές οικονομίες κλίμακας, λόγω των προβλημάτων που συνήθως ανακύπτουν στη διοίκηση μεγάλων οργανισμών.

Παρακάτω, είναι σκόπιμο να αναφερθούν ορισμένες από τις μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί πάνω στην αποτελεσματικότητα των Σ&Ε στα τραπεζικά ιδρύματα. Πολλοί ερευνητές συμφωνούν ότι οι Σ&Ε τραπεζών είχαν περιορισμένη επίδραση στο κόστος. Ειδικότερα, οι στρατηγικές Σ&Ε βελτίωσαν την αποτελεσματικότητα κόστους των μεγάλων τραπεζών, υπό την προϋπόθεση ότι η απορροφώσα τράπεζα ήταν σχετικά αποτελεσματική και δεσμεύτηκε για περικοπές κόστους ή αποτελεσματικότερη διοίκηση (Rhoades, 1998). Ωστόσο, αξιοσημείωτη ήταν η βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους για τις μικρές τράπεζες (Berger 1998).

Μετά από την πραγματοποίηση ενός μεγάλου αριθμού ερευνών σχετικά με το ζήτημα των επιπτώσεων των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών, υπάρχουν οι ισχυρισμοί ότι, οι συγχωνεύσεις δεν αυξάνουν σημαντικά την αποτελεσματικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων, τουλάχιστον όχι κατά μέσο όρο. Αυτό οφείλεται στο

γεγονός ότι, οι περισσότερες συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α. πραγματοποιήθηκαν μεταξύ ήδη μεγάλων τραπεζών, οι οποίες διέθεταν μικρότερες δυνατότητες να αυξήσουν την αποτελεσματικότητά τους, χάρη στις οικονομίες κλίμακας.

Αντιθέτως, σύμφωνα με την ίδια μελέτη, τα εμπειρικά δεδομένα δείχνουν ότι, οι συγχωνεύσεις μεταξύ μικρών τραπεζών μειώνουν σημαντικά το κόστος και αυξάνουν την κερδοφορία. Οι συγχωνεύσεις όμως, μικρών τραπεζών στις Η.Π.Α. είναι ένα σχεδόν ασυνήθιστο φαινόμενο το οποίο, ως εκ τούτου, δε μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τον μέσο όρο των επιδόσεων του τραπεζικού κλάδου.

Ειδικότερα, στην περίπτωση των Σ&Ε μεγάλων τραπεζών δεν προέκυψε βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους, με αποτέλεσμα οι Σ&Ε να αποδίδονται σε επιδίωξη της διοίκησης τους για αύξηση του μεγέθους τους ή στο σκεπτικό ότι η τράπεζα που θα προκύψει από τη συγχώνευση θα είναι “πολύ μεγάλη για να αποτύχει”. Στις περιπτώσεις που οι Σ&Ε είχαν θετικά αποτελέσματα στις μεγάλες τράπεζες, δικαιολογείται από τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της διοίκησης και τη μείωση του κινδύνου που επιτυγχάνεται από τη διεύρυνση του συνόλου των προσφερόμενων υπηρεσιών.

Στην περίπτωση των Σ&Ε μικρών τραπεζών, η βελτίωση των επιδόσεων της νέας τράπεζας οφείλεται στην εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας. Σχετικά με τις διασυννοριακές Σ&Ε, έχει διαπιστωθεί ότι οδηγούν σε μικρή πτώση του κόστους μόνο στην περίπτωση που η μία από τις δύο τράπεζες είναι σχετικής έντασης κεφαλαίου και η άλλη σχετικής έντασης εργασίας.

Ωστόσο, η μείωση κόστους δεν συνεπάγεται πάντοτε άνοδο των κερδών. Το αποτέλεσμα αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι συχνά στην περίπτωση των μεγάλων τραπεζών υπάρχει σχετικά υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων με συνέπεια να δυσκολεύονται να ανταποκριθούν σε ενδεχόμενη ζήτηση τραπεζικών υπηρεσιών από μικρές επιχειρήσεις (Linder and Crane, 1992). Επίσης, υποστηρίζεται ότι η τεχνολογία μπορεί να οδηγήσει σε πτώση του επιπέδου παραγωγής που απαιτείται για την ελαχιστοποίηση του μέσου κόστους. Συνεπώς, ακόμη και οι μικρές τράπεζες μπορεί να προσφέρουν εξίσου φθηνές υπηρεσίες με τις μεγάλες τράπεζες. Γενικότερα, στην Αμερική η αποτελεσματικότητα κόστους στον τραπεζικό τομέα κυμάνθηκε μεταξύ 20% και 30% ενώ την ίδια περίοδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 13%-24%. Έναντι αυτού του περιθωρίου η βελτίωση της συνολικής αποτελεσματικότητας από τις Σ&Ε ανέρχεται σε 3% με 5% περίπου.



Όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των κερδών, μελέτες που καλύπτουν τη δεκαετία του 1990 (Berger, 1998) φανερώνουν ότι υπάρχει αξιόλογη βελτίωση της που συνδέεται με μεγαλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου (αύξηση των δανειακών κεφαλαίων λόγω μειωμένων επιτοκίων). Επίσης, αποδεικνύεται ότι η βελτίωση των κερδών είναι πολύ μεγαλύτερη για τις μικρές τράπεζες από ότι για τις μεγάλες. Σύμφωνα με έρευνες (Hanweck and Shull, 1999), η αποτελεσματικότητα κερδών στις Η.Π.Α. τη δεκαετία του 1990 ήταν μεταξύ 24% και 67% περίπου, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση το αντίστοιχο ποσοστό κυμάνθηκε μεταξύ 24-50%. Καθώς φαίνεται, τα αποτελέσματα των ερευνών στην Ευρωπαϊκή Ένωση συμφωνούν σε γενικές γραμμές με αυτά των Η.Π.Α..

Επομένως, προκύπτει ότι οι συγχωνεύσεις των τραπεζών δεν αποτελούν πάντα μια εύκολη και αποτελεσματική λύση που οδηγεί αυτομάτως σε βελτίωση των επιδόσεων των επιχειρήσεων ανεξαρτήτως των συνθηκών, μέσα στις οποίες πραγματοποιείται η συγχώνευση. Συνεπώς, ένα ερώτημα το οποίο εύλογα γεννάται σχετίζεται με την αιτία που κάνει τις επιχειρήσεις να εμπλέκονται σε μία τέτοια δραστηριότητα υψηλού κινδύνου. Αυτό που μπορεί να απαντηθεί είναι ότι ανεξαρτήτως των κινήτρων που έχουν αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, μέσα στο επιτυχημένο ποσοστό των Σ&Ε που δεν ξεπερνά το 50%, βρίσκονται ορισμένες επιχειρήσεις που οφείλουν την ταχεία και κερδοφόρα ανάπτυξη τους σε μία επιτυχημένη στρατηγική εξαγορών.

## **2.7 Ο ρόλος του ανθρώπινου παράγοντα στην επιτυχία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών**

Τα προβλήματα για την ομαλή ολοκλήρωση μιας εξαγοράς και συγχώνευσης δεν είναι μόνο θεσμικά, οικονομικά ή λειτουργικά. Ο ανθρώπινος παράγοντας, οι ομάδες διαχείρισης και διοίκησης των προς Σ&Ε επιχειρήσεων και ο βαθμός συγγένειας στις κουλτούρες και στις φιλοσοφίες μεταξύ των επιχειρήσεων που πρόκειται να συνενωθούν είναι ζητήματα που μπορεί να καθορίσουν την επιτυχία των Σ&Ε. Ως εκ τούτου η έννοια του ανθρώπινου παράγοντα και της εταιρικής κουλτούρας που τον διακρίνει μέσα σε έναν οργανισμό αξίζει να μελετηθεί περισσότερο.

Στη σημερινή εποχή, ο άνθρωπος αποτελεί το κλειδί για την επιτυχία κάθε οργανωμένης ανθρώπινης δραστηριότητας. Ο όρος άνθρωποι πόροι ή ανθρώπινο δυναμικό, που έχει αντικαταστήσει τα τελευταία χρόνια τον όρο εργαζόμενοι ή

προσωπικό, θέλει να δώσει έμφαση στο νέο σημαντικό ρόλο που παίζει ο ανθρώπινος παράγοντας στις σύγχρονες επιχειρήσεις. Η Διαχείριση του Ανθρώπινου Δυναμικού (Human Resource Management) περιλαμβάνει την αποδοτική συνδιαλλαγή μεταξύ εργαζόμενου και εργοδότη προς επίτευξη των στόχων της επιχείρησης, διατηρώντας παράλληλα ικανοποιημένο το προσωπικό της.

Το ανθρώπινο δυναμικό ορίζεται από ένα σύνολο ενεργειών, στρατηγικών (όπως ο προγραμματισμός ανθρωπίνων πόρων, ο σχεδιασμός συστημάτων αμοιβής), αλλά και λειτουργιών (όπως η επιλογή υποψηφίων και η εκπαίδευση) που πρέπει να γίνουν για να μπορέσει η επιχείρηση να αποκτήσει, να διατηρήσει και να αξιοποιήσει ικανούς εργαζομένους που θα εκτελούν επιτυχώς και με παραγωγικό τρόπο το έργο τους (Storey, 1992). Η κουλτούρα που διακατέχει το ανθρώπινο δυναμικό των δύο εμπλεκόμενων επιχειρήσεων σε Σ&Ε είναι ένας από τους βασικότερους παράγοντες επιτυχίας ή αποτυχίας. Σύμφωνα με μελέτες, βρέθηκε ότι για το 30% των αποτυχημένων συγχωνεύσεων οφείλεται η διαφορετική κουλτούρα των επιχειρήσεων που τις καθιστά μη αποτελεσματικές στην λήψη γρήγορων και σωστών αποφάσεων (Deloitte, 2009).

Σε αυτό το σημείο, θα ήταν σκόπιμο να αναφερθεί ο ορισμός της έννοιας της κουλτούρας. Η κουλτούρα είναι έννοια που περιλαμβάνει τις κοινές αξίες, τις πεποιθήσεις και τις παραδοχές ενός ατόμου που επηρεάζουν τη συμπεριφορά του και τη νοοτροπία του σε μία εταιρία ή γενικότερα την κοινωνία. Παρόλο που η συμβατικότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι πολύ ουσιαστική σε μία Σ&Ε, συχνά αγνοείται και οδηγεί μία πολλά υποσχόμενη συγχώνευση σε αποτυχία. Πιο συγκεκριμένα, οι δυσάρεστες συνέπειες από τη μη δέουσα προσοχή στην κουλτούρα απαντάται κυρίως κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας

Όπως είναι γνωστό, στο σύγχρονο περιβάλλον των επιχειρήσεων απαιτείται γρήγορη αντίδραση απέναντι στους ανταγωνιστές αλλά και στους πελάτες με την εκπλήρωση των αναγκών τους. Η διαφορετική κουλτούρα ανάμεσα σε δύο οργανισμούς συντείνει στο να διαφέρουν και ως προς τον τρόπο λήψης αποφάσεων, κατά συνέπεια τα διαφορετικά στυλ λήψης απόφασης να συναινούν σε αργή διαδικασία ή ακόμα και στην αποτυχία εφαρμογής της εκάστοτε απόφασης. Επιπλέον, όσο αφορά τα ηγετικά στελέχη, μία αλλαγή στο στυλ ηγεσίας που επιβάλλει η συγχώνευση είτε η εξαγορά μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια σημαντικών στελεχών ή σε υπονόμηση του ταλέντου τους.

Ακόμη, συμβαίνει πολύ συχνά το εργατικό δυναμικό να μην δύναται να προσαρμοστεί στα νέα δεδομένα, εκφράζοντας απροθυμία να εφαρμόσει νέες στρατηγικές και να αντιμετωπίσει τις δυσκολίες που εύλογα θα προκύψουν από τη δημιουργία της νέας επιχειρηματικής οντότητας. Είναι σαφές ότι, οι συγχωνευόμενες εταιρίες για να προχωρήσουν στην υλοποίηση του σκοπού τους πρέπει απαραίτητα να ενοποιήσουν τις λειτουργίες τους, αν όμως οι πεποιθήσεις του προσωπικού των δύο εταιριών αναφορικά με τη συγχώνευση είναι ασύμβατες μεταξύ τους, τότε ο συγκερασμός των λειτουργιών μπορεί να αποτύχει. Επιπρόσθετα, στελέχη που ανέμεναν να αναδειχθούν μέσα στον οργανισμό, αλλά τελικά σε μία επικείμενη Σ&Ε ανακόπτεται η πορεία τους, τότε επηρεάζεται η διάθεση τους για συνεργασία και συνάμα η αποτελεσματικότητα τους. Αξίζει επιπλέον να σημειωθεί ότι μεγάλο ποσοστό των εργαζομένων αισθάνεται αντασφάλεια ως προς τη διατήρηση της θέσης εργασίας του σε μία επικείμενη Σ&Ε, με αποτέλεσμα να αντιμετωπίζει εχθρικά το ανθρώπινο δυναμικό της άλλης εταιρείας.

Συνοψίζοντας, κατέστη σαφές ότι η επικέντρωση στην κουλτούρα και το ανθρώπινο στοιχείο είναι από τα πιο βασικά συστατικά για τη δημιουργία αξίας κατά τις Σ&Ε. Η προσπάθεια για τον προσδιορισμό της κουλτούρας θα πρέπει να βασίζεται στην αναγνώριση του γεγονότος ότι η κουλτούρα είναι τόσο ισχυρά συνυφασμένη με το κάθε άτομο που δύσκολα αυτό θα απομάκρυνε τις δικές του πεποιθήσεις, υιοθετώντας καινούριες ώστε να ενταχθεί σε ένα νέο περιβάλλον. Η συμπεριφορά αυτή του ατόμου μπορεί να επηρεάσει κάλλιστα την αξία της νέας εταιρίας. Η επιδίωξη δηλαδή συνεργιών από τις Σ&Ε δεν συμβαδίζει με την υποβίβαση του θεσμού της κουλτούρας. Συνεπώς, η συνειδητή σύνδεση της κουλτούρας με την επιδίωξη της δημιουργία αξίας, μπορεί να καταστήσει την έννοια αυτή σε αποτελεσματικό εργαλείο για την επίτευξη των στόχων των ενοποιούμενων επιχειρήσεων, αλλάζοντας μόνο συγκεκριμένες συμπεριφορές όπου κρίνεται απαραίτητο.

## **2.8 Ανακεφαλαίωση**

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν μακρά ιστορία και εμφανίζονται κυρίως ανά κύματα που προκαλούνται από την άνοδο ή κάθοδο της οικονομικής δραστηριότητας. Στην Ελλάδα, μπορούν να παρατηρηθούν δύο κύματα Σ&Ε, το ένα εκ των οποίων είναι συνυφασμένο με την ενδεχόμενη είσοδο της χώρας στην Ευρωπαϊκή Ένωση

μέσα στην προσπάθεια των ελληνικών επιχειρήσεων και συνάμα των τραπεζών να ενταχθούν στο νέο ανταγωνιστικό τοπίο. Το δεύτερο κύμα που εμφανίστηκε σχετικά πρόσφατα, λόγω της δυσμενούς οικονομικής συγκυρίας της χώρας, είχε σαν αποτέλεσμα τη συγκεντροποίηση του τραπεζικού κλάδου σε τέσσερις συνολικά τραπεζικούς πυλώνες.

Στη συνέχεια, κατέστη σαφής η ανάγκη δημιουργίας ενός νομικού πλαισίου για την αποφυγή αρνητικών συνεπειών προς το ευρύ κοινό εξαιτίας μεγάλων συγκεντρώσεων που προκαλούν οι Σ&Ε. Συγκεκριμένα για την αποφυγή της δυνητικής εκμετάλλευσης των πολιτών από τις Σ&Ε τραπεζών υπάρχουν τρεις εποπτικοί φορείς οι οποίοι λειτουργούν σε συνάφεια με τις Ευρωπαϊκές Κοινοτικές οδηγίες για την εύρυθμη λειτουργία και σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Παράλληλα, όπου κρίνεται απαραίτητο από την πολιτεία δίνονται και αναπτυξιακά ή φορολογικά κίνητρα για προώθηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Επιπρόσθετα, έγινε αναφορά σε αποτελέσματα μελετών για την αποτελεσματικότητα των τραπεζικών Σ&Ε και αποδείχτηκε ότι τουλάχιστον στο ήμισυ των περιπτώσεων οι στρατηγικές αυτές αποτυγχάνουν να φέρουν εις πέρας τους αρχικούς τους στόχους. Φάνηκε ότι η αποτελεσματικότητα κρίνεται με διαφορετικά μεγέθη στη βραχυχρόνια και τη μακροχρόνια περίοδο ενώ τονίζεται ότι οι Σ&Ε μεταξύ μικρών τραπεζών παρουσίασαν σαφέστατα μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα σε Ευρώπη και Αμερική.

Συνοψίζοντας, προσδιορίστηκε ο ρόλος του ανθρώπινου παράγοντα στην υλοποίηση των Σ&Ε και ορίστηκε στοιχείο καθοριστικής σημασίας για την επιτυχία τους η κουλτούρα που τον διακατέχει μέσα σε έναν οργανισμό. Θετικό ήταν ότι παρότι το ποσοστό των αποτυχημένων Σ&Ε είναι αρκετά μεγάλο, οι επιχειρήσεις που πέτυχαν είχαν ταχεία και κερδοφόρο ανάπτυξη. Συμπεραίνεται από τα παραπάνω, ότι διαδικασία των συγχωνεύσεων απαιτεί ενδελεχή προετοιμασία και μακρύ χρόνο υλοποίησης, ώστε να αποφέρει τα αναμενόμενα αποτελέσματα.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

#### 3.1 Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές των τραπεζών έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομία, για αυτό η μελέτη τους έχει απασχολήσει πολλά ενδιαφερόμενα μέρη. Αυτό που χρίζει μελέτης είναι εάν οι επιχειρηματικές αυτές κινήσεις έχουν περισσότερα οφέλη για τις εταιρείες που προχωρούν σε συμφωνία σε σύγκριση με τα προβλήματα που μπορεί να ανακύψουν. Μία επιτυχημένη Σ&Ε σημαίνει ότι αφαιρώντας τα έξοδα της συγχώνευσης και το premium των μετόχων, έχει δημιουργηθεί αξία για την κοινή εταιρεία μεγαλύτερη από την προηγούμενη λειτουργία δύο ανεξάρτητων επιχειρήσεων.

Στο κεφάλαιο αυτό, παρουσιάζονται αρχικά οι μέθοδοι αξιολόγησης των Σ&Ε προσανατολισμένοι στις τράπεζες. Οι κυριότεροι από αυτές είναι η μέθοδος ανάλυσης βάσει λογιστικών στοιχείων και η μεθοδολογία ανάλυσης συμβάντων για την εύρεση μη-κανονικών αποδόσεων. Παρακάτω, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στην πρώτη μέθοδο και αναλύονται οι βασικότεροι αριθμοδείκτες οι οποίοι φανερώνουν την κατάσταση μιας τράπεζας όσον αφορά την αποδοτικότητα, τη ρευστότητα, την κεφαλαιακή της επάρκεια και την ποιότητα του ενεργητικού της. Τα στοιχεία αυτά σε συνδυασμό με τους επενδυτικούς αριθμοδείκτες που προκύπτουν από τις λογιστικές καταστάσεις φανερώνουν μια εικόνα στα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με την αξία της Σ&Ε.

#### 3.2 Οι μέθοδοι αξιολόγησης της λειτουργικής απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Το ερώτημα σχετικά με το κατά πόσο οι Σ&Ε δημιουργούν αξία για τους μετόχους των εταιρειών που εμπλέκονται απασχολεί χρόνια όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη όπως η διοίκηση, οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι αλλά και το ευρύ επενδυτικό κοινό. Το

ενδιαφέρον αυτό προκύπτει εξαιτίας των μεγάλων κεφαλαιακών επενδύσεων που απαιτούνται για αυτούς τους εταιρικούς μετασχηματισμούς ή λόγω του υψηλού βαθμού δέσμευσης και κινδύνου αυτών των κεφαλαίων. Επιπρόσθετα, ευνόητο είναι ότι η δημιουργία αξίας για τις Σ&Ε πρέπει να μελετηθεί λόγω των επιπτώσεων που προκαλούν, όπως για παράδειγμα η υψηλή συγκέντρωση δραστηριότητας και κεφαλαίων σε συγκεκριμένους κλάδους και η μείωση του ανταγωνισμού, η προστασία των συμφερόντων των μετόχων, οι απολύσεις εργαζομένων, η αλλαγή διοίκησης.

Η βασική υπόθεση μιας προτεινόμενης συγχώνευσης είναι ότι θα δημιουργήσει αξία για τις ενεχόμενες επιχειρήσεις. Μια συγχώνευση δηλαδή πρέπει να πραγματοποιείται όταν υπάρχει η προσδοκία ότι η μελλοντική παρούσα αξία (PV) των ταμειακών ροών της ενιαίας επιχείρησης (έστω A+B) θα είναι μεγαλύτερη ή τουλάχιστον ίση από την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία κάθε μιας επιχείρησης A και B χωριστά, συν την αντίστοιχη μελλοντική παρούσα αξία των συνεργειών της επιχείρησης, μειωμένη κατά το καταβαλλόμενο premium και τα έξοδα εξαγοράς, όπως φαίνεται παρακάτω:

$$PV(A+B) \geq PV(A) + PV(B) + PV(\text{Συνεργιών}) - \text{Premium} - \text{Έξοδα εξαγοράς}$$

Γενικά, στη βιβλιογραφία υπάρχουν δύο βασικές μέθοδοι για την ανεύρεση του αποτελέσματος της ανίσωσης. Μία μέθοδος, που ιστορικά αναπτύχθηκε πρώτη, είναι η μέθοδος αξιολόγησης της λειτουργικής απόδοσης βάση λογιστικών στοιχείων, με την οποία γίνεται χρήση λογιστικών μεγεθών, όπως κέρδη, πωλήσεις ή ταμειακές ροές, για την εξέταση των επιπτώσεων της συγχώνευσης πάνω στην ενιαία εταιρεία, συγκρίνοντας την πορεία των μεγεθών αυτών μέσω χρηματοοικονομικών δεικτών πριν και μετά τη συγχώνευση. Χρησιμοποιεί δηλαδή, διάφορα μέτρα σύγκρισης που υπολογίζονται βάση λογιστικών στοιχείων και με αυτόν τον τρόπο, επιχειρείται μία εις βάθος ανάλυση της πραγματικής επίπτωσης των συγχωνεύσεων, όπως αυτή καταγράφεται από τις λογιστικές καταστάσεις. Συνεπώς, με τη μέθοδο αυτή αποφεύγονται προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες εταιρείες και λάθη που εξαρτώνται από την αποτελεσματικότητα της αγοράς για τις σωστές προβλέψεις των τιμών των μετοχών με βάση το παρελθόν (Κυριαζής 2007).

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν σοβαρά μειονεκτήματα στη μέθοδο αξιολόγησης της λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων. Η μέθοδος αυτή, είναι

ευάλωτη σε προβλήματα μέτρησης, όπως για παράδειγμα η χρήση διαφορετικών λογιστικών κανόνων σε περιπτώσεις εξαγορών. Είναι επίσης ευαίσθητη στις μεθόδους δημιουργικής λογιστικής, όπως η αποτίμηση αποκτηθέντων στοιχείων ενεργητικού, τα κόστη και οι προβλέψεις αναδιάρθρωσης, οι εκτιμήσεις της υπεραξίας κλπ. Αρνητικό είναι ακόμη ότι ο διαχωρισμός των επιπτώσεων της εξαγοράς από άλλα γεγονότα και επιχειρηματικές αποφάσεις είναι δύσκολος, ενώ η επιλογή του κατάλληλου μέτρου ελέγχου της απόδοσης είναι υποκειμενική. Τέλος, η επιλογή του κατάλληλου χρονικού ορίζοντα μέτρησης δεν είναι εύκολη και σαφής υπόθεση. Σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που εκφράζουν άμεσα τις προσδοκίες της αγοράς για το μέλλον, μπορεί να χρειάζεται πολλά χρόνια για να απεικονισθούν οι επιπτώσεις της συγχώνευσης στις λογιστικές καταστάσεις. Επιπρόσθετα, τα λογιστικά στοιχεία καταγράφουν το παρελθόν σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που ενσωματώνουν πληροφορίες τόσο για το παρελθόν, όσο και για το μέλλον.

Μια δεύτερη μέθοδος, που έγινε δημοφιλής μετά την αποδοχή της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, 1970) είναι η λεγόμενη μεθοδολογία ανάλυσης συμβάντων για την εύρεση μη-κανονικών αποδόσεων (event study analysis ή abnormal returns methodology). Η μέθοδος αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίπτωση από την ανακοίνωση του γεγονότος της συγχώνευσης πάνω στον πλούτο των μετόχων τόσο του υποψηφίου αγοραστή (bidder), όσο και της εταιρείας στόχου εξαγοράς (target). Η μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων, χρησιμοποιεί τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των bidders και targets, από την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής της, ώστε να τις συγκρίνει με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις, που έχουν υπολογιστεί βάση των ιστορικών στοιχείων μίας περιόδου (συνήθως 1-2 έτη προ του event), η οποία είναι «καθαρή» από το συγκεκριμένο γεγονός. Εάν η διαφορά αυτή είναι θετική, τότε η συγχώνευση δημιουργεί αξία, εάν είναι αρνητική τότε καταστρέφει αξία (negative NPV project), ενώ εάν είναι μηδενική τότε η επίπτωση της συγχώνευσης είναι ουδέτερη. Για να ελεγχθεί αν τα αποτελέσματα είναι αξιόπιστα για το δείγμα των παρατηρήσεων, γίνονται στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας.

Η μέθοδος αυτή έγινε δημοφιλής σε σύγκριση με τις λογιστικές μεθόδους μελέτης της αξίας της συγχώνευσης, λόγω της ευκολίας χρήσης μεγάλου δείγματος και εξαγωγής συμπερασμάτων σχετικά με την επίπτωση πολλών μεταβλητών. Ακόμη, είναι εύχρηστη λόγω της απομόνωσης της επίπτωσης των διαφορετικών λογιστικών

μεθόδων (όπως ο χειρισμός αποσβέσεων, υπεραξία εξαγοράς) επί της κερδοφορίας της επιχείρησης από χώρα σε χώρα, καθώς επίσης και λόγω της δυνατότητας για απομόνωση των επιπτώσεων σημαντικών άλλων γεγονότων, εάν η περίοδος παρατήρησης είναι βραχύβια (1-5 μήνες).

Επιπρόσθετα, πρέπει να σημειωθεί ότι η μέθοδος της αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων, αφορά την ex-post ανάλυση, δηλαδή μελέτη της επίπτωσης της συγχώνευσης μετά το γεγονός, ενώ η μέθοδος των μη κανονικών αποδόσεων, αφορά ex-ante ανάλυση, δηλαδή μια μελέτη των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος. Παρακάτω, αναλύεται η πρώτη μέθοδος καθώς αναφέρεται σε Σ&Ε που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί και μπορεί να εφαρμοστεί στην αξιολόγηση των Σ&Ε που έχουν λάβει χώρο το τελευταίο χρονικό διάστημα στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο.

### **3.3 Η λογιστική ανάλυση βάσει αριθμοδεικτών**

Η μέθοδος αξιολόγησης των τραπεζικών Σ&Ε, βάσει λογιστικών στοιχείων είναι εξαιρετικά εύχρηστη καθώς εξετάζει πολύπλευρα τις δυνατότητες και αδυναμίες μιας τράπεζας, για αυτό το λόγο αξίζει να αναλυθεί κατά κόρον. Ευνόητο είναι ότι συγκρίνοντας μια τράπεζα είτε με τα στοιχεία των υπολοίπων τραπεζών του κλάδου, είτε με τα ιστορικά στοιχεία της ίδιας της τράπεζας είναι δυνατό να διακριθούν οι σχετικές της δυνατότητες ή αδυναμίες και η ανοδική ή πτωτική πορεία της.

Η πρώτη δυσκολία προκύπτει από το πώς θα γίνει η σύγκριση. Εάν γίνει απευθείας σύγκριση των στοιχείων της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και του Ισολογισμού σαν απόλυτα μεγέθη μεταξύ δύο τραπεζών, το συμπέρασμα δεν θα είναι ασφαλές. Μπορεί να προκύψει ότι τα καθαρά κέρδη της μιας τράπεζας είναι περισσότερα από της άλλης, ωστόσο για να εξαχθεί ασφαλές συμπέρασμα για το αν μια τράπεζα αποδίδει καλύτερα ή όχι, θα πρέπει να ελεγχθεί η ποσότητα των στοιχείων του ενεργητικού που παρήγαγαν αυτό το αποτέλεσμα στην μία και πόσα στην άλλη τράπεζα. Επίσης, είναι δυνατό η τράπεζα με τα περισσότερα κέρδη να έχει εκτεθεί σε υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο, γεγονός που θα την οδηγήσει μελλοντικά σε προβλήματα, όπως υψηλό δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων και μεγαλύτερη ανάγκη δημιουργίας προβλέψεων, άρα και λιγότερων μελλοντικών κερδών. Ομοίως, η παρακολούθηση της πορείας της ίδιας της τράπεζας διαχρονικά, μπορεί μεν να



βασιστεί σε απόλυτα στοιχεία αλλά και σε αυτή την περίπτωση μπορεί να ανακλύσουν προβλήματα. Για παράδειγμα, μια αύξηση στο ύψος του ενεργητικού μπορεί να δείξει ότι αυτό αυξάνεται διαχρονικά, επομένως αυξάνεται και το μέγεθος της τράπεζας, ωστόσο σημαντικό είναι να ελεγχθεί αν αυτή η αύξηση του ενεργητικού καλύπτεται από κατάλληλη αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή αν η τράπεζα εξετάζει την κεφαλαιακή της επάρκεια, όπως ορίζουν οι εποπτικές αρχές για την προστασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, το πρόβλημα της αξιολόγησης των τραπεζών είναι πολυδιάστατο και η αξιολόγηση δεν μπορεί να βασιστεί σε απόλυτα μεγέθη. Έτσι, έχουν αναπτυχθεί δείκτες, δηλαδή συντελεστές που προκύπτουν από διαίρεση δύο άλλων μεγεθών, οι οποίοι έχουν διαχωριστεί σε διάφορες κατηγορίες για την αξιολόγηση του τραπεζικού συστήματος. Σύμφωνα με την παγκόσμια πρακτική, υπάρχουν τέσσερα πεδία αξιολόγησης, στα οποία έχουν αναπτυχθεί τραπεζικοί δείκτες. Οι δείκτες δηλαδή που εξετάζονται, ώστε να αξιολογηθεί η διαχρονική πορεία των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι δείκτες που αναφέρονται στην κερδοφορία-αποδοτικότητα, τη βιωσιμότητα, την κεφαλαιακή επάρκεια και την ρευστότητα τους (Golin, 2001).

### **3.3.1 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας και Αποδοτικότητας**

Ως γνωστόν, τα κέρδη είναι η ζωογόνος δύναμη κάθε εμπορικής εταιρείας. Οι τράπεζες δεν είναι απόλυτα εμπορικά ιδρύματα, ωστόσο η πλειονότητα αυτών εμπίπτει σε αυτήν την κατηγορία. Παρουσιάζοντας επαρκή κέρδη η τράπεζα, όπως και κάθε άλλη εταιρεία, εξαιρουμένων ακραίων συνθηκών, είναι ικανή να παραμείνει φερέγγυα, να επιζήσει, και υπό ένα κατάλληλο περιβάλλον, να αναπτυχθεί και να ακμάσει. Τα υψηλά κέρδη επιτρέπουν στην τράπεζα να δημιουργεί εσωτερικά κεφάλαιο μέσω των «αποτελεσμάτων εις νέον», με συνέπεια να απορροφά οικονομικούς κραδασμούς, να προσελκύει κεφάλαια και να καταφέρνει να αντεπεξέρχεται σε διάφορα προβλήματα. Τα επαρκή κέρδη δίνουν στην τράπεζα την δυνατότητα να πραγματοποιεί επενδύσεις και να πετυχαίνει μέσα σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον. Επίσης, η ικανότητα της τράπεζας να δημιουργεί κέρδη και συνεπώς να αυτοσυντηρείται, επιδρά ουσιαστικά στην μακροχρόνια πιστοληπτική ικανότητά της. Παράλληλα, η τράπεζα προσπαθεί να διαχειρίζεται τον πιστωτικό

κίνδυνο αποδοτικά, διοχετεύοντας τα κεφάλαιά της προσεκτικά σε κατάλληλους δανειολήπτες. Η κερδοφορία και αποδοτικότητα μιας τράπεζας μπορεί να οριστεί από συγκεκριμένους αριθμοδείκτες οι σημαντικότεροι από τους οποίους παρουσιάζονται στη συνέχεια.

### ***Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων***

Ο δείκτης της αποδοτικότητας των Ιδίων κεφαλαίων (return on equity, ROE) απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη σχετικά με την επίτευξη ή όχι ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Αναλυτικότερα, δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη) και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες. Απεικονίζεται από το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών λειτουργικών κερδών χρήσης, με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, όπως φαίνεται παρακάτω.

$$\text{Δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} \times 100$$

Το πηλίκο φανερώνει πόσο κέρδος μπορεί να παράγει, για παράδειγμα μια τράπεζα χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν εταιρίες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις, που η πληροφορία που δείχνει η τιμή του δείκτη αυτού διαστρεβλώνεται, έτσι ώστε η πληροφόρηση που παρέχει να μην ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να συμβεί σε μια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της μιας τράπεζας κατά διάρκεια του έτους. Σε αυτή την περίπτωση, επιβαρύνεται υπέρμετρα ο δείκτης, επειδή η τράπεζα δε χρησιμοποιεί τα κεφάλαια της αύξησης καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, αλλά μόνο για ένα τμήμα αυτού.

Για το λόγο αυτό, οι αναλυτές χρησιμοποιούν παρεμφερείς δείκτες, όπως ο δείκτης αποδοτικότητας μέσω των ιδίων κεφαλαίων, ο οποίος ισούται με το λόγο των καθαρών κερδών επί εκατό προς τα μέσα ίδια κεφάλαια κάθε χρήσης. Σε περίπτωση που τα μέσα ίδια κεφάλαια κάθε χρήσης δεν είναι γνωστά, χρησιμοποιείται ο δείκτης αποδοτικότητας μέσω των ιδίων κεφαλαίων αρχής τέλους χρήσης. Ένας χαμηλός

αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων για μια τράπεζα σημαίνει ότι η χρηματοδότηση της ανάπτυξης της είναι ακριβή για τους μετόχους της. Αντίθετα, ένας υψηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί ένδειξη ότι υπάρχει ευημερία και αυτό μπορεί να οφείλεται για παράδειγμα στην επιτυχημένη διοίκηση της, στις ευνοϊκές γι' αυτήν οικονομικές συνθήκες ή στην εύστοχη χρησιμοποίηση κεφαλαίων.

#### ***Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού***

Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (return on assets ή ROA) μετράει το βαθμό αξιοποίησης του ενεργητικού, την ικανότητα δηλαδή της τράπεζας να μετατρέπει το ενεργητικό της σε καθαρά κέρδη. Μετράει δηλαδή την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας τράπεζας και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας λειτουργίας της. Προκύπτει από την διαίρεση των καθαρών κερδών χρήσης με το σύνολο του ενεργητικού:

$$\text{Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} \times 100$$

Θεωρείται ότι τράπεζες με ROA μικρότερο του 0,5% είναι αδύναμες, με ROA 0,5%-1% μέτριες, 1%-2% καλές και υψηλότερα του 2% πολύ καλές. Ωστόσο, στην περίπτωση που ο ROA υπερβαίνει το 2,5%, αυτό μπορεί να σημαίνει είτε ότι υπάρχει λειτουργία «καρτέλ», είτε ότι το ενεργητικό τους διατρέχει υψηλό πιστωτικό κίνδυνο ή ακόμη ότι οφείλεται σε έκτακτα έσοδα, π.χ. πώληση θυγατρικής. Από τις αναλύσεις των τραπεζών, έχει διαπιστωθεί ότι οι πιο πολλές αναφέρονται στην αποδοτικότητα ενεργητικού, χρησιμοποιώντας τα καθαρά κέρδη μετά φόρων, αλλά ορισμένες χρησιμοποιούν τα κέρδη προ φόρων, με την λογική ότι η απόδοση του ενεργητικού δεν πρέπει να επηρεάζεται από το ύψος των φόρων.

Επιπλέον στον υπολογισμό του δείκτη είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας και μάλιστα το σύνολο αυτών που πράγματι απασχολήθηκε κατά τη διάρκεια της χρήσης. Για αυτό το λόγο, αν κατά τη διάρκεια της χρήσης μεταβλήθηκε σημαντικά η συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων του πιστωτικού ιδρύματος είναι απαραίτητο να λαμβάνεται ο μέσος όρος του ενεργητικού. Στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων δεν συμπεριλαμβάνονται

οι συμμετοχές, καθώς και άλλες παρόμοιες επενδύσεις, αφού αυτές δεν συντελούν στη δημιουργία λειτουργικών κερδών (Golin, 2001).

### ***Αριθμοδείκτης Αποτελεσματικότητας***

Ο δείκτης αποτελεσματικότητας (efficiency ratio, ER) συνδέει τα λειτουργικά έσοδα με τα λειτουργικά έξοδα μιας εταιρείας. Γενικότερα, χρησιμοποιείται ως ένα εργαλείο κριτικής ανάλυσης αποτελεσματικότητας και λήψης αποφάσεων. Εκφράζει το ποσοστό των κερδών που καταναλώνονται για λειτουργικά έξοδα. Όσο μικρότερη είναι η τιμή του, τόσο αποτελεσματικότερη είναι η λειτουργία της τράπεζας, εφόσον είναι μικρότερο και το μέρος των εσόδων απαιτείται για να καλύψει η τράπεζα τα έξοδά της. Μία τιμή γύρω στο 50% θεωρείται γενικώς σαν τη βέλτιστη τιμή. Μία αύξηση στον δείκτη αποτελεσματικότητας, καταδεικνύει είτε αύξηση κόστους, είτε μείωση κερδών.

$$\text{Δείκτης αποτελεσματικότητας} = \frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Λειτουργικά έσοδα}} \times 100$$

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι διαφορετικά μοντέλα τραπεζών μπορούν να παράγουν διαφορετικές αναλογίες του συντελεστή, έστω και αν οι εξεταζόμενες τραπεζες παρουσιάζουν παρόμοια έσοδα. Για παράδειγμα, μια τράπεζα που δίνει έμφαση στην εξυπηρέτηση των πελατών μπορεί να έχει μειωμένο δείκτη αποτελεσματικότητας, αλλά να έχει βελτιωμένα τα καθαρά κέρδη της. Οι τράπεζες που επικεντρώνονται περισσότερο στον έλεγχο του κόστους θα έχουν φυσικά έναν υψηλότερο βαθμό απόδοσης, αλλά μπορούν επίσης να έχουν και χαμηλότερα περιθώρια κέρδους ( investopedia.com).

### ***Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους***

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως καθαρό περιθώριο κέρδους (net profit margin, NPM), προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην τράπεζα μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Η σημασία του δείκτη αυτού είναι αδιαμφισβήτητη για τους μετόχους, οι οποίοι τον παρακολουθούν στενά καθώς αναδεικνύει με πόση επιτυχία μια εταιρεία μετατρέπει τα έσοδα της σε κέρδη διαθέσιμα για αυτούς.

$$\text{Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{Καθαρές πωλήσεις (ή έσοδα)}} \times 100$$

Πιο αναλυτικά, το καθαρό περιθώριο κέρδους παρέχει ενδείξεις για τις πολιτικές τιμολόγησης της εταιρείας, τη δομή του κόστους και την αποδοτικότητα της παραγωγής. Διαφορετικές στρατηγικές και σύνθεση προϊόντος μπορούν να προκαλέσουν διαφορές στο περιθώριο καθαρού κέρδους μεταξύ δύο εταιρειών. Σε γενικές γραμμές, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η εκάστοτε επιχείρηση. Όταν το καθαρό περιθώριο κέρδους μιας εταιρείας μειώνεται με το χρόνο, μυριάδα προβλημάτων θα μπορούσε να ευθύνεται, από τη μείωση των πωλήσεων έως την ανεπαρκή διαχείριση των εξόδων.

### ***Αριθμοδείκτης Επιτοκιακού Περιθωρίου***

Ο δείκτης αυτός αποτελεί μέτρηση του ποσοστού επιτυχίας των επενδυτικών αποφάσεων μιας τράπεζας σε σχέση με τις καταστάσεις του χρέους της. Μια αρνητική τιμή του δείκτη επιτοκιακού περιθωρίου (net interest margin, NIM) σημαίνει ότι η επιχείρηση δεν παίρνει βέλτιστες αποφάσεις, επειδή τα έξοδα από τόκους ήταν μεγαλύτερα από το ποσό των αποδόσεων που προκύπτουν από τις επενδύσεις.

$$\text{Δείκτης επιτοκιακού περιθωρίου} = \frac{\text{Καθαρά έσοδα από τόκους}}{\text{Μ.ό.κυκλοφορούντος ενεργητικού}} \times 100$$

Ο δείκτης αυτός, ίσως είναι ο καταλληλότερος για να δείξει την κερδοφορία της τοκοφόρας δραστηριότητας της τράπεζας. Η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες. Για παράδειγμα, ένα περιβάλλον έντονου ανταγωνισμού, ωθεί τις τράπεζες σε μικρά επιτοκιακά περιθώρια, ενώ το αντίθετο συμβαίνει σε περιπτώσεις ύπαρξης «συμφωνίας» τραπεζών για διατήρηση μεγάλων περιθωρίων. Επίσης, η τάση των καταναλωτών προς αποταμίευση ή προς κατανάλωση επηρεάζει αναλόγως το επιτοκιακό περιθώριο.

### 3.3.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η ρευστότητα αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες που σχετίζονται με τη λειτουργία των εμπορικών τραπεζών, καθώς η έλλειψή της οδηγεί σε αλυσιδωτές αντιδράσεις με αποτέλεσμα την χρεοκοπία. Ένας ορισμός της ρευστότητας είναι η δυνατότητα να ανταποκρίνεται η τράπεζα είτε στις υποχρεώσεις, οι οποίες ζητούν να αποπληρωθούν, είτε σε αιτήσεις για χορηγήσεις πίστωσης, είτε στις τρέχουσες ανάγκες της ίδιας της τράπεζας, όπως πληρωμή μισθών και λογαριασμών. Για παράδειγμα, στην πρώτη περίπτωση, η τράπεζα προσπαθεί να ανταποκρίνεται στις αιτήσεις για ανάληψη χρημάτων από τους λογαριασμούς καταθέσεων των πελατών της, γιατί αν αρχίζει να έχει δυσκολίες, τότε θα προκληθεί ανησυχία στους καταθέτες πραγματοποιώντας μαζικές αναλήψεις, με αποτέλεσμα η τράπεζα να βρεθεί στα πρόθυρα χρεοκοπίας. Στην δεύτερη περίπτωση, η τράπεζα προσπαθεί να πραγματοποιήσει ουσιαστικά την βασική λειτουργία της, που είναι η χορήγηση πιστώσεων. Αν δεν μπορεί να καλύψει τις ανάγκες των πελατών της για χρήματα, τότε όχι μόνο στερείται εσόδων, αλλά προκαλεί ανησυχία σε όλη την αγορά για την κατάσταση της ρευστότητάς της, με τις ίδιες με προηγουμένως καταστροφικές συνέπειες.

#### *Αριθμοδείκτης Χορηγήσεων προς Καταθέσεις*

Ο δείκτης χορηγήσεις προς καταθέσεις (loan to deposit ratio, LTD) αποκαλύπτει τη στρατηγική διαχείρισης των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού του πιστωτικού ιδρύματος μια ορισμένη χρονική περίοδο. Χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της στρατηγικής ρευστότητας μιας τράπεζας και εκφράζεται ως ποσοστό. Ο δείκτης αυτός αντικατοπτρίζει την επικινδυνότητα των τραπεζών σε περίπτωση αύξησης των επισφαλών δανείων. Ορίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης χορηγήσεων προς καταθέσεις} = \frac{\text{Χορηγήσεις δανείων}}{\text{Καταθέσεις}} \times 100$$

Εάν ο δείκτης αυτός είναι πολύ υψηλός σημαίνει ότι οι τράπεζες δεν έχουν επαρκή ρευστότητα να καλύψουν τυχόν απρόβλεπτες ανάγκες κεφαλαίου. Αντίθετα, εάν ο δείκτης αυτός είναι πολύ χαμηλός τότε οι τράπεζες επενδύουν ανεπαρκώς τα

κεφάλαια τους και δεν έχουν την κερδοφορία που θα μπορούσαν. Το 2008, η FDIC δημοσίευσε τις τιμές του LTD στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ο οποίος κυμαινόταν από 56% στη Γιούτα έως 170% στη Βόρεια Ντακότα. Οι αναλογίες αυτές χρησιμοποιούνται και για να καθοριστεί εάν μια τράπεζα επιτρέπεται να ανοίξει ένα υποκατάστημα σε κράτος εκτός καταγωγής της. Επιπρόσθετα, ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται συχνά από τους φορείς χάραξης πολιτικής για να καθορίσουν τις πρακτικές δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων (Investopedia.com).

### ***Αριθμοδείκτης Ταμειακών Διαθεσίμων***

Ο συγκεκριμένος δείκτης ταμειακών διαθεσίμων (liquid asset ratio) προκύπτει από τη διαίρεση των ταμειακών διαθεσίμων με το σύνολο του ενεργητικού. Δηλαδή, φανερώνει ποιο ποσοστό του ενεργητικού νοείται ως άμεσα ρευστοποιήσιμο και δίνει τη δυνατότητα στην τράπεζα να καλύψει πολύ έκτακτες υποχρεώσεις ή να ανταποκριθεί σε ευκαιρίες επένδυσης που μπορεί να παρουσιαστούν, ορίζεται ως:

$$\text{Δείκτης ταμειακών διαθεσίμων} = \frac{\text{Ταμειακά διαθέσιμα}}{\text{Ενεργητικό}} \times 100$$

Τα ταμειακά διαθέσιμα, φαίνονται στην κατάσταση ταμειακών ροών που εκδίδει η τράπεζα. Όπως εξηγείται στις σημειώσεις των καταστάσεων αυτών, τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα, περιλαμβάνουν μετρητά στο ταμείο, καταθέσεις όψεως σε τράπεζες, άλλες βραχυπρόθεσμες επενδύσεις υψηλής ρευστοποίησης και χαμηλού κινδύνου, με αρχικές ημερομηνίες λήξης τριών ή λιγότερων μηνών και τραπεζικές επιταγές.

### **3.3.3 Αριθμοδείκτες βιωσιμότητας**

Οι δείκτες αυτοί αναφέρονται στο μακροχρόνιο ορίζοντα μια επιχείρησης. Η διαδικασία εκτίμησης της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης διαφέρει σημαντικά από την εκτίμηση της βραχυχρόνιας κατάστασης και αυτό γιατί στη βραχυχρόνια περίοδο τα όρια είναι στενά και ως εκ τούτου, είναι δυνατή η πρόβλεψη των στοιχείων που την προσδιορίζουν. Η διαδικασία προσδιορισμού της

οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης από μακροχρόνια σκοπιά περιλαμβάνει την ανάλυση της διάρθρωσης των κεφαλαίων της και την εξερεύνηση της φερεγγυότητας-βιωσιμότητας της. Με τον όρο διάρθρωση κεφαλαίων εννοούνται τα είδη και οι μορφές κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για τη χρηματοδότηση των κεφαλαίων της. Η φερεγγυότητα αναφέρεται στην ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί μακροπρόθεσμα στις οικονομικές υποχρεώσεις της. Μια εταιρεία φερέγγυα είναι αυτή που κατέχει περισσότερα από ό,τι οφείλει. Με άλλα λόγια, έχει θετική καθαρή θέση και ένα διαχειρίσιμο φορτίο χρέους.

### ***Αριθμοδείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας***

Ο δείκτης αυτός αποτελεί το σημαντικότερο χρηματοοικονομικό δείκτη που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της καλής χρηματοοικονομικής κατάστασης των τραπεζών. Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας είναι ο λόγος του κεφαλαίου μιας επιχείρησης, προς το σύνολο του ενεργητικού. Ο δείκτης αυτός δείχνει το επίπεδο φερεγγυότητας της τράπεζας. Μια υψηλή τιμή υποδηλώνει υψηλή αποτελεσματικότητα, ενώ ένα χαμηλό ποσοστό τονίζει την ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση. Το επιθυμητό μέγεθος που πρέπει να επιτευχθεί από τις τράπεζες είναι 8% σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας. Γενικά θεωρείται ότι όταν ο συντελεστής που προκύπτει είναι μεγαλύτερος του 11%, τότε το πιστωτικό ίδρυμα έχει καλή κεφαλαιοποίηση, ενώ όταν είναι μεταξύ 8%-11% τότε η κεφαλαιοποίηση είναι επαρκής. Σε περίπτωση που είναι χαμηλότερος τότε θεωρείται ανεπαρκής.

$$\text{Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Ενεργητικό}} \times 100$$

Οι τράπεζες, επιδιώκουν να επιτυγχάνουν επαρκείς αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων, ώστε να ικανοποιούνται οι μέτοχοί τους, δεδομένου ότι η κύρια δραστηριότητά τους είναι η διαμεσολάβηση μεταξύ καταθετών και δανειοληπτών, η οποία λόγω ανταγωνισμού δεν επιτρέπει μεγάλα επιτοκιακά περιθώρια. Αν δεν υπήρχε καθόλου έλεγχος κεφαλαιακής επάρκειας, οι τράπεζες θα προτιμούσαν να κρατούν χαμηλά ίδια κεφάλαια. Η επάρκεια κεφαλαίου όμως είναι απαραίτητη για πολλούς λόγους, όπως για παράδειγμα για την αγορά παγίων στοιχείων (κτίρια, εξοπλισμός), για τα αρχικά έξοδα της τράπεζας, καθώς και για την χρηματοδότηση της επέκτασής της. Επιπρόσθετα, αποτελεί την δεύτερη γραμμή άμυνας, μετά τις προβλέψεις για



επισημαίνει απαιτήσεις και για τις διαγραφές απαιτήσεων, ενώ σε περίπτωση αποτυχίας της τράπεζας, καλύπτει τις υποχρεώσεις προς τους καταθέτες. Ένα καλός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας εμπνέει σιγουριά στους καταθέτες, τους πιστωτές, τις ρυθμιστικές αρχές και τους αναλυτές.

### ***Αριθμοδείκτης core Tier 1***

Επιπρόσθετα, ένας δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας, ο οποίος είναι πιο σύνθετος, καθώς περιλαμβάνει και τον κίνδυνο ενός πιστωτικού ιδρύματος, ορίζεται ως ο λόγος των κεφαλαίων του προς το σύνολο των σταθμισμένων για κίνδυνο περιουσιακών του στοιχείων. Ο λόγος αυτός που ονομάζεται δείκτης core Tier 1 δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερος από 8%. Τα κεφάλαια του πιστωτικού ιδρύματος, (δηλαδή ο αριθμητής του κλάσματος) χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες, στο κεφάλαιο Tier 1, στο κεφάλαιο Tier 2 και τέλος στο κεφάλαιο Tier 3. Σύμφωνα με τη συνθήκη της Βασιλείας, ο τύπος για τον υπολογισμό του δείκτη διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης core Tier 1} = \frac{\text{Tier 1} + \text{Tier 2} + \text{Tier 3}}{\text{Πιστωτικός} + \text{Λειτουργ/κός κίνδυνος} + \text{Κίνδυνος αγοράς}} \times 100$$

Πιο αναλυτικά, το κεφάλαιο Tier 1 περιλαμβάνει το καταβληθέν μετοχικό κεφάλαιο και τα διάφορα αποθεματικά. Στο κεφάλαιο Tier 2 περιλαμβάνονται τα ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης και οι προβλέψεις των τραπεζικών κινδύνων που έχουν χαρακτήρα αποθεματικών. Τέλος, το κεφάλαιο Tier 3, το οποίο είναι το κεφάλαιο για την αντιμετώπιση του κινδύνου αγοράς, περιλαμβάνει τα μακροπρόθεσμα δάνεια σταθερής χρονικής διάρκειας, που εμπεριέχονται στα ίδια κεφάλαια με μικρότερη χρονική διάρκεια τα δύο έτη. Για την στάθμιση των στοιχείων του ενεργητικού, ως προς τον κίνδυνο που αναφέρεται στον παρονομαστή, αρχικά είχαν οριστεί 4 κατηγορίες, 0%, 20%, 50% και 100%, ενώ σήμερα υπολογίζεται μέχρι το 150% (Βασιλεία II). Ενδεικτικά αναφέρεται, ότι τα ομόλογα του δημοσίου έχουν ποσοστό κινδύνου 0%, τα επιχειρηματικά δάνεια έχουν 100%, τα στεγαστικά δάνεια έχουν ποσοστό 50% και οι εισπρακτέοι λογαριασμοί 20%.

Όσο ψηλότερη τιμή έχει το κλάσμα, τόσο μικρότερη είναι η ανάγκη της τράπεζας για εξωτερική χρηματοδότηση και συνεπώς έχει καλύτερη αποδοτικότητα σε σχέση με τράπεζες με χαμηλότερο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας. Η τράπεζα με τη μεγαλύτερη κεφαλαιακή επάρκεια βαθμολογείται με 1, το οποίο σημαίνει πως το

επίπεδο των κεφαλαίων της συγκεκριμένης τράπεζας είναι σημαντικό σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Ανάλογα, βαθμολογία 2 θα σήμαινε ότι το επίπεδο των κεφαλαίων της είναι ικανοποιητικό, το 3 θα σήμαινε λιγότερο από ικανοποιητικό, το 4 προειδοποιεί για την ανάγκη οικονομικής στήριξης της τράπεζας, ενώ τέλος το 5 κρούει τον κώδωνα του κινδύνου για άμεση οικονομική της στήριξη.

### ***Αριθμοδείκτης Φερεγγυότητας***

Πρόκειται για ένα βασικό δείκτη που χρησιμοποιείται για να μετρήσει την ικανότητα της τράπεζας να ανταποκριθεί στο χρέος της και άλλες υποχρεώσεις. Ο δείκτης φερεγγυότητας δείχνει αν οι ταμειακές ροές μιας εταιρείας είναι επαρκείς για να ανταποκριθούν στις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης φερεγγυότητας, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα ότι θα αθετήσει τις υποχρεώσεις του χρέους της. Ο δείκτης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης φερεγγυότητας} = \frac{\text{Κέρδη μετά φόρων} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Σύνολο υποχρεώσεων}}$$

Όσον αφορά τα πιστωτικά ιδρύματα, ο συντελεστής που προκύπτει στοχεύει στην προστασία τους από τον αναλαμβανόμενο πιστωτικό κίνδυνο. Αποτελεί ταυτόχρονα μέτρο σύγκρισης της φερεγγυότητας των τραπεζών, αλλά και το ελάχιστο αποδεκτό επίπεδο κεφαλαιακής κάλυψης των αναλαμβανόμενων κινδύνων από αυτές. Ο συντελεστής φερεγγυότητας είναι μόνο μία από τις μετρήσεις που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί εάν μια τράπεζα μπορεί να παραμείνει βιώσιμη. Άλλοι δείκτες φερεγγυότητας περιλαμβάνουν χρέος προς ίδια κεφάλαια, δανειακά περιουσιακά στοιχεία και δείκτες κάλυψης τόκων. Ο δείκτης φερεγγυότητας είναι ένας ολοκληρωμένος δείκτης που μετράει τη χρηματική ροή συνυπολογίζοντας τις αποσβέσεις και αξιολογεί την ικανότητα της τράπεζας να επιβιώσει. Μετράει εάν η χρηματική ροή της τράπεζας μπορεί να καλύψει όλες τις υποχρεώσεις και όχι μόνο χρέη.

### ***Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων***

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τη σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα κεφάλαια. Αποτελεί δηλαδή, ένα μέτρο της δανειακής κατάστασής της σε

σχέση με τη δυναμικότητά της να επιτυγχάνει κέρδη, καθώς εμφανίζει την ικανότητά της να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της.

$$\text{Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων}}{\text{Χρεωστικοί τόκοι}}$$

Όσο χαμηλότερο είναι το ποσοστό, τόσο περισσότερο η τράπεζα επιβαρύνεται με έξοδα του χρέους. Όταν δείκτης κάλυψης τόκων μιας εταιρείας είναι 1,5 ή χαμηλότερος, η ικανότητα της να ανταποκριθεί στις δαπάνες για τόκους μπορεί να είναι αμφισβητήσιμη. Ένας δείκτης κάλυψης τόκων κάτω του 1 δείχνει ότι η τράπεζα δεν παράγει επαρκή έσοδα για να ικανοποιήσει τα έξοδα τόκων. Επιπρόσθετα, μια τράπεζα που μόλις και μετά βίας καταφέρει να καλύψει τα έξοδα τόκων της μπορεί εύκολα να υποπέσει σε πτώχευση, αν τα κέρδη της υποφέρουν ακόμη και για ένα μόνο μήνα.

### 3.3.4 Αριθμοδείκτες Ποιότητας Ενεργητικού

Η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου είναι μια βασική πτυχή της χρηματοοικονομικής επίδοσης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ενώ, οι τράπεζες επεκτείνουν τη δραστηριότητα τους παρέχοντας ασφαλιστικά και άλλα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, το χαρτοφυλάκιο δανείων εξακολουθεί να είναι το κύριο συστατικό του ενεργητικού τους. Κατά συνέπεια, η ποιότητα του ενεργητικού παραμένει ένας βασικός δείκτης της οικονομικής βιωσιμότητας ενός πιστωτικού ιδρύματος. Πολλοί παράγοντες λαμβάνονται υπόψη κατά την αξιολόγηση της ποιότητας του ενεργητικού. Για παράδειγμα, πρέπει να εξεταστεί εάν το χαρτοφυλάκιο ενός πιστωτικού ιδρύματος είναι επαρκώς διαφοροποιημένο, ποιοι κανόνες έχουν υιοθετηθεί για τον περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου και πόσο αποτελεσματικά διαχειρίζονται τα περιουσιακά του στοιχεία για την παραγωγή εσόδων.

Όσο η ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού μειώνεται, τα αυξανόμενα πιστωτικά κόστη, όπως είναι τα αποθέματα για απώλειες δανείων που η τράπεζα πρέπει να αποταμιεύει, μειώνουν τα κέρδη και οι ζημιές από τις απώλειες δανείων μπορεί να εξαλείψουν το κεφάλαιο της τράπεζας. Μια τράπεζα με πολύ καλή

ποιότητα δεικτών ενεργητικού συνήθως μπορεί να διατηρεί ικανοποιητικά κέρδη και κεφάλαια. Οι υψηλοί δείκτες ποιότητας ενεργητικού δείχνουν μειωμένα πιστωτικά κόστη και αυξημένα κέρδη. Αντίθετα, οι χαμηλοί δείκτες ποιότητας ενεργητικού επιδρούν αρνητικά στα κέρδη και υποδηλώνουν αφερεγγυότητα για την υπό εξέταση τράπεζα.

### **Αριθμοδείκτης Μη Εξυπηρετούμενων Δανείων**

Ο δείκτης αυτός φανερώνει το ποσοστό των δανείων, τα οποία οι δανειολήπτες δεν αποπληρώνουν σε προγραμματισμένο χρόνο. Όσο ψηλότερος είναι ο δείκτης, συγκρινόμενος με τις άλλες τράπεζες του ανταγωνισμού, τόσο περισσότερο αυτός αποτελεί ένδειξη για χαμηλότερη ποιότητα ενεργητικού. Θα πρέπει όμως να τονιστούν ορισμένα σημεία. Πρώτον, το ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και ο δείκτης αυτών (nonperforming loans, NPL) αποτελούν ιστορικά στοιχεία και όχι μελλοντικές ενδείξεις. Δηλαδή, ο δείκτης NPL περιλαμβάνει βραχυπρόθεσμα δάνεια, τα οποία δεν αποπληρώνονται ενώ δεν δίνει πληροφορία για τα δάνεια που έχουν μακροπρόθεσμο ορίζοντα για παράδειγμα τα 5 έτη, και μπορεί να χρειάζονται 3 έτη για να προκύψουν προβληματικά. Ο δείκτης ορίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης NPL} = \frac{\text{Μή εξυπηρετούμενα δάνεια > 90 ημερών}}{\text{Συνολικά δάνεια}} \times 100$$

Στον αριθμητή, εμφανίζεται το σύνολο των δανείων που παρουσιάζουν καθυστέρηση άνω των 90 ημερών (το κρίσιμο χρονικό σημείο που έχει οριστεί από τους κανόνες της Βασιλείας). Ο δείκτης δείχνει τις καθαρές καθυστερήσεις σε σχέση με το σύνολο των χορηγήσεων της τράπεζας. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερη κρίνεται η ποιότητα ενεργητικού της τράπεζας

### ***Αριθμοδείκτης Προβλέψεων προς το Σύνολο του Ενεργητικού***

Ένας ακόμη δείκτης ο οποίος φανερώνει την ποιότητα του ενεργητικού μιας τράπεζας είναι ο δείκτης που συνδυάζει τις προβλέψεις για επισφαλή δάνεια, προς το σύνολο του ενεργητικού της. Με τη χρήση του συγκεκριμένου δείκτη, εξετάζονται τα περιουσιακά στοιχεία που περιέχονται στο ενεργητικό της τράπεζας και υπολογίζεται ο κίνδυνος που συμπεριλαμβάνεται σε κάθε ένα από αυτά. Έτσι, με τον τρόπο αυτό,

υπολογίζονται οι επισφάλειες που έχει το χαρτοφυλάκιο. Ο δείκτης αναλυτικότερα ορίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης προβλέψεων προς ενεργητικό} = \frac{\text{Προβλέψεις για επισφάλειες}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Σημειώνεται ότι μια τράπεζα με υψηλή τιμή του δείκτη θεωρείται ότι διαθέτει χαρτοφυλάκιο κακής ποιότητας ή εναλλακτικά ότι η τράπεζα αυτή επενδύει σε αμφιβόλου αξίας τίτλους (junk bonds). Τα αντίθετα ισχύουν για μια τράπεζα που θεωρείται ότι διαθέτει χαρτοφυλάκιο καλής ποιότητας. Σε μια τέτοια περίπτωση, συμπεραίνεται ότι είτε έχει χορηγήσει δάνεια σε εύρωστους πελάτες, είτε ότι έχει καλές εξασφαλίσεις από τους δανειολήπτες σε περίπτωση αθέτησης των όρων του δανείου. Επίσης, τα ομόλογα που έχει αγοράσει προέρχονται από φερέγγυους εκδότες.

### 3.3.5 Επενδυτικοί αριθμοδείκτες

Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές, ώστε να αποφασίσουν αν θα αγοράσουν, πουλήσουν ή διατηρήσουν την επένδυση τους σε μετοχικούς τίτλους. Προκειμένου ένας επενδυτής να αποφασίσει να επενδύσει σε μετοχικούς τίτλους θα πρέπει να γνωρίζει και να παρακολουθεί την πορεία των τιμών τους, για μια σειρά ετών στο παρελθόν, καθώς και την πορεία των διακυμάνσεων τους. Αυτό είναι απαραίτητο, διότι κάθε μετοχική αξία ακολουθεί τη δική της πορεία και ως εκ τούτου η γνώση του παρελθόντος της βοηθά τον επενδυτή να κρίνει αν η τρέχουσα τιμή της βρίσκεται σε λογικά ή όχι επίπεδα και επομένως αν είναι συμφέρουσα ή όχι η αγορά τους. Η τελική απόφαση από τον επενδυτή θα εξαρτηθεί επίσης και από το ύψος των προσδοκώμενων κερδών, όπως επίσης και από τις προβλέψεις της μελλοντικής διαμόρφωσης της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών (Νιάρχος, 2004).

#### *Αριθμοδείκτης Ταμειακών Ροών Ανά Μετοχή*

Ο δείκτης των ταμειακών ροών ανά μετοχή (operating cash flow per share ή OCF) δείχνει τα κέρδη μετά φόρων συν τις αποσβέσεις προς την αξία της μετοχής. Πολλοί οικονομικοί αναλυτές δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στο συγκεκριμένο δείκτη από ότι

το δείκτη που φανερώνει τα κέρδη προς την αξία της μετοχής διότι ο τελευταίος μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί και να παράξει πιο θετικά αποτελέσματα από ότι πραγματικά να υπάρχει. Λαμβάνοντας υπόψη ότι ο δείκτης ταμειακών ροών τις περισσότερες φορές αντικατοπτρίζει πραγματικά αποτελέσματα, οι αναλυτές πιστεύουν ότι είναι δείκτης που φανερώνει την ευρωστία και βιωσιμότητα της επιχείρησης και ορίζεται ως εξής:

$$\text{Ταμειακές ροές ανά μετοχή} = \frac{\text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Συνολικός αριθμός κοινών μετοχών}}$$

Οι ταμειακές ροές ανά μετοχή λαμβάνουν υπόψη την ικανότητα μιας τράπεζας να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα και αντιπροσωπεύουν την καθαρή ταμειακή ροή που παράγει ανά μετοχική βάση. Επειδή ο αριθμός των μετοχών παρουσιάζει διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια του έτους, συνήθως χρησιμοποιείται ένας σταθμισμένος μέσος όρος.

#### ***Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη Ανά Μετοχή***

Ο λόγος τιμής προς κέρδη μιας μετοχής (price-to-earnings ratio ή P/E) εκφράζει την τιμή που καταβάλλεται για μια μετοχή, σε σχέση με το ετήσιο καθαρό εισόδημα ή κέρδος που κερδίζει η επιχείρηση ανά μετοχή και αποτελεί τον πιο γνωστό χρηματοοικονομικό δείκτη αποτίμησης. Ο δείκτης P/E είναι μια οικονομική αναλογία που χρησιμοποιείται για αποτίμηση, με τη λογική ότι ένας υψηλότερος συντελεστής σημαίνει ότι οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερα για κάθε μονάδα του καθαρού εισοδήματος, σε σχέση με ένα με χαμηλότερο συντελεστή. Ο δείκτης αυτός είναι πάντα θετικό μέγεθος και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημιές. Επίσης, όταν η επιχείρηση έχει μηδενικά κέρδη, τότε ο δείκτης ισούται με το άπειρο και δεν λαμβάνεται υπόψη.

$$\text{Δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανα μετοχή}}$$

Επιπρόσθετα, ο δείκτης αυτός είναι ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές, το οποίο όμως όταν εξετάζεται μεμονωμένα δεν αντικατοπτρίζει επαρκώς την κατάσταση μιας εταιρείας. Χρησιμοποιείται για μια σύντομη πληροφόρηση

σχετικά με το πώς η μετοχής μιας εταιρείας είναι αντιληπτή από την αγορά. Ένα από τα σημαντικά μειονεκτήματα του δείκτη P/E είναι η στατική του μορφή, καθώς αναφέρεται στο παρελθόν και όχι στο μέλλον, πράγμα που κυρίως ενδιαφέρει τους επενδυτές.

### ***Αριθμοδείκτης Καταβολής Μερισμάτων***

Ο δείκτης αυτός φανερώνει το ποσοστό των καθαρών κερδών που δίνεται στους κατόχους κοινών μετοχών με τη μορφή μερισμάτων. Το ποσό που δεν διανέμεται παρακρατείται στην εταιρεία για την ανάπτυξη της. Ο δείκτης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης διανομής μερίσματος} = \frac{\text{Μερίσματα}}{\text{Καθαρά κέρδη}} \times 100$$

Ο συντελεστής που προκύπτει χρησιμοποιείται από τους επενδυτές για τη λήψη απόφασης σχετικά με την επένδυση τους σε μια κερδοφόρα εταιρεία που διανέμει μερίσματα ή αντίθετα σε μια κερδοφόρα εταιρεία που έχει υψηλή πιθανότητα ανάπτυξης. Το ύψος της μερισματικής απόδοσης, ενδιαφέρει κυρίως τους μακροπρόθεσμους επενδυτές, οι οποίοι πέρα από τη σταδιακή αύξηση της τιμής της μετοχής που αναμένουν, θα έχουν και ένα επιπλέον εισόδημα από τη διανομή των μερισμάτων. Επίσης, συνήθως, όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής, τόσο μικρότερα περιθώρια πτώσης της τιμής της μετοχής υπάρχουν.

## **3.4 Ανακεφαλαίωση**

Όπως έγινε φανερό οι συγχωνεύσεις και εξαγορές πρέπει να δημιουργούν αξία για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, ώστε να αποφέρουν θετικά αποτελέσματα στους μετόχους. Η μελέτη για τον προσδιορισμό της αξίας πραγματοποιείται με τη βοήθεια δεικτών οι οποίοι δείχνουν τη γενικότερη οικονομική κατάσταση μιας τράπεζας. Μία ενδεχόμενη επιδείνωση ενός αριθμοδείκτη φανερώνει απώλειες λόγω της σύμπραξης, ενώ μία άνοδος του δείκτη υπονοεί δημιουργία αξίας για τους μετόχους.

Για να αποδειχθεί εάν μία τραπεζική Σ&Ε ήταν επιτυχημένη είναι απαραίτητο να εξεταστούν μια σωρεία από αριθμοδείκτες, ώστε να εξεταστούν πολύπλευρα ποια στοιχεία της τράπεζας άνησαν και ποια υπέστησαν ζημιές. Σύμφωνα με την

παγκόσμια πρακτική, υπάρχουν τέσσερα πεδία αξιολόγησης, στα οποία έχουν αναπτυχθεί τραπεζικοί δείκτες. Αρχικά, οι δείκτες κερδοφορίας ή αποδοτικότητας φανερώσουν την ικανότητα της τράπεζας να παράγει κέρδη, να προσελκύει κεφάλαια και να καταφέρνει να αντεπεξέρχεται σε διάφορα προβλήματα. Στη συνέχεια, οι δείκτες ρευστότητας αποτυπώνουν τη δυνατότητα μιας τράπεζας να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις και έξοδα και ταυτόχρονα σε αιτήσεις για χορηγήσεις πίστωσης. Επιπρόσθετα, οι δείκτες φερεγγυότητας-βιωσιμότητας αναφέρονται στην ικανότητα μιας τράπεζας να ανταποκριθεί στις μακροπρόθεσμες οικονομικές της υποχρεώσεις, ενώ έχει θετική καθαρή θέση. Τέλος, οι δείκτες ποιότητας ενεργητικού φανερώσουν την ποιότητα του χαρτοφυλακίου των δανείων της τράπεζας, εάν αυτά είναι καλής ποιότητας τότε η τράπεζα μπορεί να διατηρεί ικανοποιητικά κέρδη και κεφάλαια. Μια ακόμη κατηγορία δεικτών που χρησιμεύουν στους επενδυτές και επηρεάζονται εξίσου από τις Σ&Ε είναι οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες. Οι δείκτες αυτοί, διευκολύνουν στην απόφαση των επενδυτών για την επένδυση ή τη διατήρηση μετοχικών τίτλων. Συμπερασματικά, όπως προκύπτει από τα προηγούμενα, οι αριθμοδείκτες στην περίπτωση των Σ&Ε είναι πολύ χρήσιμα εργαλεία, τα οποία πρέπει να μελετηθούν από όλα τα πεδία για να προκύψει ασφαλές συμπέρασμα.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΜΕ ΤΗΝ ALPHA BANK

#### 4.1 Εισαγωγή

Η εκτίμηση της κρίσης ως κρίσης του χρηματοπιστωτικού τομέα συνδέθηκε με ένα γύρο Σ&Ε που συνέβησαν στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Αυτό που επιδιώχθηκε μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν η αναδόμηση και ενδυνάμωση του τραπεζικού συστήματος με την εξοικονόμηση κόστους και τη δημιουργία συνεργειών.

Στο κεφάλαιο αυτό μελετάται η περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση της Εμπορικής Τράπεζας από την Alpha Bank. Συγκεκριμένα, αναλύεται μέσω αριθμοδεικτών η γενικότερη χρηματοοικονομική κατάσταση της απορροφώσας τράπεζας πριν την ενοποίηση της με την Εμπορική και τα αποτελέσματα συγκρίνονται με αυτά της ενοποιημένης τράπεζας μετά τη διενέργεια της συγχώνευσης. Σκοπός είναι να διερευνηθεί εάν οι τράπεζες λειτουργώντας σε μία κοινή βάση κόστους, προέβησαν σε σωστή επιχειρηματική κίνηση βελτιώνοντας τα αποτελέσματά τους. Η μελέτη πραγματοποιείται σε ορίζοντα πέντε ετών, υπολογίζοντας τους χρηματοοικονομικούς δείκτες από το πρώτο τρίμηνο του έτους 2010 έως το πρώτο τρίμηνο του 2014. Συγκεκριμένα, εξετάζονται οι δείκτες από πλευράς αποδοτικότητας, κεφαλαιακής επάρκειας, ρευστότητας και ποιότητας ενεργητικού και φανερώνονται οι αποκλίσεις σε σύγκριση με την περίοδο προ της συγχώνευσης.

Στη συνέχεια πραγματοποιείται μελέτη για να αποσαφηνιστεί πώς η συγχώνευση με απορρόφηση μεταξύ Εμπορικής Τράπεζας και Alpha Bank επηρέασε την εμπορευσιμότητα της μετοχής της εξαγοράζουσας τράπεζας και κατά πόσον επηρεάστηκε ο συστηματικός κίνδυνος που η ίδια ανέλαβε. Για την εκπόνηση της μελέτης αυτής χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα της αγοράς.

## 4.2 Παρουσίαση της μελέτης

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει τη διαχρονική εξέλιξη επιλεγμένων δεικτών που φανερώνουν την γενικότερη οικονομική κατάσταση των πιστωτικών ιδρυμάτων που συγχωνεύονται. Εξετάζεται η πορεία συγκεκριμένων τραπεζών πριν και μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, ώστε να προσδιοριστεί κατά πόσον πραγματοποιήθηκαν οι αρχικοί στόχοι της επιχειρηματικής αυτής κίνησης. Ένα θετικό αποτέλεσμα αναμένεται ότι θα καταστήσει την ενοποιημένη τράπεζα πιο ισχυρή από ότι ήταν οι δύο τράπεζες σαν ξεχωριστά νομικά πρόσωπα.

Το δείγμα της μελέτης αφορά ελληνικές εμπορικές τράπεζες που προέβησαν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές προσφάτως, όμως έχει παρέλθει εύλογο χρονικό διάστημα ώστε να έχουν αποτυπωθεί τα πρώτα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, αφορά την Εμπορική τράπεζα και την Alpha bank, ενώ η μελέτη επικεντρώνεται στη συγχώνευση με απορρόφηση της πρώτης από τη δεύτερη. Πριν από την εισχώρηση στη μελέτη σκόπιμο είναι να πραγματοποιηθεί μια ιστορική αναδρομή σχετικά με τα τραπεζικά ιδρύματα που συμμετέχουν σε αυτή.

Η εξαγοράζουσα τράπεζα αφορά την Alpha Bank η οποία ιδρύθηκε το 1879 και αποτελεί έναν από τους μεγαλύτερους ομίλους του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα, με ισχυρή παρουσία στην εγχώρια και στη διεθνή τραπεζική αγορά. Προσφέρει ένα ευρύ φάσμα υψηλής ποιότητας χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, μεταξύ των οποίων της λιανικής τραπεζικής, της τραπεζικής μεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, της διαχείρισης κεφαλαίων και του private banking, της διάθεσης ασφαλιστικών προϊόντων και της επενδυτικής τραπεζικής.

Η Alpha Bank για να καταλήξει στη σημερινή της μορφή προέβη σε διάφορες κινήσεις επέκτασης μερικές από τις οποίες αξίζει να αναφερθούν. Συγκεκριμένα, το 1999 πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τράπεζας. Στις 11 Απριλίου 2000 εγκρίθηκε η συγχώνευση της Ιονικής Τραπεζής με απορρόφηση από την τότε επονομαζόμενη Alpha Τράπεζα Πίστεως. Στη συνέχεια, την 1 Φεβρουαρίου 2013 ολοκληρώθηκε η εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδος, κατόπιν της λήψεως των οικείων κανονιστικών εγκρίσεων από τις Ελληνικές και Κυπριακές Κεντρικές Τράπεζες και Επιτροπές Ανταγωνισμού. Την ημερομηνία αυτή, το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορική τράπεζας μεταβιβάστηκε από την Crédit Agricole S.A. στην Alpha Bank.

Η Alpha Bank δραστηριοποιείται κυρίως στην Ελλάδα, διαθέτοντας δίκτυο 303 καταστημάτων και απασχολώντας περί τους 4.000 εργαζομένους. Με την εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας από την Alpha Bank δημιουργείται ένας ισχυρός τραπεζικός όμιλος, που έχει κυρίαρχη θέση στην Ελλάδα, αλλά και σημαντική παρουσία σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Σημαντικοί πρόσφατοι σταθμοί στη μακρά και επιτυχή διαδρομή του Ομίλου, είναι:

- Η απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εμπορικής Τραπέζης την 1.2.2013.
- Η ανακεφαλαιοποίηση της Τραπέζης κατά Ευρώ 4.571 εκατομμύρια, την 31.5.2013, με υπερκάλυψη της απαιτούμενης ιδιωτικής συμμετοχής, η οποία είχε ως αποτέλεσμα τη διατήρηση του ιδιωτικού χαρακτήρα της Alpha Bank.
- Η ολοκλήρωση της νομικής συγχωνεύσεως δια απορρόφησης της Εμπορικής Τράπεζας την 28.6.2013 και η δημιουργία της ενιαίας Alpha Bank.
- Η επιτυχής Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου ύψους 1,2 δισεκατομμυρίων ευρώ μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης σε διεθνείς θεσμικούς επενδυτές τον Μάρτιο 2014 και η επακόλουθη πλήρης εξαγορά των προνομιούχων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου ύψους Ευρώ 940 εκατομμυρίων τον Απρίλιο 2014.

Η εξαγοραζόμενη τράπεζα δηλαδή η Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος αποτέλεσε μία τράπεζα με γόνιμη και ενεργό συμμετοχή στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και στον εκσυγχρονισμό της εγχώριας τραπεζικής αγοράς. Ιδρύθηκε το 1907 προσφέροντας κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της μεγάλο φάσμα παραδοσιακών και σύγχρονων τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών που κάλυπταν τις αποταμιευτικές, χρηματοδοτικές και επενδυτικές ανάγκες της πελατείας της. Συγκεκριμένα, ο όμιλος της Εμπορικής Τράπεζας αποτέλεσε έναν από τους πιο σύγχρονους ομίλους του χρηματοπιστωτικού κλάδου με δυναμική παρουσία στους τομείς χρηματοδοτικής μίσθωσης, ασφάλειες, τραπεζο-ασφάλειες, διαχείριση διαθεσίμων θεσμικών επενδυτών, διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, ανάπτυξη και διαχείριση ακινήτων και καταναλωτικής πίστωσης.

Η Εμπορική τράπεζα στην προσπάθεια ανάπτυξης της προέβη σε αρκετές κινήσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, σημαντικές από τις οποίες ήταν η απόκτηση της Ιονικής και Λαϊκής τράπεζας (1957), η τράπεζα Αττικής (1962) τις οποίες μετέπειτα

πώλησε (δεκαετία του 1990), στη συνέχεια προέβη στην απόκτηση της ασφαλιστικής εταιρίας Metrolife (1995) ενώ μέσα στην ίδια δεκαετία ίδρυσε και άλλες εταιρίες χρηματοπιστωτικού περιεχομένου και επεκτάθηκε στην Κύπρο. Το 2000 εισήλθε στο μετοχικό κεφάλαιο της Εμπορικής, με ποσοστό 6,7%, η γαλλική τράπεζα Credit Agricole, η οποία προχώρησε στην εξαγορά της τράπεζας από το ελληνικό δημόσιο το Νοέμβριο του 2006 και παρέμεινε βασικός της μέτοχος έως το τέλος Ιανουαρίου του 2013. Την 1 Φεβρουαρίου 2013, το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής μεταβιβάστηκε από την Crédit Agricole στην Alpha Bank, οι οποίες είχαν υπογράψει συμφωνία εξαγοράς της Εμπορικής, την 16 Οκτωβρίου 2012. Σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία τα βασικά πλεονεκτήματα της συναλλαγής είναι τα παρακάτω:

- Η δημιουργία του δεύτερου σε μέγεθος χρηματοοικονομικού ομίλου στην Ελλάδα.
- Η ενισχυμένη κεφαλαιακή βάση της Alpha Bank.
- Δανειακό χαρτοφυλάκιο με υψηλές καλύψεις.
- Η δημιουργία σημαντικών υπεραξιών για τους Μετόχους της Alpha Bank.
- Συνέργειες λειτουργικού κόστους.
- Συνέργειες κόστους χρηματοδοτήσεως και εσόδων.
- Πλεονεκτική διάρθρωση του ισολογισμού.

Η συγκεκριμένη μελέτη επομένως στηρίζεται στον εντοπισμό των παραπάνω θετικών στοιχείων από τη συγχώνευση και την απεικόνιση τους σε γραφήματα για την καλύτερη αντίληψη από τον αναγνώστη. Τα δεδομένα στηρίζονται αποκλειστικά σε τριμηνιαία στοιχεία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (ισολογισμοί και αποτελέσματα χρήσης), όπως δημοσιεύονται από έγκυρους φορείς (Τράπεζα της Ελλάδος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Εμπορικές τράπεζες), ενώ βασίζεται τόσο σε διαστρωματικά όσο και σε διαχρονικά δεδομένα. Η συγκέντρωση των στοιχείων καλύπτει τους παρακάτω τομείς:

α) Στοιχεία μεγέθους, όπως για παράδειγμα το σύνολο του ενεργητικού, καταθέσεων χορηγήσεων, ίδια κεφάλαια κ.α.

β) Στοιχεία κερδοφορίας, όπως τα καθαρά κέρδη προ φόρων, οργανικά κέρδη, δείκτες κερδοφορίας (ROE, ROA), δείκτης περιθωρίου κέρδους και άλλοι

χρηματοοικονομικοί δείκτες που αφορούν δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας ή ρευστότητας.

γ) Στοιχεία αποτελεσματικότητας και παραγωγικότητας, αφορούν κυρίως δείκτες όπως λειτουργικών εξόδων προς έσοδα ή επιτοκιακού περιθωρίου.

δ) Ποιοτικά στοιχεία, όπως είναι ο λόγος χορηγήσεων προς καταθέσεις, η σύνθεση επιτοκιακών και μη επιτοκιακών εσόδων κ.α.

Η συγχώνευση πραγματοποιήθηκε επίσημα στις 24/12/2012 όπου δόθηκε η οριστική έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η ανάλυση εξετάζει τους διάφορους δείκτες, αρχικά της εξαγοράζουσας τράπεζας από το 2010 έως το 2012, ενώ στη συνέχεια από το Φεβρουάριο του 2013 που συμπεριλήφθησαν στον ισολογισμό τα κοινά στοιχεία των τραπεζών μετά τη συγχώνευση, εξετάζονται οι δείκτες της ενοποιημένης εταιρείας έως το πρώτο τρίμηνο του 2014.

Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες, όπως για παράδειγμα ο δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή δεν υπολογίζεται, καθώς η τράπεζα παρουσίαζε ζημίες για κάποια από τα εξεταζόμενα έτη. Επιπρόσθετα, ο δείκτης καταβολής μερισμάτων δεν είναι εφικτό να εξεταστεί διότι η τράπεζα Alpha Bank έχει να διανέμει μέρισμα από το 2008. Οι ισολογισμοί που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση εμφανίζονται στο Παράρτημα. Η ανάλυση για μια σειρά ετών επιτρέπει στην τράπεζα να προσδιορίσει κατά πόσον αναπτύσσεται ή όχι, κατά πόσο οδεύει εμπρός ή πίσω και γενικότερα αποκαλύπτει τις τάσεις που δημιουργούνται.

#### **4.3 Η αξιολόγηση της συγχώνευσης με απορρόφηση βάσει λογιστικών στοιχείων**

Η μέθοδος αξιολόγησης των τραπεζικών Σ&Ε, βάσει λογιστικών στοιχείων, είναι εξαιρετικά χρήσιμη, καθώς εξετάζει πολύπλευρα τις δυνατότητες και αδυναμίες μιας τράπεζας. Ευνόητο είναι ότι συγκρίνοντας μια τράπεζα με τα ιστορικά στοιχεία της ίδιας της τράπεζας είναι δυνατό να εντοπιστούν αποκλίσεις οι οποίες θα φανούν χρήσιμες για τους επενδυτές που προτίθεται να επενδύσουν στη συγκεκριμένη εταιρεία είτε για τα άμεσα ενδιαφερόμενα μέρη που ενδιαφέρονται ανά πάσα στιγμή για την πορεία των κερδών τους. Μέσω των χρηματοοικονομικών δεικτών στη συγκεκριμένη περίπτωση, αξιολογείται χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία του ισολογισμού η ανοδική ή πτωτική πορεία της εξαγοράζουσας τράπεζας Alpha Bank

όσον αφορά την κερδοφορία-αποδοτικότητα της, τη ρευστότητα, τη βιωσιμότητα και την ποιότητα του ενεργητικού της ύστερα από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης.

Είναι σαφές ότι τα αποτελέσματα των δεικτών που προκύπτουν κάθε φορά έχουν επηρεαστεί όχι μόνο από τη συγχώνευση αλλά κάλλιστα και από τη γενικότερη δυσμενή οικονομική κατάσταση της Ελλάδος η οποία δείχνει να επιδεινώνεται διαρκώς και να γίνεται έντονα αντιληπτή στα αποτελέσματα της τράπεζας. Για επεξηγηματικό σκοπό αναφέρεται ότι η Alpha Bank παρουσίασε σταδιακά μείωση των εσόδων της από το 2010 και κατέληξε σε ζημίες για ολόκληρο το έτος 2012. Το 2013, που αποτελεί το έτος συγχώνευσης από την πλευρά της αποτύπωσης των αποτελεσμάτων στον ισολογισμό, ήταν η χρονιά που η τράπεζα παρουσίασε κέρδη. Στη συνέχεια, το 2014 η εικόνα και πάλι ανατράπηκε με την παρουσίαση ζημιών από μέρους της ενοποιημένης τράπεζας.

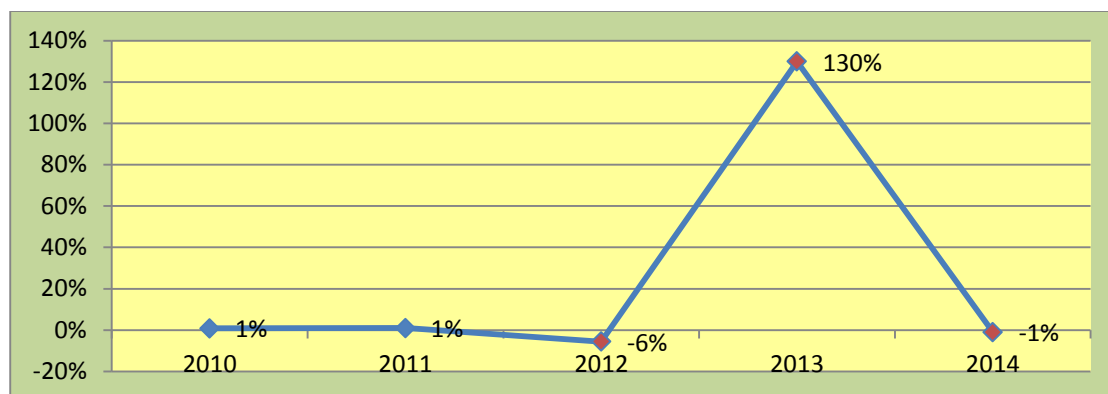
Επομένως είναι σαφές ότι η τράπεζα, πέραν της συγχώνευσης χρειάστηκε να προβεί και σε περαιτέρω συμπληρωματικές κινήσεις για την κεφαλαιακή της ενίσχυση και την επιβίωση της, όπως ήταν η κεφαλαιακή ενίσχυση από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου το 2014. Στην παρακάτω μελέτη, γίνεται προσπάθεια να διαχωριστούν όσο το δυνατό τα στοιχεία που απορρέουν από τις εκάστοτε κινήσεις της τράπεζας και που επηρεάζουν κάθε φορά τους δείκτες, με σκοπό να αποδοθούν με περισσότερη σαφήνεια τα αποτελέσματα της συγχώνευσης.

Είναι φανερό ότι τη δεδομένη περίοδο της κρίσης η τράπεζα διανύει τη δυσκολότερη δοκιμασία στην μέχρι τώρα πορεία της καθώς τα έσοδα από τις κύριες δραστηριότητες της λειτουργίας της έχουν μειωθεί. Αυτό απορρέει από τη συνεπαγόμενη μείωση των καταθέσεων λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της αύξησης των επισφαλειών από δανειολήπτες που δεν ανταποκρίνονται στην υποχρέωση των δανείων που έχουν συνάψει. Συνεπώς επιτυχία της συγχώνευσης δεν είναι μόνο η αποτύπωση θετικών στοιχείων στον ισολογισμό αλλά στην προκειμένη περίπτωση η μείωση του αρνητικού αποτελέσματος λόγω της κρίσης.

#### ***Ανάλυση αριθμοδείκτη αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων***

Ο δείκτης απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων υποδεικνύει το ποσοστό που αντιστοιχεί στα καθαρά έσοδα της τράπεζας επί των επενδυόμενων σε αυτήν κεφαλαίων. Αποτελεί μέτρο της απόδοσης που έχουν οι μέτοχοι από την επένδυση των κεφαλαίων τους στην τράπεζα και κατά συνέπεια αποδεικνύει πόσο αποτελεσματικό

είναι το μανάτζμεντ της επιχείρησης, να αναπτύσσει τα κεφάλαια των μετόχων. Απεικονίζεται από το πηλίκo της διαίρεσης των καθαρών λειτουργικών κερδών χρήσης, με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Επιθυμητή είναι η μεγιστοποίηση του δείκτη.



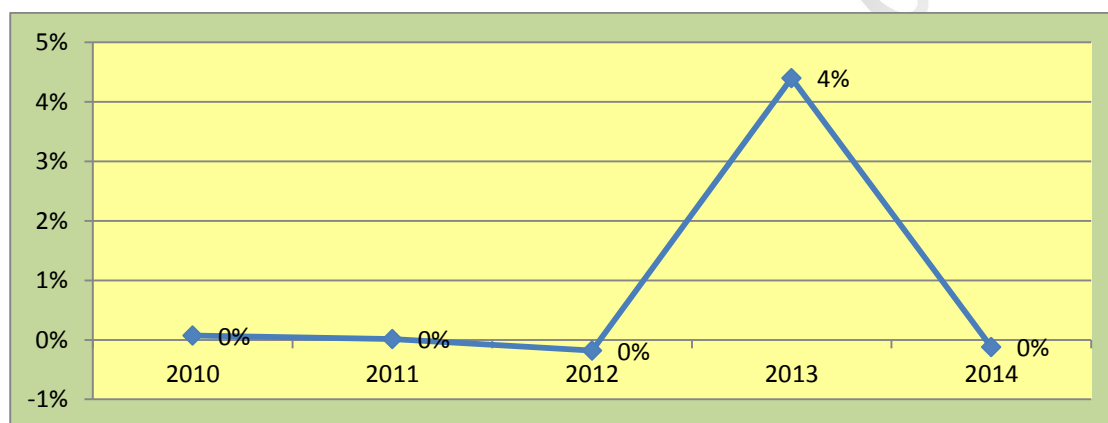
**Διάγραμμα 4.1**

#### **Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων της Alpha Bank**

Είναι φανερό από το Διάγραμμα 4.1 ότι, ο δείκτης έχει σταθερά μειωτική τάση μέχρι το 2012, η μείωση αυτή αποτελεί ιδιαίτερα αρνητικό στοιχείο όσο αφορά στην αποδοτικότητα της τράπεζας. Το έτος 2013 που αποτυπώθηκαν τα πρώτα αποτελέσματα της συγχώνευσης στον ισολογισμό, ο δείκτης κινείται ανοδικά. Αυτό συνέβη λόγω της ανακεφαλαιοποίησης από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας αλλά και της συγχώνευσης με την Εμπορική η οποία συνείσφερε κατά 2,6 δισεκατομμύρια ευρώ στα κέρδη της ενοποιημένης τράπεζας αμέσως μετά τη συμφωνία της συγχώνευσης της με την Alpha Bank. Τον τελευταίο χρόνο όμως, ο δείκτης μειώνεται. Αυτό σημαίνει πως η ενοποιημένη τράπεζα επηρεάζεται άμεσα από τη χρηματοοικονομική κρίση και χρησιμοποιεί τα κέρδη της για την κάλυψη επισφαλειών από ασυνεπείς πελάτες. Κατά συνέπεια τα κέρδη δεν επενδύονται όπως θα έπρεπε σε μία υγιή επιχείρηση για τη δημιουργία περισσότερων κερδών, αλλά για την κάλυψη ζημιών οι οποίες υπερκαλύπτουν τις προβλέψεις της τράπεζας για επισφάλειες. Συμπεραίνεται επομένως, ότι η ενοποίηση βοήθησε για τη μείωση του αρνητικού αποτελέσματος και λειτούργησε θετικά, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα, όμως είναι φανερό ότι η βαθιά χρηματοπιστωτική κρίση επαναπροσδιόρισε τα αποτελέσματα.

### *Ανάλυση αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού*

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού αποτελεί έναν τρόπο αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησης της τράπεζας, αφού μετρά την απόδοση του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων και την ικανότητα της τράπεζας να μετατρέπει το ενεργητικό της σε καθαρά κέρδη. Επομένως, όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο αποδοτικότερη θεωρείται η τράπεζα. Ο δείκτης προκύπτει από την διαίρεση των καθαρών κερδών χρήσης με το σύνολο του ενεργητικού.



**Διάγραμμα 4.2**

### **Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού της Alpha Bank**

Στο παραπάνω Διάγραμμα 4.2, φαίνεται μία διαρκώς μειούμενη τάση του δείκτη από το 2010 έως ότου καταλήγει αρνητικός το 2012. Αυτό μπορεί να αποδοθεί στις έντονες και αυξανόμενες πιέσεις που δέχτηκε ο τραπεζικός κλάδος κατά τη διάρκεια του 2011, συμπεριλαμβανομένης και της επιβάρυνσης της απομείωσης της αξίας των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου το 2012.

Στη συνέχεια, το 2013 η τράπεζα δημιούργησε κέρδη μετά την συγχώνευση της με την Εμπορική τράπεζα ενώ αναγκαστικά προέβη και σε ανακεφαλαιοποίηση από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας προκειμένου να βελτιώσει τη περαιτέρω φερεγγυότητα της. Δεν είναι τυχαίο ότι με την συγχώνευση που αποτυπώθηκε στον ισολογισμό κατά το πρώτο τρίμηνο του 2013 ήταν η πρώτη φορά που η alpha Bank, μετά από ένα μεγάλο διάστημα ζημιών στα αποτελέσματα της, παρουσίασε κέρδη. Με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία, τα καθαρά αποτελέσματα που αναλογούν στους μετόχους ανήλθαν στα 2.876,5 εκατομμύρια ευρώ, κυρίως λόγω της θετικής συνεισφοράς των 2,6 δισεκατομμυρίων ευρώ που προκύπτει από την αρχική θετική



επίπτωση από την ενοποίηση της Εμπορικής Τράπεζας. Επομένως οι επιπτώσεις αυτές αντικατοπτρίστηκαν αμέσως στα αποτελέσματα και βελτίωσαν το δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού καθώς αυξήθηκε ο αριθμητής του κλάσματος.

Το 2014 όμως δείκτης μειώθηκε λόγω των αυξημένων επισφαλειών οι οποίες επηρέασαν τα αποτελέσματα με συνέπεια η κοινή τράπεζα Alpha Bank να παρουσιάσει ζημίες. Συνεπώς τη δεδομένη στιγμή, φαίνεται ότι η ικανότητα της τράπεζας να μετατρέπει το ενεργητικό της σε καθαρά κέρδη είναι ανεπαρκής. Η τράπεζα με την κίνηση της συγχώνευσης βελτίωσε το δείκτη αλλά μόνο προσωρινά, καθώς η γενικότερη οικονομική κατάσταση της χώρας δεν επέτρεψαν στην ενοποιημένη τράπεζα να διατηρήσει το θετικό αποτέλεσμα της συνέργειας και της ανακεφαλαιοποίησης.

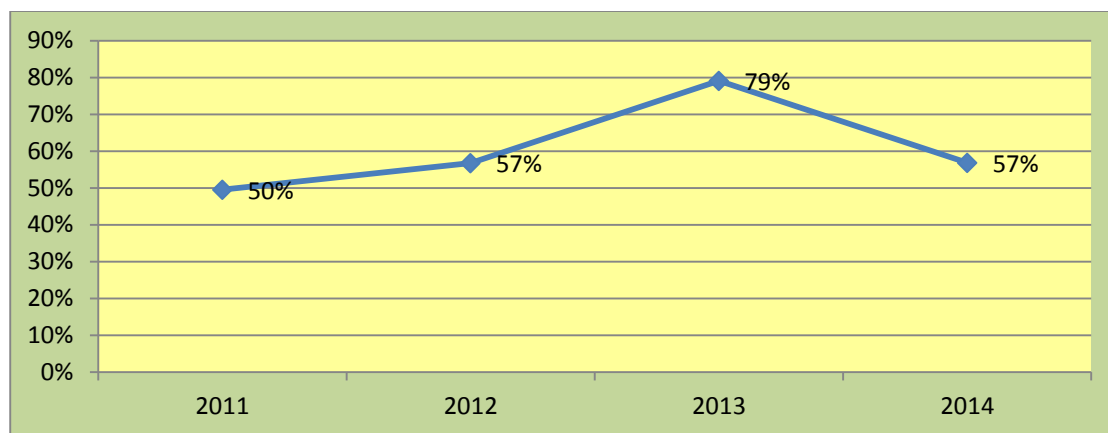
#### ***Ανάλυση αριθμοδείκτη αποτελεσματικότητας***

Η συνολική λειτουργική αποτελεσματικότητα των τραπεζών ορίζεται ως ο λόγος των λειτουργικών εξόδων προς τα λειτουργικά έσοδα. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η λειτουργική αποτελεσματικότητα της τράπεζας. Όπως παρατηρείται στον παρακάτω Διάγραμμα 4.3, ο δείκτης βαίνει διαρκώς αυξανόμενος μέχρι το 2013 όπου ξεκίνησε να έχει καθοδική τάση. Είναι εμφανές ότι, η τράπεζα βελτίωσε την αποτελεσματικότητα της μετά την κίνηση της συγχώνευσης, όπου τα αποτελέσματα της έγιναν φανερά από το πρώτο εξάμηνο του 2013, το χρονικό διάστημα δηλαδή που αρχίζει και πάλι να μειώνεται ο δείκτης.

Πιο αναλυτικά, όπως φανερώνουν τα δημοσιευμένα στοιχεία, τα λειτουργικά έξοδα από 1/1-31/12/2013 ανήλθαν σε 1.336,8 εκατομμύρια ευρώ, εμφανίζοντας μείωση κατά 6,6%, σε συγκρίσιμη βάση ως προς το 2012 για την ενοποιημένη βάση κόστους Alpha Bank και Εμπορικής Τραπέζης, εξαιρώντας τις μη επαναλαμβανόμενες δαπάνες και τα έξοδα συγχώνευσης. Αυτό συνέβη λόγω μείωσης στο σύνολο του προσωπικού κατά 5,2% ή 946 υπαλλήλους για τις δύο τράπεζες, ενώ ο συνολικός αριθμός καταστημάτων μειώθηκε κατά 10,2% ή 123 καταστήματα. Πέρα από τον εξορθολογισμό του δικτύου, οι συνέργειες προήλθαν και από την άρση των αλληλοκαλύψεων σε κεντρικές λειτουργίες και τον περιορισμό των αμοιβών τρίτων, καθώς και τον επανασχεδιασμό των επιχειρησιακών τομέων δραστηριοτήτων.

Επιπρόσθετα, η βελτίωση του δείκτη οφείλεται στη γενικότερη σημαντική βελτίωση της επίδοσης στον τομέα του κόστους. Ανάμεσα στα οφέλη που προκύπτουν από την ενοποίηση με την Εμπορική Τράπεζα, συγκαταλέγονται η

βέλτιστη αξιοποίηση του διαθέσιμου προσωπικού των δύο Τραπεζών, καθώς και η αποκόμιση οφέλους-κόστους σε σχέση με τα έξοδα μισθοδοσίας, τις δαπάνες του δικτύου καταστημάτων και μηχανογραφήσεως, τις δαπάνες marketing, τα έξοδα ασφαλίσεως και άλλων κατηγοριών δαπανών προς τρίτους.



**Διάγραμμα 4.3**

#### **Δείκτης Αποτελεσματικότητας της Alpha Bank**

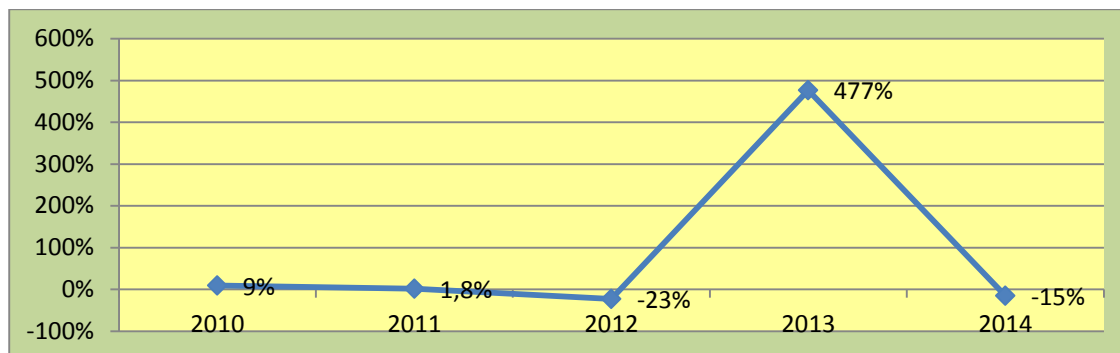
Επομένως, είναι φανερό ότι ο δείκτης αποτελεσματικότητας βελτιώθηκε μετά τη συγχώνευση λόγω της μείωσης του αριθμητή του κλάσματος, δηλαδή της μείωσης των λειτουργικών εξόδων. Με βάση τα αποτελέσματα μέχρι τώρα, αναμένεται περαιτέρω βελτίωση του λειτουργικού κόστους μέσα στο έτος.

#### **Ανάλυση αριθμοδείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους**

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους αποτελεί ποσοστιαία έκφραση των καθαρών εσόδων μετά από τόκους ως προς τις καθαρές πωλήσεις από λειτουργικές δραστηριότητες. Ο δείκτης προσφέρει μια ένδειξη για το περιθώριο κέρδους με το οποίο λειτουργεί και προσφέρει τα προϊόντα της η τράπεζα αλλά και του κόστους που έχει για αυτή η άντληση των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων. Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι και η κερδοφορία της τράπεζας. Ορίζεται ως το πηλίκο των καθαρών κερδών ως προς τις συνολικές πωλήσεις της τράπεζας.

Από το Διάγραμμα 4.3 παρατηρείται ότι η Alpha bank πριν τη συγχώνευση που αποτυπώθηκε στον ισολογισμό το Φεβρουάριο του 2013 παρουσίαζε σταθερή μείωση στο δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους με μεγαλύτερη μείωση το 2012, όπου η τράπεζα παρουσίασε ζημίες. Το έτος της συγχώνευσης η Alpha Bank επωφελήθηκε

λόγω της ενοποιημένης προϊοντικής βάσης και τιμολόγησης με την Εμπορική, αλλά και εξαιτίας των στοχευμένων παρεμβάσεων οι οποίες ενίσχυσαν την επίτευξη συνεργειών κόστους χρηματοδότησης και εσόδων.



**Διάγραμμα 4.4**

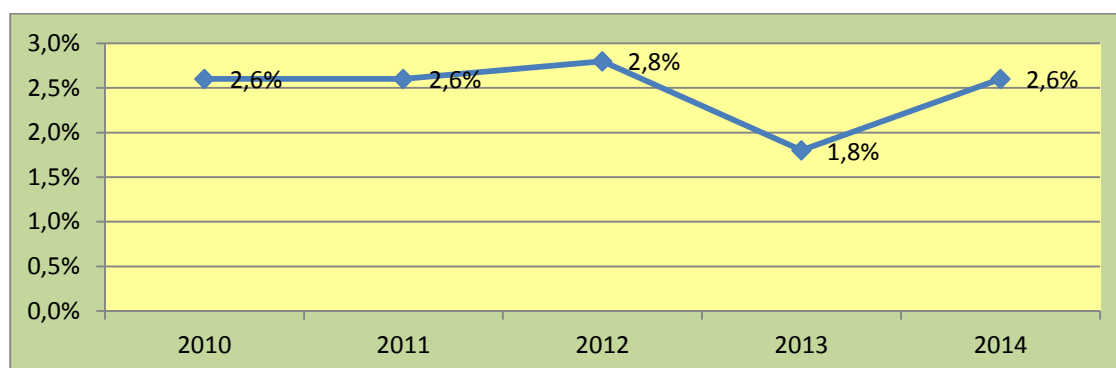
#### **Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Alpha Bank**

Επιπρόσθετα, η εικόνα βελτιώθηκε το 2013 λόγω του σχεδίου κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών. Το 2014 ο συγκεκριμένος δείκτης επηρεάστηκε από ζημιές στην ενοποιημένη τράπεζα, λόγω των δυσμενών συνθηκών που επικρατούν στο περιβάλλον της και όχι λόγω αποτυχίας της συγχώνευσης. Το θετικό είναι ότι οι συνέργειες που βρίσκονται σε πλήρη εξέλιξη από τη συγχώνευση με την Εμπορική τράπεζα αναμένεται να είναι ύψους περίπου 265 εκατομμυρίων ευρώ ετησίως μέχρι το 2015 και θα ενισχύσουν τη λειτουργική επίδοση.

#### ***Ανάλυση αριθμοδείκτη καθαρού περιθωρίου επιτοκίου***

Ο δείκτης του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου υπολογίζεται ως ο λόγος των καθαρών εσόδων από τόκους προς το μέσο όρο του ενεργητικού. Όπως παρατηρείται από το Διάγραμμα 4.4, η τάση διεύρυνσης του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ανακόπηκε το 2012, γεγονός που δικαιολογείται από τις συνθήκες που επικράτησαν στην οικονομία και επηρέασαν κατά κόρον τα αποτελέσματα των τραπεζών με την συμμετοχή τους στο PSI (Private Sector Involvement). Επιπρόσθετα, η μείωση στο δείκτη του καθαρού περιθωρίου επιτοκίου μπορεί να οφείλεται και στην μεγαλύτερη αύξηση του επιτοκίου των καταθέσεων (που οδηγεί σε μείωση περιθωρίου κέρδους για την τράπεζα) σε σύγκριση με το

επιτόκιο των δανείων (που οδηγεί στην αύξηση περιθωρίου κέρδους για την τράπεζα) ταυτόχρονα με την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης.



**Διάγραμμα 4.5**

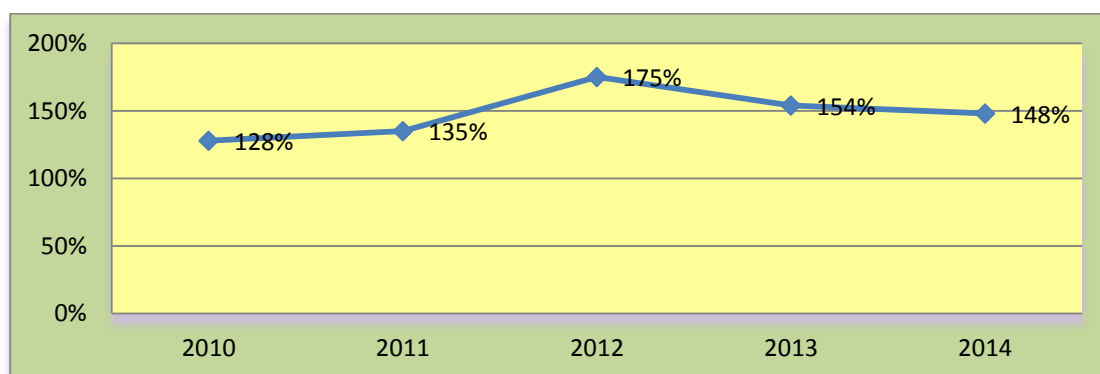
### **Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Επιτοκίου της Alpha Bank**

Από το πρώτο τρίμηνο του 2013, ο δείκτης άρχισε να βελτιώνεται καθώς σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία το καθαρό έσοδο τόκων ανήλθε σε 1.658 εκατομμύρια ευρώ, ενισχυμένο κατά 19,8% σε ετήσια βάση, κυρίως λόγω της εξαγοράς της Εμπορικής τράπεζας. Στη συνέχεια το τρίτο τρίμηνο του 2013 το καθαρό έσοδο τόκων ανήλθε σε 476,1 εκατομμύρια ευρώ, σημειώνοντας αύξηση κατά 6,4% σε τριμηνιαία βάση, κυρίως λόγω του συνεχώς χαμηλότερου κόστους των νέων προθεσμιακών καταθέσεων στην Ελλάδα, καθώς και της χρηματοδότησης από τις Κεντρικές Τράπεζες, ως αποτέλεσμα και της πτώσης στο βασικό επιτόκιο αναφοράς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Η αύξηση του δείκτη συνεχίστηκε και για το πρώτο τρίμηνο του 2014, καθώς ο αριθμητής του κλάσματος-το καθαρό έσοδο τόκων ενισχύθηκε κατά 44% σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του προηγούμενου έτους. Επομένως πέραν των άλλων παραγόντων που συνέβαλλαν στην βελτίωση του δείκτη επιτοκιακού περιθωρίου ήταν σαφέστατα και η συγχώνευση με την Εμπορική Τράπεζα όπου συνέβαλλε αμέσως μετά τη συγχώνευση σε σημαντική άνοδο των επιτοκιακών εσόδων όπου αποτελούν τα βασικά έσοδα μιας τράπεζας.

### **Ανάλυση αριθμοδείκτη χορηγήσεων προς καταθέσεις**

Ο δείκτης χορηγήσεων προς καταθέσεις είναι ένα παραδοσιακό μέτρο ρευστότητας της τράπεζας. Υποδεικνύει το βαθμό στον οποίο οι καταθέσεις χρησιμοποιούνται για να ανταποκριθούν στη ζήτηση δανείων. Πρόκειται για ένα σημαντικό μέτρο που

σηματοδοτεί πόσο καλά οι τράπεζες εκτελούν τη βασική λειτουργία διαμεσολάβησης τους, που μετατρέπει τις καταθέσεις σε παραγωγικά δάνεια.



**Διάγραμμα 4.6**

### **Δείκτης Χορηγήσεων / Καταθέσεις της Alpha Bank**

Καθώς φαίνεται στο Διάγραμμα 4.6, ο δείκτης αυτός ξεκινάει σε χαμηλά επίπεδα το 2011 και στη συνέχεια αυξάνεται το 2012, λόγω μείωσης των καταθέσεων όπως διακρίνεται από τις λογιστικές καταστάσεις. Αιτία του φαινομένου αυτού είναι πιθανότατα η χρηματοπιστωτική κρίση και η τάση εξόδου των καταθέσεων προς το εξωτερικό εξαιτίας της αυξημένης πολιτικής αβεβαιότητας και των διπλών εκλογικών αναμετρήσεων κατά το πρώτο εξάμηνο του 2012.

Στη συνέχεια, το πρώτο τρίμηνο του 2013 ο δείκτης βελτιώνεται και φαίνεται ότι επανέρχεται με αργούς ρυθμούς σε χαμηλότερα επίπεδα, στο 148%. Αυτό είναι αποτέλεσμα δύο παραγόντων, ο πρώτος προέρχεται από τη συγχώνευση με την Εμπορική τράπεζα όπου είχε καλύτερο δείκτη χορηγήσεων/καταθέσεις, με συνέπεια την μετακίνηση του θετικού αποτελέσματος στην ενιαία τράπεζα. Συγκεκριμένα μετά τη συγχώνευση η Alpha Bank ανήλθε σε πρωτεύουσα θέση με μερίδιο αγοράς στην Ελλάδα περίπου 20% στις καταθέσεις και 24% στις χορηγήσεις

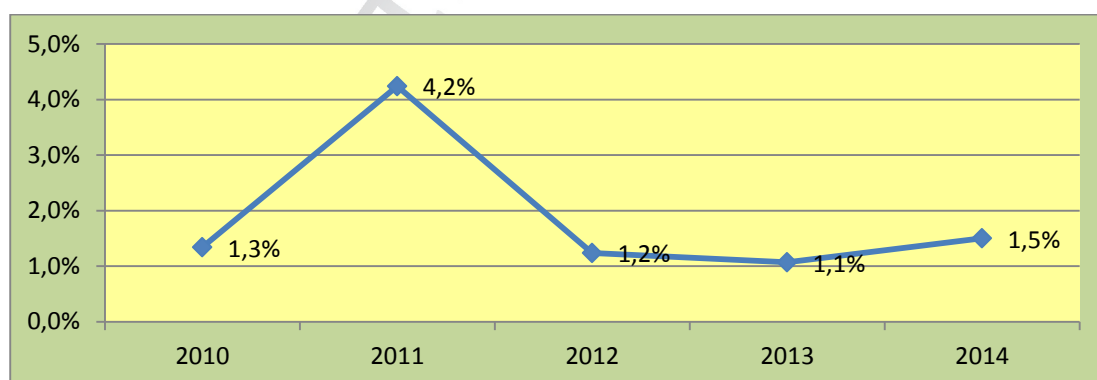
Ο δεύτερος παράγοντας που δεν σχετίζεται με τη συγχώνευση αλλά βελτίωσε το δείκτη, είναι οι αυξημένες εισροές καταθέσεων στη χώρα, κυρίως το πρώτο εξάμηνο του 2013, καθώς την περίοδο αυτή βελτιώθηκαν οι προϋποθέσεις για χορήγηση ρευστότητας στην Ελλάδα. Επιπρόσθετα το 2014, προέκυψε μία ανισοροπία μεταξύ χορηγήσεων και καταθέσεων στην Alpha Bank που συνέβαλλε στην περαιτέρω βελτίωση του δείκτη. Συγκεκριμένα, οι καταθέσεις διαμορφώθηκαν στα 41,8

δισεκατομμύρια ευρώ(-0,5%), ενώ οι χορηγήσεις ανήλθαν στα 53,5 δισεκατομμύρια ευρώ(-7,4%).

#### *Ανάλυση αριθμοδείκτη ταμειακών διαθεσίμων*

Γενικότερα, οι βασικές πηγές χρηματοδότησης του ενεργητικού μιας τράπεζας είναι οι καταθέσεις, ο διατραπεζικός δανεισμός, η έκδοση αξιογράφων διαφόρων μορφών (από κοινές ομολογίες μέχρι τιτλοποιήσεις) και ο δανεισμός από την κεντρική τράπεζα, που στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι το Ευρωσύστημα. Ο συγκεκριμένος δείκτης φανερώνει ποιο ποσοστό του ενεργητικού νοείται ως άμεσα ρευστοποιήσιμο και δίνει τη δυνατότητα στην τράπεζα να καλύψει πολύ έκτακτες υποχρεώσεις ή να ανταποκριθεί σε ευκαιρίες επένδυσης που μπορεί να παρουσιαστούν.

Η παρατεταμένη ύφεση της χώρας δημιουργεί ολοένα και μεγαλύτερα προβλήματα ρευστότητας σε όλους τους κλάδους της οικονομίας. Αυτό αντικατοπτρίζεται και στο Διάγραμμα 4.7 με την χαμηλή τιμή του δείκτη από το 2010. Την περίοδο 2011-2012 η τράπεζα προσάρμοσε τα ταμειακά της αποθέματα σε περιβάλλον μειωμένης ρευστότητας. Στη συνέχεια, οι προοπτικές ανάκαμψης ενισχύθηκαν, με την εκταμίευση της χρηματοδοτικής ενίσχυσης τον Δεκέμβριο του 2012 και δόθηκε νέα ώθηση στην οικονομική ανάκαμψη της χώρας, αλλά παρόλα αυτά ο δείκτης βαίνει μειούμενος μέχρι το πρώτο τρίμηνο του 2013.



**Διάγραμμα 4.7**

#### **Δείκτης Ταμειακών Διαθεσίμων της Alpha Bank**

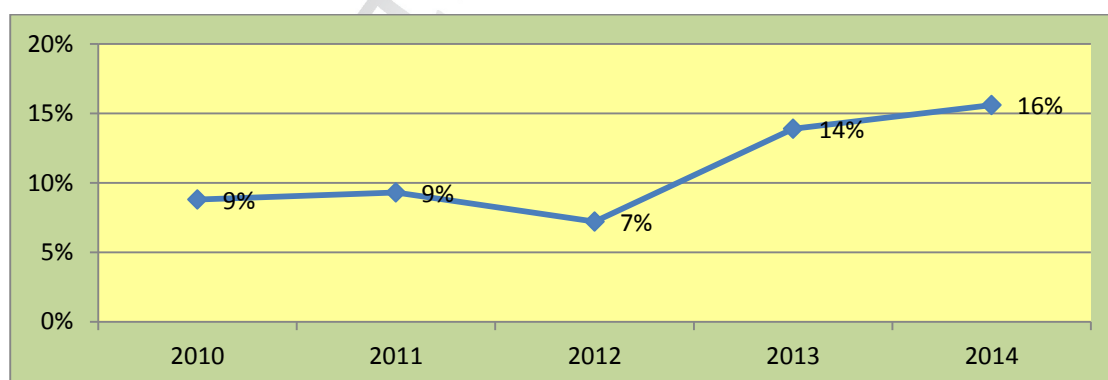
Στο πλαίσιο αυτό, η Alpha Bank ενισχύει τα μεγέθη και την κεφαλαιακή της βάση με την εξαγορά πλήρως ανακεφαλαιοποιημένης Εμπορικής Τράπεζας ενώ παράλληλα επικεντρώθηκε και στην αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου το 2014. Κατά

συνέπεια διακρίνεται μία μικρή αλλά συνεχή βελτίωση του δείκτη ταμειακών δαθεσίμων.

Τα θετικά αποτελέσματα όσον αφορά τη ρευστότητα της τράπεζας έγιναν εμφανή από το γεγονός ότι η χρηματοδότηση από τον Έκτακτο Μηχανισμό Ρευστότητας (ELA) μηδενίσθηκε τον Μάιο 2014. Παράλληλα, η συνολική χρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανήλθε στο τέλος Μαρτίου στα 15,7 δισεκατομμύρια ευρώ, μειωμένη κατά 1,5 δισεκατομμύριο ευρώ σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο εν μέσω συνεχώς επιδεινούμενης ύφεσης, μειούμενων καταθέσεων, αυξανόμενων επισφαλειών – και πλέον υπό ιδιωτικό έλεγχο – η ενοποιημένη τράπεζα θα μπορεί να χρηματοδοτεί την οικονομία.

#### **Ανάλυση αριθμοδείκτη Core Tier 1**

Γενικά, τα ποσοτικά κριτήρια που προβλέπονται από την εποπτεία για την εξασφάλιση επάρκειας των κεφαλαίων της τράπεζας επιβάλλουν τη διατήρηση ελάχιστων ποσών κεφαλαίων και δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων σταθμισμένου κινδύνου κατ' ελάχιστον ίσου με 8%. Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως η σχέση των κεφαλαίων προς τα περιουσιακά στοιχεία και συγκεκριμένα τα στοιχεία εκτός ισολογισμού και του τεκμαρτού ποσού που προκύπτει από τις συνολικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για την κάλυψη του κινδύνου της αγοράς.



**Διάγραμμα 4.8**

#### **Δείκτης Core Tier 1 της Alpha Bank**

Όπως παρατηρείται στο Διάγραμμα 4.8 ο συγκεκριμένος δείκτης έχει αξιοσημείωτα ανοδική πορεία από το 2012 και ύστερα. Η συμφωνία με την Credit Agricole για την απόκτηση της Εμπορικής, ενισχύει την κεφαλαιακή βάση της Alpha

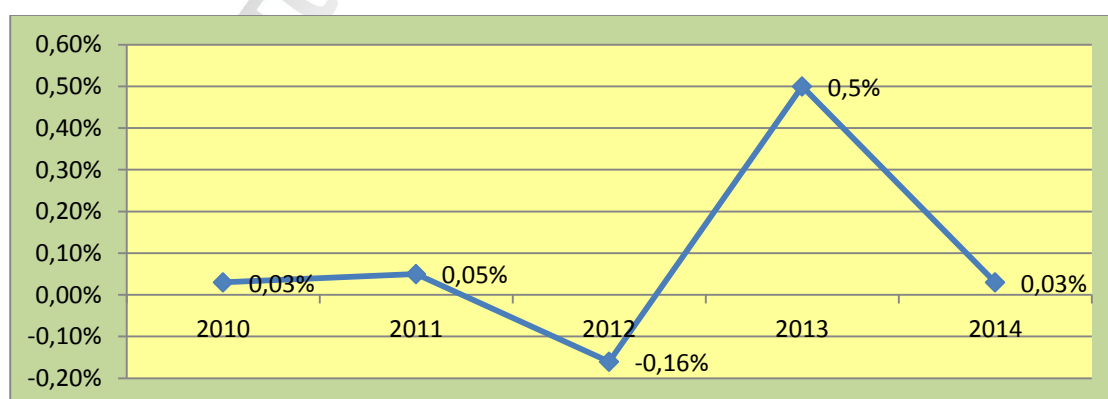
Bank. Ειδικότερα, ο γαλλικός όμιλος ενίσχυσε κεφαλαιακά την Alpha Bank πριν ακόμα την ολοκλήρωση της συγχώνευσης κατά 2,9 δισεκατομμύρια ευρώ. Συνεπώς η εξαγορά της Εμπορικής συνέβαλλε απευθείας κατά 2,6 δισεκατομμύρια ευρώ στην καθαρή αξία ενεργητικού της εξαγοράζουσας, μετά τις προσαρμογές των εύλογων αξιών.

Στη συνέχεια, με την ολοκλήρωση εξαγοράς της Εμπορικής Τραπέζης, ο δείκτης κυρίων βασικών ιδίων κεφαλαίων (Core Tier 1 του Ενιαίου Ομίλου) ανέρχεται σε 13,9% το πρώτο τρίμηνο του 2013, λαμβάνοντας υπόψη ότι τα πρώτα αποτελέσματα της ενοποίησης έγιναν φανερά από το τέλος ακόμη του έτους 2012 που πραγματοποιήθηκε η χρηματοδότηση από την Credit Agricole.

Είναι φανερό ότι η κίνηση στρατηγικού περιεχομένου για την απόκτηση της Εμπορικής Τράπεζας συνέβαλλε καθοριστικά στα αποτελέσματα και κατέστησε μαζί με άλλους παράγοντες την εξαγοράζουσα μία περισσότερο ανταγωνιστική τράπεζα. Άλλοι σημαντικοί παράγοντες ήταν η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών το Μάρτιο 2013 και η επιτυχής αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Alpha Bank τον Μάρτιο 2014.

#### **Ανάλυση αριθμοδείκτη Φερεγγυότητας**

Ο συντελεστής φερεγγυότητας είναι μία από τις μετρήσεις που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί εάν μια τράπεζα μπορεί να παραμείνει βιώσιμη. Μετράει εάν οι ταμειακές ροές της τράπεζας είναι αρκετές για να καλύψουν το σύνολο των υποχρεώσεων της. Σε αντίθετη περίπτωση η τράπεζα καλείται αφερέγγυα και αυτό έχει συνέπεια στην κερδοφορία και τη μετέπειτα συνέχεια της.



**Διάγραμμα 4.9**

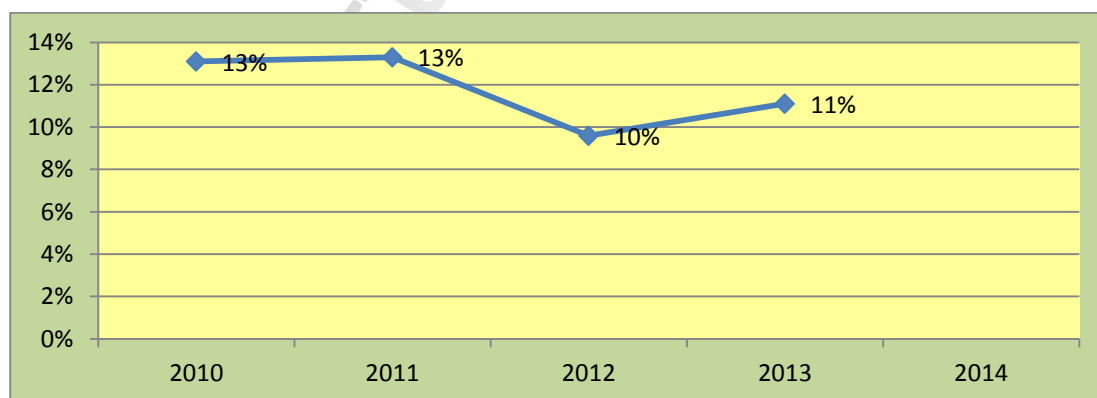
**Δείκτης Φερεγγυότητας της Alpha Bank**



Είναι φανερό από το Διάγραμμα 4.9 ότι μελετώντας την τράπεζα από το 2010 εμφανίζει κέρδη που οριακά καλύπτουν τις υποχρεώσεις της και, έως το 2011 ανταποκρίνεται χωρίς επαρκή κέρδη στο χρέος και τα έξοδα λειτουργίας της. Η τράπεζα το 2012 κλυδωνίζεται εντονότερα από τη χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2008 μέχρι το σημείο όπου έχει αρνητικά κέρδη. Όπως παρατηρείται και στο συγκεκριμένο δείκτη το 2013, η ενοποιημένη πλέον τράπεζα ανέκαμψε λόγω της μεταφοράς κερδών από τη συγχώνευση της με την Εμπορική τράπεζα, αλλά και της αναγκαστικής ανακεφαλαιοποίησης της ώστε να βελτιώσει περισσότερο την επάρκεια κεφαλαίων της και να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του χρέους της. Το 2014 ο δείκτης μειώνεται ως επακόλουθο της αύξησης του δείκτη των ανεξόφλητων δανείων από πελάτες. Αναμένεται όμως βελτίωση λόγω των συνεργειών μέσα στο έτος και την περαιτέρω μείωση του λειτουργικού κόστους λόγω της συγχώνευσης.

#### **Ανάλυση αριθμοδείκτη κεφαλαιακής επάρκειας**

Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας είναι ο λόγος των κεφαλαίων της τράπεζας, προς το σύνολο του ενεργητικού της. Υψηλή τιμή υποδηλώνει αποτελεσματικότητα για την τράπεζα, ενώ ένα χαμηλό ποσοστό τονίζει την ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση. Το επιθυμητό μέγεθος που πρέπει να επιτευχθεί από τις τράπεζες είναι 8% σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας.



**Διάγραμμα 4.10**

#### **Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας της Alpha Bank**

Όπως παρατηρείται από το παραπάνω Διάγραμμα 4.10, η κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας άρχισε να μειώνεται κατακόρυφα από το πρώτο τρίμηνο του 2010 μέχρι

τον Μάρτιο του 2012. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η τράπεζα Alpha Bank συμμετείχε πλήρως στην προσπάθεια εξασφάλισης της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του ελληνικού δημοσίου χρέους το Μάρτιο του 2012, μέσω του Προγράμματος Ανταλλαγής Ομολόγων του Ιδιωτικού Τομέα (PSI). Με την ολοκλήρωση του PSI και της οριστικοποίησης της λογιστικής επίπτωσης του στον ισολογισμό των ελληνικών τραπεζών, η Τράπεζα Της Ελλάδος καθόρισε τις κεφαλαιακές τους ανάγκες αναλογικά με τις ζημίες που υπέστησαν λόγω του PSI και προσμέτρησε σε αυτές τα αποτελέσματα της έκθεσης της Blackrock. Συγκεκριμένα, οι συνολικές κεφαλαιακές ανάγκες για την Alpha Bank ανέρχονταν σε 4,6 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ ποσό ύψους Ευρώ 2,9 δισεκατομμυρίων είχε ήδη καταβληθεί από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) με τη συμμετοχή του στην ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν και την κεφαλαιακή ενίσχυση από την εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας, ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας αυξάνεται σε 13,9% το πρώτο τρίμηνο του 2013 (για το 2014 δεν έχει δημοσιευτεί ακόμα η ακριβής τιμή του δείκτη για αυτό το λόγο δεν συμπεριλαμβάνεται στο Διάγραμμα). Πρέπει να γίνει σαφές ότι η εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας συνέβαλλε πολύ θετικά στο δείκτη και εξαιτίας της αυξημένης κεφαλαιακής επάρκειας που διέθετε ήδη πριν την εξαγορά της η Εμπορική (δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας της Εμπορικής 17,6% έναντι 9,7% για την Alpha στο τέλος του 2012). Επομένως και στην συγκεκριμένη περίπτωση, φαίνεται ότι η στρατηγική αυτή της ενοποίησης λειτούργησε ευνοϊκά για την ενιαία τράπεζα προσ αυξανοντας το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας μετά την ζημία που υπέστη λόγω του PSI.

#### ***Ανάλυση αριθμοδείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων***

Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αποτελούν αντανάκλαση των πολύπλευρων προβλημάτων που παρουσιάζονται στον τραπεζικό τομέα, καθώς επηρεάζουν αρνητικά την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης ως αποτέλεσμα των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις. Επιπρόσθετα ο αυξημένος δείκτης καθυστερούμενων δανείων άνω των 90 ημερών, καταδεικνύει κακή ποιότητα ενεργητικού και επηρεάζει τη γενικότερη εικόνα της τράπεζας. Όπως παρατηρείται στο Διάγραμμα 4.11 ο δείκτης παρουσιάζει ανοδική τάση και μεγάλες αποκλίσεις από το 2010 έως σήμερα.

Η Εμπορική συνεισφέρει στο νέο σχήμα ένα χαρτοφυλάκιο, όπου περίπου 22% των συνολικών χορηγήσεων καλύπτονται με προβλέψεις ύψους 4,8 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η συγχώνευση όμως στη συγκεκριμένη περίπτωση, δεν κατάφερε να βελτιώσει έστω και οριακά το συγκεκριμένο δείκτη, καθώς η επάνοδος του οφείλεται στη γενικότερη επιβαρυσμένη οικονομική κατάσταση της χώρας και της αδυναμίας των οφειλετών να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους απέναντι στην τράπεζα. Επιπρόσθετα, η χρηματοπιστωτική κρίση συνετέλεσε στη μείωση των υπόλοιπων χορηγήσεων και κατά συνέπεια στην περαιτέρω αύξηση των καθυστερήσεων λόγω έλλειψης ρευστότητας στην αγορά. Συγκεκριμένα, το πρώτο τρίμηνο του 2013 όπου συμπεριλήφθηκε και η Εμπορική τράπεζα στον ισολογισμό, ο δείκτης καθυστερήσεων ανήλθε σε 30,1%, αυξημένος κατά 150 πόντους σε σχέση με προηγούμενο τρίμηνο. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να χρεωθεί κατά 70% στην Alpha Bank και μόνο 30% στο χαρτοφυλάκιο της Εμπορικής Τράπεζας καθώς το δεύτερο είναι καλύτερα κατοχυρωμένο. Στη συνέχεια, το πρώτο τρίμηνο του 2014, ο δείκτης καθυστερήσεων επιδεινώθηκε περισσότερο στο 33,3% έναντι 32,7% το προηγούμενο τρίμηνο.



**Διάγραμμα 4.11**

#### **Δείκτης Μη Εξυπηρετούμενων Δανείων της Alpha Bank**

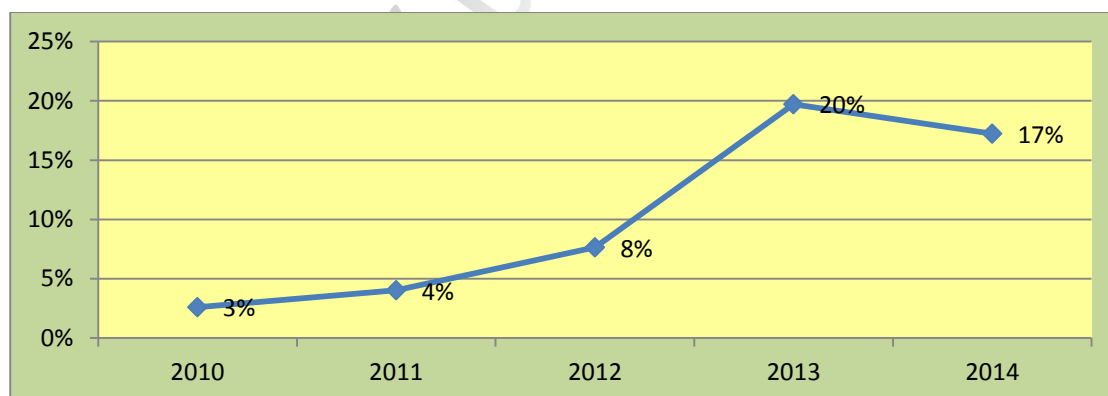
Η ποιότητα του χαρτοφυλακίου σημείωσε σαφέστατα επιδείνωση κατά 228 εκατομμύρια ευρώ, γεγονός όμως που φανερώνει μια επιβραδυντική τάση στην αύξηση των καθυστερήσεων που παρατηρήθηκε κατά τα προηγούμενα τρίμηνα. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης των νέων δανείων σε καθυστέρηση σημειώνει επιβράδυνση και διαμορφώνεται περίπου στα δύο τρίτα του ρυθμού αύξησης των νέων καθυστερήσεων κατά την αντίστοιχη περίοδο το 2012. Στην Ελλάδα, τα δάνεια

σε καθυστέρηση έφθασαν το 34,7% στο τέλος Μαρτίου 2014, αυξημένα κατά 40 μονάδες βάσης, κυρίως λόγω μείωσης των υπολοίπων χορηγήσεων.

#### ***Ανάλυση αριθμοδείκτη προβλέψεων προς σύνολο ενεργητικού***

Οι προβλέψεις είναι ένα στοιχείο του ισολογισμού που αντιπροσωπεύει τα κεφάλαια που δεσμεύονται πριν καταγραφούν ως κέρδη ή ζημίες για την αντιμετώπιση οποιασδήποτε γνωστής ή αναμενόμενης υποχρέωσης στο μέλλον, το κόστος της οποίας δεν μπορεί να προσδιορισθεί επακριβώς. Οι προβλέψεις συναντώνται πιο συχνά στους ισολογισμούς των τραπεζών και θεωρούνται περιουσιακό στοιχείο υψηλού κινδύνου, διότι γίνεται η υπόθεση ότι τα υποκείμενα κεφάλαια θα χρησιμοποιηθούν κάποια στιγμή στο μέλλον.

Στο παρακάτω Διάγραμμα 4.12 παρατηρείται ότι ο δείκτης προβλέψεων προς το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών του δείγματος παρουσιάζει μεγάλη διακύμανση και ανοδική τάση διαχρονικά. Την επιδείνωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου της τράπεζας υποδαυλίζει η αύξηση των δανείων σε καθυστέρηση με συνέπεια την αύξηση των προβλέψεων της τράπεζας για την κάλυψη των επισφαλειών.



**Διάγραμμα 4.12**

#### **Δείκτης Προβλέψεων προς Σύνολο Ενεργητικού της Alpha Bank**

Η Alpha Bank προσέθεσε ένα 27% επιπλέον δανειακό χαρτοφυλάκιο, με την εξαγορά της Εμπορικής τράπεζας. Παράλληλα όμως, αύξησε περισσότερο το σύνολο του ενεργητικού της και αυτό είχε σαν αποτέλεσμα μία μείωση του δείκτη αυτού και την οριακή βελτίωση της ποιότητας χαρτοφυλακίου.

#### 4.4 Εκτίμηση κινδύνου της μετοχής της Alpha Bank

Σκόπιμο είναι, για την εμβάθυνση της μελέτης, πέραν της διερεύνησης που πραγματοποιήθηκε μέσω χρηματοοικονομικών δεικτών να πραγματωθεί και στατιστική ανάλυση ώστε να αποσαφηνιστεί πώς η συγχώνευση με απορρόφηση μεταξύ Εμπορικής Τράπεζας και Alpha Bank επηρέασε την εμπορευσιμότητα της κοινής μετοχής (της ενοποιημένης τράπεζας) από την πλευρά των επενδυτών. Μία συγχώνευση ή εξαγορά οδηγεί πάντοτε σε μεταβολές στην τιμή των μετοχών των εταιριών που συμμετέχουν ανάλογα με την αντίληψη της αγοράς για την επιτυχία της Σ&Ε ή μη. Σκοπός είναι να αποσαφηνιστεί πώς κινείται πλέον η μετοχή της ενοποιημένης πλέον Alpha Bank σε σχέση με το παρελθόν και πόσο κίνδυνο είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν οι επενδυτές για την απόκτηση της με βάση πάντοτε το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον και τις τάσεις της αγοράς. Αυτό είναι δυνατόν να διερευνηθεί με βάση το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων για τη μετοχή της εξαγοράζουσας τράπεζας.

##### *Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων*

Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM), δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία. Το συγκεκριμένο μοντέλο αναπτύχθηκε από τον William Sharpe (1964). Η σημαντικότερη συνέπεια του υποδείγματος είναι ότι συνδέει την αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με ένα μέγεθος κινδύνου του στοιχείου, γνωστού ως συντελεστή βήτα (beta coefficient). Ο συντελεστής αυτός αποτελεί ένα μέτρο της σχετικής μεταβλητότητας της αναμενόμενης απόδοσης μίας μετοχής ως προς το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (market portfolio). Είναι γνωστός και ως συστηματικός κίνδυνος (ή κίνδυνος αγοράς, systematic risk) ο οποίος εμφανίζεται στο σύνολο των μετοχών. Επιπρόσθετα, με το CAPM εισήχθη και η έννοια του ειδικού κινδύνου (μη συστηματικός ή κίνδυνος μεμονωμένου αξιόγραφου, unsystematic risk) όπου θεωρείται ο κίνδυνος που εμφανίζεται σε ένα συγκεκριμένο αξιόγραφο, και αντιστοιχεί στο τμήμα της απόδοσης του αξιόγραφου που είναι ασυσχέτιστο με τις συνολικές κινήσεις της αγοράς.

Σύμφωνα με το CAPM, το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο ταυτίζεται με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποτελείται από όλα τα αξιόγραφα που υπάρχουν στην αγορά, και σε αναλογία αντίστοιχη με την

συνολική αξία κάθε αξιογράφου. Οι ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν ένα ποσοστό των χρημάτων τους στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το υπόλοιπο στο αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου. Σύμφωνα με το συγκεκριμένο μοντέλο αποτίμησης, η αγορά ανταμείβει τους επενδυτές για το συστηματικό ρίσκο που αναλαμβάνουν αλλά όχι για το ειδικό ρίσκο που ενδεχομένως έχουν αναλάβει, γιατί το ειδικό μπορεί να απαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου (diversified portfolio).

Σύμφωνα με την σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία, η τιμή και απόδοση μιας μετοχής αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού σχετικά με το μέλλον μιας εταιρίας. Οποιαδήποτε νέα πληροφόρηση που αφορά είτε τις προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη (π.χ. μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών) ή μερίσματα είτε το επιτόκιο προεξόφλησης των μελλοντικών κερδών επιφέρει μεταβολές και άρα διακύμανση στις τιμές των μετοχών. Μια νέα πληροφορία μπορεί να αλλάζει την αποτίμηση όλων ή μιας ομάδας μετοχών με κοινά χαρακτηριστικά, είτε να αφορά μια μετοχή μόνο.

Παραδείγματα πληροφόρησης που προκαλούν διακύμανση στις τιμές όλων των μετοχών (συστηματικός κίνδυνος) είναι οι αλλαγές στην νομισματική πολιτική (αλλαγές από την κεντρική τράπεζα στα βραχυχρόνια επιτόκια), μεταβολές στη δημοσιονομική πολιτική (η προσδοκία μεγαλύτερων δημοσιονομικών ελλειμμάτων) ή οι μεταβολές της ισοτιμίας του νομίσματος. Τέτοια πληροφόρηση επιδρά συστηματικά, αν και σε διαφορετικό βαθμό, στις τιμές όλων των μετοχών. Κατά συνέπεια ο συστηματικός κίνδυνος δεν μπορεί να ελαχιστοποιηθεί με την κατανομή των επενδύσεων σε διαφορετικούς τίτλους ή κλάδους. Επομένως, το μοντέλο CAPM επιχειρεί να εκτιμήσει την απαιτούμενη απόδοση ενός αξιογράφου βάσει του κινδύνου που δεν εξαλείφεται μέσω της διαφοροποίησης λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση χωρίς κίνδυνο σε μια οικονομία και την αναμενόμενη απόδοση του χρηματιστηρίου.

Η αξία του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών στοιχείων έγκειται στο ότι είναι ένα απλό στη χρήση του, εργαλείο που προσφέρει ισχυρές και διαισθητικές προβλέψεις για τον τρόπο μέτρησης του κινδύνου και τη σχέση του με την αναμενόμενη απόδοση. Οι βασικές υποθέσεις κάτω από τις οποίες ισχύει το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων είναι οι ακόλουθες:

1. Οι επενδυτές επιχειρούν να μεγιστοποιήσουν τη χρησιμότητα τους (ορθολογικοί) και θα επιλέξουν μεταξύ χαρτοφυλακίων, με κριτήρια τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση.
2. Όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται χωρίς περιορισμούς κεφάλαια στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της αγοράς.
3. Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες εκτιμήσεις για τις αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών. Άρα υπάρχει ομοιογένεια στις προσδοκίες τους.
4. Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών, τα χρεόγραφα είναι πλήρως και άμεσα ρευστοποιήσιμα και τα περιουσιακά στοιχεία είναι πλήρως διαιρετά.
5. Δεν υπάρχει φορολογία.
6. Οι τιμές δίνονται εξωγενώς σε όλους και κανείς ατομικά ή σε ομάδες δεν μπορεί να τις επηρεάσει.
7. Οι ποσότητες των περιουσιακών στοιχείων είναι προσδιορισμένες.
8. Ο πληθωρισμός θεωρείται μηδενικός, τα επιτόκια και οι κεφαλαιαγορές βρίσκονται σε ισορροπία.

Βάσει των ανωτέρω προϋποθέσεων προκύπτει ότι η αγορά είναι τέλεια και δεν υπάρχουν εμπόδια στις επενδύσεις. Συνεπώς υπάρχει ένα ελεγχόμενο περιβάλλον με ένα κεντρικό σημείο ισορροπίας από το οποίο μετρώνται οι αποκλίσεις. Σύμφωνα με την προσέγγιση CAPM η αναμενόμενη απόδοση και ο κίνδυνος των αποδόσεων (τυπική απόκλιση) είναι γραμμικοί συνδυασμοί, συνεπώς εντοπίζονται τα σημεία εκείνα στα οποία με δεδομένο τον κίνδυνο μεγιστοποιείται η αναμενόμενη απόδοση ή αντίστροφα με δεδομένη την επιθυμητή απόδοση ελαχιστοποιείται το επίπεδο του κινδύνου. Το σύνολο των πιθανών συνδυασμών κινδύνου και απόδοσης μπορεί να αναπαρασταθεί με μια ευθεία γραμμή που ονομάζεται Γραμμή Κεφαλαιαγοράς CML (Capital Market Line). Τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται πάνω στην γραμμή αυτή ονομάζονται αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια και εναλλακτικοί συνδυασμοί κινδύνου – απόδοσης (όπου συνδυάζεται το χαρτοφυλάκιο της αγοράς με την απόδοση χωρίς κίνδυνο). Όλα τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια βρίσκονται κάτω από τη γραμμή κεφαλαιαγοράς.

Με βάση τις υποθέσεις του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, το χαρτοφυλάκιο της αγοράς  $M$  έχει τη μικρότερη απόκλιση. Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, η σχέση ανάμεσα στην

αναμενόμενη απόδοση ενός αξιόγραφου και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, σε κατάσταση ισορροπίας, δίνεται από τον τύπο :

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it}$$

Όπου,

$R_{it}$  = η τυχαία απόδοση του χρεογράφου  $i$  κατά την περίοδο  $t$ ,

$R_{mt}$  = η τυχαία απόδοση του Γενικού Δείκτη  $m$  κατά την περίοδο  $t$ ,

$a_i$  = το συστατικό της απόδοσης του χρεογράφου  $i$  που δεν συσχετίζεται με τις διακυμάνσεις της απόδοσης του Γενικού Δείκτη  $m$ . Όταν η απόδοση του Γενικού Δείκτη  $m$  είναι ίση με το μηδέν, η απόδοση του χρεογράφου  $i$  είναι ίση με  $a$  που οφείλεται στην ίδια την εταιρεία,

$b_i$  = συντελεστής βήτα του αξιόγραφου  $i$  όπου είναι ίσος με  $\frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2}$ , όπου  $\sigma_{i,m}$  η συνδιακύμανση του χρεογράφου  $i$  με το χαρτοφυλάκιο  $m$  και  $\sigma_m^2$  είναι η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου  $m$ ,

$e_{it}$  = το σφάλμα της απόδοσης του χρεογράφου  $i$  κατά την περίοδο  $t$ .

Το βασικό ερώτημα που συνοδεύει κάθε επιμέρους κρίση των επενδυτών, συσχετίζεται με τη σχέση που έχουν τα χαρακτηριστικά μιας ορισμένης μετοχής (ή γενικότερα ενός κεφαλαίου στοιχείων) με το αντιπροσωπευτικό χαρτοφυλάκιο της αγοράς, και ειδικότερα με τη σχέση επικινδυνότητας που εκδηλώνεται. Όπως είναι γνωστό, ο συστηματικός κίνδυνος δεν μπορεί ποτέ να εξαλειφτεί πλήρως. Ο βαθμός μεταβλητότητας μιας μετοχής εξαρτάται από την τιμή του δείκτη beta. Συγκεκριμένα, μετοχές με  $\beta > 1$  έχουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα (ευαισθησία) από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (που εξ'ορισμού έχει  $\beta = 1$ ) και χαρακτηρίζονται ως "επιθετικές" μετοχές, ενώ μετοχές με βήτα μικρότερο της μονάδας ( $\beta < 1$ ) χαρακτηρίζονται ως "αμυντικές" μετοχές. Οι μετοχές με  $\beta$  ίσο ή πολύ κοντά στο 1 θεωρούνται ουδέτερες. Αν και θεωρητικά θα μπορούσε μία μετοχή να έχει αρνητικό συντελεστή  $\beta$  (μετοχές που κινούνται αντίθετα από την αγορά, counter-cyclical), ο συντελεστής  $\beta$  για την πλειονότητα των μετοχών είναι θετικός. Στη συνέχεια, εκτιμάται ο συντελεστής βήτα της μετοχής της Alpha Bank με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς.



### *Ανάλυση δεδομένων*

Στην παρακάτω μελέτη θα διερευνηθούν τα χαρακτηριστικά μιας ορισμένης μετοχής, της Alpha bank, σε σύγκριση με το αντιπροσωπευτικό χαρτοφυλάκιο της αγοράς, και ειδικότερα τη σχέση επικινδυνότητας που εκδηλώνεται. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για την εμπειρική ανάλυση είναι της μορφής χρονοσειρών και αφορούν τις ιστορικές αποδόσεις των μετοχών της Alpha Bank και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔ) κατά τη χρονική περίοδο πριν και μετά τη συγχώνευση με την Εμπορική Τράπεζα. Η περίοδος δηλαδή που εξετάζεται είναι διαιρεμένη σε δύο χρονικά τμήματα, το πρώτο αναφέρεται στην περίοδο 1/01/2010 έως 24/12/2012 και το δεύτερο στην περίοδο 26/12/2012 έως 4/07/2014, μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Στην πρώτη περίπτωση εξετάζονται 773 παρατηρήσεις ενώ στη δεύτερη 396 παρατηρήσεις. Επιπρόσθετα, τα δεδομένα της δειγματοληψίας θα είναι ημερήσια (Daily Week-5Days), έτσι ώστε να αποδοθεί ρεαλιστικότερα ο κίνδυνος κάθε μετοχής και έχουν ληφθεί από τη βάση δεδομένων της Ναυτεμπορικής. Για την επεξεργασία, ανάλυση και την μοντελοποίηση των δεδομένων χρησιμοποιείται το στατιστικό λογισμικό Econometric Views.

Η ανάλυση και τα συμπεράσματα για τις αποδόσεις και τον κίνδυνο του δείγματος των μετοχών βασίζεται στην ανάπτυξη του υποδείγματος CAPM και στην πεποίθηση ότι ο κίνδυνος αγοράς (market risk) της μετοχής της Alpha Bank μπορεί να υπολογιστεί από την τάση της να συμπεριφέρεται όπως η συνολική αγορά (Γενικός Δείκτης ΧΑΑ). Με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (ordinary least squares, ols) θα εκτιμηθεί η ευθεία παλινδρόμησης της μετοχής. Επιπρόσθετα, ένα σημαντικό στοιχείο που θα εξεταστεί είναι ο βαθμός επικινδυνότητας που παρουσιάζει η μετοχή σε σχέση με το σύνολο της αγοράς δηλαδή το συντελεστή beta. Επιπλέον, κρίνεται απαραίτητο να σημειωθεί πως έγινε η υπόθεση ότι η απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου δηλαδή του Γενικού Δείκτη τιμών είναι μηδέν. Στην περίπτωση αυτή θα εκτιμηθεί το μοντέλο της μορφής:

$$R_{\text{Alpha}} = a + b R_{\text{ftse}} + u$$

Η εξαρτημένη μεταβλητή  $R_{\text{Alpha}}$  εκφράζει την απόδοση των μετοχών της Alpha Bank και η ανεξάρτητη μεταβλητή  $R_{\text{ftse}}$  εκφράζει τις αποδόσεις της αγοράς. Επιπρόσθετα ο δείκτης  $u$  αντικατοπτρίζει τα σφάλματα κάτω από τις κλασικές υποθέσεις του απλού γραμμικού υποδείγματος και εκφράζει τον ειδικό κίνδυνο της

μετοχής. Ο υπολογισμός των ημερήσιων αποδόσεων των τιμών κλεισίματος της μετοχής της Alpha και του ΓΔ έγινε με βάση τον ακόλουθο λογαριθμικό τύπο:

$$R_{Alpha(t)} = \frac{P_{Alpha(t)}}{P_{Alpha(t-1)}}$$

Όπου  $R_{Alpha(t)}$  η απόδοση της τιμής της μετοχής της Alpha Bank την ημέρα t, ενώ  $P_{Alpha(t)}$  και  $P_{Alpha(t-1)}$  οι τιμές κλεισίματος της ίδιας μετοχής κατά τις ημέρες t και t-1 αντίστοιχα. Ύστερα από την εκτέλεση της παλινδρόμησης το μοντέλο παίρνει τη μορφή της εξίσωσης (1) για την περίοδο προ της συγχώνευσης. Τα αποτελέσματα αντικατοπτρίζονται στον Πίνακα 4.1.

$$\overbrace{R_{Alpha}} = -0.001007 + 1.36R_{ftse} \quad (1)$$

Η παράμετρος  $\alpha = -0.001007$  δείχνει τον ποσοστιαίο βαθμό υποτίμησης της μετοχής σε σχέση με το δείκτη της αγοράς. Δηλαδή σε μηδενική μεταβολή της αγοράς η απόδοση της μετοχής της Alpha Bank πρόκειται να πέσει κατά 0.001007. Βέβαια στη συγκεκριμένη περίπτωση η τιμή αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική διότι  $\text{prob} = 0.558 > 0.05$  επομένως δεν μπορεί να ληφθεί σοβαρά υπόψιν.

Παρατηρείται στον Πίνακα 4.1 ότι η πορεία των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη για την περίοδο 1/1/2010-24/12/2012 επηρεάζει θετικά τις αποδόσεις της μετοχής της Alpha Bank. Συγκεκριμένα, σε αύξηση ή μείωση του ΓΔ κατά 1% η μετοχή θα αυξηθεί ή θα μειωθεί αντίστοιχα 1,36%. Η τιμή της στατιστικής t είναι κατά απόλυτη τιμή μεγαλύτερη του 1,96 σε επίπεδο σημαντικότητας  $\text{prob} < 0.05$ , συνεπώς ο συντελεστής  $\beta = 1.36$  είναι στατιστικά σημαντικός και συνεπώς ο παράγοντας  $R_{FTSE}$  επηρεάζει σημαντικά την απόδοση της μετοχής της Alpha bank. Ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2 = 0,30$  σημαίνει ότι το 30% της συνολικής μεταβλητότητας της απόδοσης της τράπεζας ερμηνεύεται από την ευθεία παλινδρόμησης η οποία δεν προσαρμόζεται καλά στα δεδομένα. Επιπρόσθετα η στατιστική Durbin-Watson ισούται με 2,17 που σημαίνει ότι το μοντέλο δεν πάσχει από αυτοσυσχέτιση.

### Πίνακας 4.1

#### Αποτελέσματα της παλινδρόμησης για τη μετοχή της Alpha Bank

##### πριν τη συγχώνευση

Dependent Variable: RETURNA				
Method: Least Squares				
Date: 07/06/14 Time: 13:11				
Sample (adjusted): 1/1/2010 - 24/12/2012				
Included observations: 773 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001007	0.001719	-0.586053	0.5580
RETURNFTSE	1.363052	0.073621	18.51448	0.0000
R-squared	0.307766	Mean dependent var		-0.002413
Adjusted R-squared	0.306869	S.D. dependent var		0.057340
S.E. of regression	0.047738	Akaike info criterion		-3.243599
Sum squared resid	1.757036	Schwarz criterion		-3.231568
Log likelihood	1255.651	F-statistic		342.7860
Durbin-Watson stat	2.178320	Prob(F-statistic)		0.000000

Στη συνέχεια, στον Πίνακα 4.2 παρουσιάζονται στοιχεία της παλινδρόμησης μετά τη συγχώνευση των δύο τραπεζών και περιλαμβάνει την περίοδο από 26/12/2012 έως 4/7/2014. Η εξίσωση της παλινδρόμησης για την ενοποιημένη τράπεζα παίρνει τη μορφή:

$$\widehat{R}_{\text{Alpha}} = -0.000676 + 1.105543R_{\text{ftse}} \quad (2)$$

Είναι εμφανές ότι η τιμή  $\alpha = -0.000676$  είναι μη στατιστικά σημαντική ( $\text{prob} = 0.65 > 0.05$ ) επομένως σε μία στασιμότητα της τιμής του Γενικού Δείκτη η μετοχή της Alpha Bank δεν είναι απαραίτητο ότι θα επηρεαστεί αρνητικά. Από το συγκεκριμένο μοντέλο μετά τη συγχώνευση παρατηρείται ότι η πορεία των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη επηρεάζει και σε αυτή την περίπτωση θετικά τις αποδόσεις της μετοχής της Alpha Bank. Επίσης η τιμή της στατιστικής t (t-Statistic = 15,33) για τον συστηματικό κίνδυνο είναι ο κατά απόλυτη τιμή μεγαλύτερη του 1,96, συνεπώς σε επίπεδο σημαντικότητας  $\text{prob} < 0.05$  ο συντελεστής b είναι στατιστικά

σημαντικός και ο παράγοντας της απόδοσης του Γενικού Δείκτη επηρεάζει σημαντικά την απόδοση της μετοχής.

Στη συνέχεια όπως παρατηρείται από το συντελεστή προσδιορισμού  $R^2$  η συνολική μεταβλητότητα της μετοχής ερμηνεύεται κατά 37% από την ευθεία της παλινδρόμησης η οποία δεν προσαρμόζεται αρκετά καλά στα δεδομένα. Η στατιστική Durbin-Watson όμως που ισούται με 0.264698 είναι κοντά στην τιμή 2 και δεν τίθεται θέμα ύπαρξης αυτοσυσχέτισης στο μοντέλο.

#### Πίνακας 4.2

##### Αποτελέσματα της παλινδρόμησης για τη μετοχή της Alpha Bank μετά τη συγχώνευση

Dependent Variable: RETURNA				
Method: Least Squares				
Date: 07/06/14 Time: 13:26				
Sample (adjusted): 26/12/2012 – 4/7/2014				
Included observations: 396 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000676	0.001502	-0.450302	0.6527
RETURNFTSE	1.105543	0.072097	15.33401	0.0000
R-squared	0.373740	Mean dependent var	-0.002396	
Adjusted R-squared	0.372151	S.D. dependent var	0.037621	
S.E. of regression	0.029810	Akaike info criterion	-4.182914	
Sum squared resid	0.350120	Schwarz criterion	-4.162806	
Log likelihood	830.2170	F-statistic	235.1320	
Durbin-Watson stat	2.439255	Prob(F-statistic)	0.000000	

Και στις δύο περιπτώσεις (πριν και μετά τη συγχώνευση) η μετοχή της Alpha Bank χαρακτηρίζεται ως επιθετική λειτουργώντας αποδοτικά σε μία περίοδο ανόδου της αγοράς αλλά επιτείνοντας τη ζημιά σε περίοδο μείωσης των τιμών. Όπως παρατηρείται όμως, μετά τη συγχώνευση ο συντελεστής βήτα μειώνεται από 1,36 σε 1,10 και συνεπώς ο μετοχή γίνεται λιγότερο επιθετική.

Τα αποτελέσματα των συνεργειών της συγχώνευσης με απορρόφηση της Εμπορικής Τράπεζας από την Alpha Bank, ήταν πολύ ουσιώδη (όπως παρατηρήθηκε και από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες) και κατάφεραν σε αρκετές περιπτώσεις να μειώσουν τις ζημίες που υπέστη η τράπεζα λόγω των δυσμενών οικονομικών συνθηκών, εντούτοις όμως η τράπεζα το 2014 εμφάνισε αρνητικά αποτελέσματα. Όπως γίνεται σαφές, τα εισοδήματα της τράπεζας επηρεάστηκαν αρνητικά από τη δυσμενή διακύμανση της κατάστασης της οικονομίας που προκάλεσε αυξημένες επισφάλειες από πλευράς των πελατών της (αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων το 2013 όσο και το 2014). Για αυτό το λόγο η τράπεζα παρουσίασε ζημίες και συνεπώς επήλθε η μείωση στο συντελεστή βήτα σε σχέση με το δείκτη της αγοράς. Όπως είναι λογικό το επενδυτικό κοινό είναι ακόμα συντηρητικό ως προς τις προβλέψεις του για την πορεία της πρόσφατης συγχώνευσης επηρεαζόμενο από την αστάθεια της οικονομίας, άλλωστε οι συνέργειες αναμένεται να βελτιωθούν ακόμα περισσότερο με βάσει τις προβλέψεις στις λογιστικές καταστάσεις των δύο τραπεζών.

Επιπρόσθετα, ένας δεύτερος παράγοντας που θα μπορούσε να επισημανθεί ότι επηρεάζει το συντελεστή βήτα είναι η αναλογία των σταθερών δαπανών ως προς τις μεταβλητές. Όταν μια εταιρεία έχει υψηλά σταθερά έξοδα δεν προσαρμόζεται εύκολα στις διακυμάνσεις της οικονομίας και συνεπώς η μετοχή της ενέχει μεγαλύτερη διακύμανση σε σχέση με μια άλλη που έχει μικρότερη αναλογία σταθερών εξόδων. Επομένως ένας ακόμη παράγοντας που οδήγησε μετά τη συγχώνευση σε μείωση του συντελεστή βήτα είναι και η σημαντική μείωση των σταθερών εξόδων που επήλθαν ύστερα από την ενοποίηση. Συγκεκριμένα, η μείωση των σταθερών εξόδων κατά 6,6% λόγω της μείωσης του προσωπικού, του συνολικού αριθμού των καταστημάτων, τις δαπάνες του δικτύου καταστημάτων και μηχανογραφήσεως, τις δαπάνες marketing και άλλων κατηγοριών σταθερών δαπανών προς τρίτους για τις δύο τράπεζες, επηρέασε πτωτικά όπως είναι λογικό και το συντελεστή βήτα διότι βελτίωσε την ικανότητα της επιχείρησης να προσαρμόζεται πιο εύκολα στις τάσεις της αγοράς.

Στη συνέχεια, όπως προαναφέρθηκε το μέγεθος του συστηματικού κινδύνου επηρεάζεται και από επιπρόσθετους μακροοικονομικούς, κοινωνικούς, πολιτικούς διεθνείς και άλλους παράγοντες. Είναι φανερό ότι η κατάσταση της οικονομίας της χώρας είναι αρκετά ρευστή αν συνυπολογιστεί ότι η πολιτική και η οικονομική σταθερότητα είναι σε έλλειψη. Σε συνάρτηση επομένως με την αστάθεια ένας ορθολογικός επενδυτής τείνει να είναι περισσότερο συντηρητικός με τις επιλογές του

για να μειώσει τον κίνδυνο, συνεπώς η μείωση του δείκτη beta μετά τη συγχώνευση δεν είναι απόλυτα αρνητικό στοιχείο για τη μετοχή αλλά αντίθετα πιθανόν να συνεισφέρει στην εμπορευσιμότητα της. Από την άλλη πλευρά, δεν είναι παραβλέψιμο το γεγονός ότι η μετοχή συνεχίζει να έχει βήτα μεγαλύτερο της μονάδας όπως παρατηρείται γενικότερα στις μετοχές του τραπεζικού τομέα την ίδια περίοδο. Είναι αποδεκτό ότι σε μία αγορά που ελλοχεύει κατά καιρούς σοβαρές εκπλήξεις εταιρικών ειδήσεων, οι επενδυτές να απαιτούν μία υψηλότερη απόδοση, προκειμένου να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους στις μετοχές αυτής της αγοράς.

#### **4.5 Ανακεφαλαίωση**

Από την παραπάνω μελέτη κατέστη σαφές ότι σκοπός των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι επίτευξη οφέλους για τις συμμετέχουσες πλευρές, με τη δημιουργία ενός ισχυρότερου οργανισμού. Οι τράπεζες που χρησιμοποιήθηκαν για την πραγματοποίηση της μελέτης ήταν η Εμπορική Τράπεζα και η Alpha Bank, δύο εμπορικοί όμιλοι με ισχυρή παρουσία στην εγχώρια και τη διεθνή τραπεζική αγορά. Στόχος ήταν η αποκάλυψη τυχόν συνεργειών ή ζημιών που προκλήθηκαν από τη συγχώνευση με απορρόφηση της πρώτης από τη δεύτερη.

Όπως παρατηρήθηκε, με την χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών για μια σειρά ετών, στην πληθώρα των περιπτώσεων η συγχώνευση βελτίωσε τους δείκτες και κατά συνέπεια τα αποτελέσματα των τραπεζών. Συγκεκριμένα, όσον αφορά την συνολική αποδοτικότητα, οι δείκτες αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων και ενεργητικού σημείωσαν βελτίωση με την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, καθώς η Εμπορική συνείσφερε στα κέρδη με τη χρηματοδότηση ενός μεγάλου ποσού πριν ακόμα από την ολοκλήρωση τη συμφωνίας. Επιπρόσθετα, είναι φανερό η βελτίωση της αποτελεσματικότητας στην ενοποιημένη τράπεζα, καθώς είναι αξιοσημείωτη η μείωση των λειτουργικών εξόδων τα οποία βέβαια αναμένεται να παρουσιάσουν περαιτέρω πτώση. Την ίδια εικόνα παρουσιάζουν οι δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους και καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου οι οποίοι βελτιώνονται στο έτος της συγχώνευσης, λόγω της ενοποιημένης βάσης τιμολόγησης με την Εμπορική και την επερχόμενη αύξηση των εσόδων από τόκους.

Όσον αφορά τη ρευστότητα της Alpha Bank, εμφάνισε θετικά αποτελέσματα και βελτιώθηκε ο δείκτης χορηγήσεων προς καταθέσεις, ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής

επάρκειας και κύριων βασικών ιδίων κεφαλαίων είχαν εξίσου σημαντική πρόοδο λόγω της συνεισφοράς της Εμπορικής Τράπεζας στο συνολικό ενεργητικό, τη χρηματοδότηση από την Credit Agricole και την κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών. Στη συνέχεια, η ποιότητα ενεργητικού εμφάνισε δυσμενέστερα αποτελέσματα, καθώς επιδεινώθηκαν οι δείκτες μη εξυπηρετούμενων δανείων και προβλέψεων προς το σύνολο του ενεργητικού, αυτό βέβαια μπορεί να αποδοθεί κυρίως στην χρηματοπιστωτική κρίση και τη μείωση των χορηγήσεων και όχι στη συνένωση. Συνοπτικά, πρέπει να τονιστεί ότι οι περισσότεροι δείκτες εμφάνισαν βελτίωση το έτος της συγχώνευσης, εξαιτίας βέβαια και της ανακεφαλαιοποίησης, στη συνέχεια όμως τα αποτελέσματα έτειναν προς χειροτέρευση. Αυτό φανερώνει τη βαθιά οικονομική κρίση που ταλανίζει τη χώρα και όχι ζημίες λόγω της συγχώνευσης. Η συγχώνευση επηρέασε θετικά τα αποτελέσματα, αλλά κατέστη αδύνατο να καταπολεμηθούν οι συνέπειες της κρίσης.

Στη συνέχεια, η μελέτη που πραγματοποιήθηκε σχετικά με την επικινδυνότητα της μετοχής της Alpha Bank μετά τη συγχώνευση έδειξε ότι η μετοχή παρέμεινε επιθετική αλλά μειώθηκε ο συστηματικός της κίνδυνος. Αυτό αποδόθηκε αρχικά στη μεγάλη συσχέτιση των εισοδημάτων της τράπεζας με τις διακυμάνσεις της οικονομίας και κατά συνέπεια στη μείωση του συντελεστή λόγω της εγχώριας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Επιπρόσθετα η μείωση του συστηματικού κινδύνου αποδόθηκε και στη μείωση των σταθερών συνολικών εξόδων της ενοποιημένης τράπεζας εξαιτίας της συγχώνευσης. Τέλος η μείωση του συστηματικού κινδύνου μπορεί να αποτελέσει θετικό στοιχείο καθώς οι επενδυτές λόγω της αστάθειας της οικονομίας τείνουν να είναι περισσότερο συντηρητικοί και να προτιμούν μετοχές με μικρότερο κίνδυνο, επομένως είναι πιθανό να αυξηθεί η εμπορευσιμότητα της μετοχής.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α**  
**ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΗΣ ALPHA BANK**  
**Α.Ε. ΚΑΙ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΑΠΟ 1<sup>η</sup>**  
**ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2010 ΕΩΣ 31<sup>η</sup> ΜΑΡΤΙΟΥ 2010**

**ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ**

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπέζης	
	31.3.2010	31.12.2009	31.3.2010	31.12.2009
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
Ταμείο και διαθέσιμα σε Κεντρικές Τράπεζες	2.085.918	2.514.664	905.630	1.425.965
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	3.369.323	6.408.155	10.671.946	13.461.442
Αξόγραφα εμπορικού χαρτοφυλακίου	170.792	70.600	166.662	66.946
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	416.728	347.178	428.882	373.600
Δάνεια και απαιτήσεις κατά πελατών	51.552.106	51.399.939	41.542.113	41.810.755
Αξόγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου				
- Διαθέσιμα προς πώληση	2.613.650	1.418.162	4.536.236	2.399.720
- Διακρατούμενα μέχρι τη λήξη	5.748.025	4.868.493	5.747.368	4.868.493
Επενδύσεις σε εταιρίες θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες			1.863.515	1.794.719
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρίες	49.332	50.715		
Επενδύσεις σε ακίνητα	72.433	72.668	48.170	48.325
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια	1.251.795	1.258.451	634.644	639.222
Υπεραξία και λοιπά άυλα πάγια	174.372	178.109	75.171	75.951
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	356.122	293.289	388.809	313.798
Λοιπά στοιχεία Ενεργητικού	589.697	599.984	487.831	494.527
	<u>68.450.293</u>	<u>69.480.407</u>	<u>67.496.977</u>	<u>67.773.463</u>
Στοιχεία Ενεργητικού προς πώληση	147.506	115.640	78.498	75.113
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b><u>68.597.799</u></b>	<b><u>69.596.047</u></b>	<b><u>67.575.475</u></b>	<b><u>67.848.576</u></b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	14.156.680	13.235.439	16.478.040	15.291.428
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	804.556	603.932	813.719	628.886
Υποχρεώσεις προς πελάτες			33.625.081	35.258.048
(συμπεριλαμβανομένων ομολογιών εκδόσεώς μας)	41.457.382	42.915.694		
Ομολογίες εκδόσεώς μας διατεθείσες σε θεσμικούς επενδυτές και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις	4.455.699	5.148.875	10.506.303	10.405.582
Υποχρεώσεις για τρέχοντα φόρο εισοδήματος και λοιπούς φόρους	118.209	108.487	93.976	88.549
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	245.013	202.492	219.430	187.970
Υποχρεώσεις καθορισμένων παροχών στους εργαζόμενους	49.470	47.850		
Λοιπές υποχρεώσεις	1.343.072	1.304.862	1.218.242	1.208.773
Προβλέψεις	56.095	55.057	3.883	3.768
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>	<b><u>62.686.176</u></b>	<b><u>63.622.688</u></b>	<b><u>62.958.674</u></b>	<b><u>63.073.004</u></b>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	3.451.067	3.451.067	3.451.067	3.451.067
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	406.867	406.867	406.867	406.867
Αποθεματικά	210.365	239.253	90.388	202.391
Αποτελέσματα εις νέον	1.243.593	1.274.961	668.479	715.247
Καθαρή θέση Μετόχων της Τραπέζης	5.311.892	5.372.148	4.616.801	4.775.572
Δικαιώματα τρίτων	17.461	17.424		

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπέζης	
	Από 1 Ιανουαρίου έως		Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2010	31.3.2009	31.3.2010	31.3.2009
Τόκοι και εξομοιούμενα έσοδα	857.556	1.047.327	705.875	921.922
Τόκοι και εξομοιούμενα έξοδα	(401.785)	(644.725)	(372.090)	(632.157)
Καθαρό έσοδο από τόκους	455.771	402.602	333.785	289.765
Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	93.463	102.585	67.202	79.371
Προμήθειες έξοδα	(10.441)	(9.811)	(7.923)	(8.427)
Καθαρό έσοδο από αμοιβές και προμήθειες	83.022	92.774	59.279	70.944
Έσοδα από μερίσματα	312	731	6	7
Αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων	828	29.810	(2.373)	(3.031)
Λοιπά έσοδα	14.110	15.440	3.097	3.051
	15.250	45.981	730	27
<b>Σύνολο εσόδων</b>	<b>554.043</b>	<b>541.357</b>	<b>393.794</b>	<b>360.736</b>
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	(143.265)	(138.925)	(105.579)	(101.482)
Γενικά διοικητικά έξοδα	(121.498)	(116.252)	(96.118)	(85.772)
Αποσβέσεις	(22.453)	(22.772)	(13.493)	(14.314)
Λοιπά έξοδα	317	(872)	(129)	(766)
<b>Σύνολο εξόδων</b>	<b>(286.899)</b>	<b>(278.821)</b>	<b>(215.319)</b>	<b>(202.334)</b>
Ζημίες απομειώσεως και προβλέψεις για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου	(199.970)	(157.262)	(164.534)	(131.144)
Αναλογία κερδών / (ζημιών) από συγγενείς εταιρίες	(1.384)	(1)		
	(201.354)	(157.263)	(164.534)	(131.144)
<b>Κέρδη πριν το φόρο εισοδήματος</b>	<b>65.790</b>	<b>105.273</b>	<b>13.941</b>	<b>27.258</b>
Φόρος εισοδήματος	(14.238)	(20.002)	(4.742)	(3.989)
<b>Καθαρά κέρδη, μετά το φόρο εισοδήματος</b>	<b>51.552</b>	<b>85.271</b>	<b>9.199</b>	<b>23.269</b>
Έκτακτη εισφορά (Ν.3845/2010)	(61.879)		(55.512)	
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημίες), μετά το φόρο εισοδήματος και την έκτακτη εισφορά</b>	<b>(10.327)</b>	<b>85.271</b>	<b>(46.313)</b>	<b>23.269</b>
<b>Λοιπά αποτελέσματα που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση:</b>				
Μεταβολή του αποθεματικού των διαθέσιμων προς πώληση αξιολογώσεων	(27.397)	(11.967)	(117.739)	9.716
Μεταβολή του αποθεματικού αντισταθμίσεως ταμειακών ροών	(29.197)		(29.197)	
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής οικονομικών καταστάσεων θυγατρικών εξωτερικού	11.955	(8.089)	(31)	(34)
Φόρος εισοδήματος	16.003	101	35.116	(3.715)
<b>Σύνολο αποτελεσμάτων που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση, μετά το φόρο εισοδήματος</b>	<b>(28.636)</b>	<b>(19.955)</b>	<b>(111.851)</b>	<b>5.967</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος</b>	<b>(38.963)</b>	<b>65.316</b>	<b>(158.164)</b>	<b>29.236</b>
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημίες) που αναλογούν σε:</b>				
<b>Μετόχους της Τραπέζης</b>	<b>(10.441)</b>	<b>85.738</b>	<b>(46.313)</b>	<b>23.269</b>
Τρίτους	114	(467)		
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου που αναλογεί σε:</b>				
<b>Μετόχους της Τραπέζης</b>	<b>(39.286)</b>	<b>65.516</b>	<b>(158.164)</b>	<b>29.236</b>
Τρίτους	323	(200)		
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημίες) ανά μετοχή:</b>				
Βασικά (€ ανά μετοχή)	(0,0635)	0,1926	(0,1307)	0,0523

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπέζης	
	Από 1 Ιανουαρίου έως		Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2010	31.3.2009	31.3.2010	31.3.2009
Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	(1.452.303)	2.325.350	(342.876)	(1.366.025)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	(2.094.435)	(3.711.346)	(3.212.815)	(27.569)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	(28.319)	268.092	(36.133)	238.219
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)</b>	<b>(3.575.057)</b>	<b>(1.117.904)</b>	<b>(3.591.824)</b>	<b>(1.155.375)</b>
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	11.735	(8.089)	618	936
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) περιόδου</b>	<b>(3.563.322)</b>	<b>(1.125.993)</b>	<b>(3.591.206)</b>	<b>(1.154.439)</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ενάρξεως περιόδου</b>	<b>6.187.182</b>	<b>3.013.636</b>	<b>8.424.719</b>	<b>4.539.124</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξεως περιόδου</b>	<b>2.623.860</b>	<b>1.887.643</b>	<b>4.833.513</b>	<b>3.384.685</b>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπέζης	
	Από 1 Ιανουαρίου έως		Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2010	31.3.2009	31.3.2010	31.3.2009
Καθαρή θέση ενάρξεως περιόδου (1.1.2010 και 1.1.2009 αντίστοιχα)	5.973.359	3.940.697	4.775.572	2.369.349
Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος	(38.963)	65.316	(158.164)	29.236
Εξοδα αυξήσεως μετοχικού κεφαλαίου (μετά από φόρους)	(607)		(607)	
Μεταβολή ποσοτών συμμετοχής σε θυγατρικές εταιρίες	(307)	(831)		
Διανεμηθέντα μερίσματα		(381)		
Πληρωμή μερισμάτων στους κατόχους υβριδικών τίτλων	(21.339)	(38.445)		
Αγορές / πωλήσεις ιδίων μετοχών και υβριδικών τίτλων	(923)	(74.347)		(2.665)
Λοιπά	403	(8.310)		
<b>Καθαρή θέση λήξεως περιόδου (31.3.2010 και 31.3.2009 αντίστοιχα)</b>	<b>5.911.623</b>	<b>3.883.699</b>	<b>4.616.801</b>	<b>2.395.920</b>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΗΣ ALPHA BANK Α.Ε. ΚΑΙ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΑΠΟ 1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2011 ΕΩΣ 31η ΜΑΡΤΙΟΥ 2011

#### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπεζής	
	31.3.2011	31.12.2010	31.3.2011	31.12.2010
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
Ταμείο και διαθέσιμα σε Κεντρικές Τράπεζες	3.564.988	4.124.283	2.530.937	2.805.166
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	1.850.376	2.397.664	7.426.308	8.824.257
Αξίογραφα εμπορικού χαρτοφυλακίου	57.058	41.268	55.247	35.796
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	409.383	441.082	411.936	442.013
Δάνεια και απαιτήσεις κατά πελατών	48.354.925	49.304.745	39.194.027	39.919.035
Αξίογραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου				
- Διαθέσιμα προς πώληση	1.776.770	2.375.964	1.295.937	2.808.560
- Διακρατούμενα μέχρι τη λήξη	5.141.909	5.282.498	5.038.244	5.181.136
Επενδύσεις σε εταιρίες θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες			1.855.699	1.853.042
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρίες	50.080	49.617		
Επενδύσεις σε ακίνητα	71.541	71.729	47.551	47.706
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια	1.233.927	1.240.658	625.014	631.262
Υπεραξία και λοιπά άυλα πάγια	191.568	193.191	97.505	98.520
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	387.287	427.554	398.547	455.552
Λοιπά στοιχεία Ενεργητικού	686.993	666.984	589.904	582.163
	<u>63.776.805</u>	<u>66.617.237</u>	<u>59.566.856</u>	<u>63.684.208</u>
Στοιχεία Ενεργητικού προς πώληση	<u>180.319</u>	<u>181.078</u>	<u>86.545</u>	<u>86.687</u>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b><u>63.957.124</u></b>	<b><u>66.798.315</u></b>	<b><u>59.653.401</u></b>	<b><u>63.770.895</u></b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	14.903.706	16.461.381	16.272.292	18.729.995
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	996.981	1.105.433	999.828	1.106.591
Υποχρεώσεις προς πελάτες			31.053.078	31.233.710
(συμπεριλαμβανομένων ομολογιών εκδόσεώς μας)	37.600.003	38.292.501		
Ομολογίες εκδόσεώς μας διατεθείσες σε θεσμικούς επενδυτές και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις	3.161.569	3.561.188	5.582.479	6.980.873
Υποχρεώσεις για τρέχοντα φόρο εισοδήματος και λοιπούς φόρους	71.145	136.520	53.536	113.295
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	247.861	263.510	234.819	234.819
Υποχρεώσεις καθορισμένων παροχών στους εργαζόμενους	53.023	52.592		
Λοιπές υποχρεώσεις	996.371	1.058.511	880.626	931.867
Προβλήψεις	83.824	82.745	8.858	9.247
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>	<b><u>58.114.483</u></b>	<b><u>61.014.381</u></b>	<b><u>55.085.516</u></b>	<b><u>59.340.397</u></b>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	3.451.067	3.451.067	3.451.067	3.451.067
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	406.867	406.867	406.867	406.867
Αποθεματικά	178.942	104.441	118.267	(6.542)
Αποτελέσματα εις νέον	1.234.094	1.248.496	591.684	579.106
Καθαρή θέση Μετόχων της Τραπεζής	5.270.970	5.210.871	4.567.885	4.430.498
Δικαιώματα τρίτων	13.280	13.413		
Υβριδικά κεφάλαια	558.391	559.650		
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσεως (β)</b>	<b><u>5.842.641</u></b>	<b><u>5.783.934</u></b>	<b><u>4.567.885</u></b>	<b><u>4.430.498</u></b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων και Καθαρής Θέσεως (α) + (β)</b>	<b><u>63.957.124</u></b>	<b><u>66.798.315</u></b>	<b><u>59.653.401</u></b>	<b><u>63.770.895</u></b>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπεζής	
	Από 1 Ιανουαρίου έως		Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2011	31.3.2010	31.3.2011	31.3.2010
Τόκοι και εξομοιαζόμενα έσοδα	879.970	857.556	740.698	705.875
Τόκοι και εξομοιαζόμενα έξοδα	(450.567)	(401.785)	(418.336)	(372.090)
Καθαρά έσοδα από τόκους	429.403	455.771	322.362	333.785
Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	85.181	93.463	63.232	67.202
Προμήθειες έξοδα	(15.277)	(10.441)	(12.673)	(7.923)
Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	69.904	83.022	50.559	59.279
Έσοδα από μερίσματα	2.456	312	3	6
Αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων	35.879	828	56.473	(2.373)
Λοιπά έσοδα	14.001	14.110	3.389	3.097
	52.336	15.250	59.865	730
<b>Σύνολο εσόδων</b>	<b>551.643</b>	<b>554.043</b>	<b>432.786</b>	<b>393.794</b>
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	(133.524)	(143.265)	(97.679)	(105.579)
Γενικά διοικητικά έξοδα	(116.206)	(121.498)	(91.062)	(96.118)
Αποσβέσεις	(23.475)	(22.453)	(14.937)	(13.493)
Λοιπά έξοδα	(682)	317	(149)	(129)
<b>Σύνολο εξόδων</b>	<b>(273.887)</b>	<b>(286.899)</b>	<b>(203.827)</b>	<b>(215.319)</b>
Ζημίες απομειώσεις και προβλέψεις για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου	(260.287)	(199.970)	(205.727)	(164.534)
Αναλογία κερδών/(ζημιών) από συγγενείς εταιρίες	398	(1.384)		
	(259.889)	(201.354)	(205.727)	(164.534)
<b>Κέρδη πριν το φόρο εισοδήματος</b>	<b>17.867</b>	<b>65.790</b>	<b>23.232</b>	<b>13.941</b>
Φόρος εισοδήματος	(7.330)	(14.238)	(10.654)	(4.742)
	10.537	51.552	12.578	9.199
Εκτακτη εισφορά (Ν.3845/2010)		(61.879)		(55.512)
<b>Καθαρά κέρδη/ (ζημίες), μετά το φόρο εισοδήματος και την έκτακτη εισφορά (α)</b>	<b>10.537</b>	<b>(10.327)</b>	<b>12.578</b>	<b>(46.313)</b>
<b>Καθαρά κέρδη/ (ζημίες) που αναλογούν σε:</b>				
Μετόχους της Τραπεζής	10.475	(10.441)	12.578	(46.313)
Τρίτους	62	114		
<b>Λοιπά αποτελέσματα, που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση :</b>				
Μεταβολή του αποθεματικού των διαθέσιμων προς πώληση αξιογράφων	93.923	(27.397)	172.989	(117.739)
Μεταβολή του αποθεματικού αντισταθμίσεως ταμειακών ροών	2.344	(29.197)	2.344	(29.197)
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής οικονομικών καταστάσεων και αντισταθμίσεως μονάδων εξωτερικού	5.185	12.276		(31)
Φόρος εισοδήματος	(27.073)	15.682	(50.524)	35.116
<b>Σύνολο αποτελεσμάτων που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση, μετά το φόρο εισοδήματος (β)</b>	<b>74.379</b>	<b>(28.636)</b>	<b>124.809</b>	<b>(111.851)</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος (α) + (β)</b>	<b>84.916</b>	<b>(38.963)</b>	<b>137.387</b>	<b>(158.164)</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου που αναλογεί σε:</b>				
Μετόχους της Τραπεζής	84.830	(39.286)	137.387	(158.164)
Τρίτους	86	323		
<b>Καθαρά κέρδη/ (ζημίες) ανά μετοχή:</b>				
Βασικά και Προσαρμοσμένα (€ ανά μετοχή )	(0,0151)	(0,0635)	(0,0112)	(0,1307)

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2011	31.3.2010	31.3.2011	31.3.2010
Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	(1.286.462)	(1.452.303)	(585.365)	(342.876)
Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	770.103	(2.094.435)	1.764.452	(3.212.815)
Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	(185.900)	(28.319)	(209.398)	(36.133)
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)</b>	<b>(702.259)</b>	<b>(3.575.057)</b>	<b>969.689</b>	<b>(3.591.824)</b>
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	29.051	11.735	9	618
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) περιόδου</b>	<b>(673.208)</b>	<b>(3.563.322)</b>	<b>969.698</b>	<b>(3.591.206)</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ενάρξεως περιόδου</b>	<b>3.151.288</b>	<b>6.187.182</b>	<b>4.645.869</b>	<b>8.424.719</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξεως περιόδου</b>	<b>2.478.080</b>	<b>2.623.860</b>	<b>5.615.567</b>	<b>4.833.513</b>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2011	31.3.2010	31.3.2011	31.3.2010
Καθαρή θέση ενάρξεως περιόδου (1.1.2011 και 1.1.2010 αντίστοιχα)	5.783.934	5.973.359	4.430.498	4.775.572
Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος	84.916	(38.963)	137.387	(158.164)
Εξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, μετά το φόρο εισοδήματος		(607)		(607)
Μεταβολή ποσοστών συμμετοχής σε θυγατρικές εταιρίες	(244)	(307)		
Πληρωμή μερισμάτων στους κατόχους υβριδικών τίτλων	(25.320)	(21.339)		
(Αγορές)/Πωλήσεις υβριδικών τίτλων	(645)	(923)		
Λοιπά		403		
<b>Καθαρή θέση λήξεως περιόδου (31.3.2011 και 31.3.2010 αντίστοιχα)</b>	<b>5.842.641</b>	<b>5.911.623</b>	<b>4.567.885</b>	<b>4.616.801</b>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ

### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΗΣ ALPHA BANK Α.Ε. ΚΑΙ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΑΠΟ 1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2012 ΕΩΣ 31η ΜΑΡΤΙΟΥ 2012

#### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπεζής	
	31.3.2012	31.12.2011	31.3.2012	31.12.2011
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
Ταμείο και διαθέσιμα σε Κεντρικές Τράπεζες	1.468.464	2.103.588	668.350	1.149.500
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	2.004.998	1.807.079	6.854.695	6.721.846
Αξίόγραφα εμπορικού χαρτοφυλακίου	19.361	13.960	18.530	13.760
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	545.748	624.447	551.818	639.968
Δάνεια και απαιτήσεις κατά πελάτων	43.694.901	44.875.706	35.078.255	36.152.015
Αξίόγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου	5.927.129	5.825.990	5.569.692	5.578.335
Επενδύσεις σε εταιρίες θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες			1.957.798	1.954.335
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρίες	42.012	44.855		
Επενδύσεις σε ακίνητα	75.252	64.688	40.275	40.387
Ιδιοκρασιμοποιούμενα ενσώματα πάγια	1.205.288	1.220.949	618.861	628.171
Υπεραξία και λοιπά άυλα πάγια	176.671	181.512	84.849	86.875
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	1.512.422	1.466.974	1.525.326	1.487.782
Λοιπά στοιχεία Ενεργητικού	804.792	817.751	726.202	743.975
	57.477.038	59.047.499	53.694.651	55.196.949
Στοιχεία Ενεργητικού προς πώληση	95.083	100.546		
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>57.572.121</b>	<b>59.148.045</b>	<b>53.694.651</b>	<b>55.196.949</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	23.712.897	22.521.200	24.062.791	22.774.803
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	1.371.780	1.578.143	1.371.300	1.584.153
Υποχρεώσεις προς πελάτες (συμπεριλαμβανομένων ομολογιών εκδόσεώς μας)	27.852.245	29.399.461	22.195.132	23.749.193
Ομολογίες εκδόσεώς μας διατεθείσες σε θεσμικούς επενδυτές και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις	1.303.925	2.188.545	4.372.068	5.288.584
Υποχρεώσεις για τρέχοντα φόρο εισοδήματος και λοιπούς φόρους	42.318	51.560	29.407	37.199
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	392.570	360.993	350.891	326.140
Υποχρεώσεις καθορισμένων παροχών στους εργαζόμενους	57.832	58.473	392	380
Λοιπές υποχρεώσεις	875.104	927.107	779.608	833.093
Προβλέψεις	96.983	96.315	10.359	10.460
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>	<b>55.705.654</b>	<b>57.181.797</b>	<b>53.171.948</b>	<b>54.604.005</b>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	1.100.281	1.100.281	1.100.281	1.100.281
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	2.757.653	2.757.653	2.757.653	2.757.653
Αποθεματικά	228.130	218.893	106.345	73.770
Αποτελέσματα εις νέον	(2.767.283)	(2.659.574)	(3.441.576)	(3.338.760)
Καθαρή θέση Μετόχων της Τραπεζής	1.318.781	1.417.253	522.703	592.944
Δικαιώματα τρίτων	11.612	11.700		
Υβριδικά κεφάλαια	536.074	537.295		
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσεως (β)</b>	<b>1.866.467</b>	<b>1.966.248</b>	<b>522.703</b>	<b>592.944</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων και Καθαρής Θέσεως (α) + (β)</b>	<b>57.572.121</b>	<b>59.148.045</b>	<b>53.694.651</b>	<b>55.196.949</b>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2012	31.3.2011	31.3.2012	31.3.2011
Τόκοι και εξομοιούμενα έσοδα	900.124	879.970	771.682	740.698
Τόκοι και εξομοιούμενα έξοδα	(492.156)	(450.567)	(457.740)	(418.336)
Καθαρό έσοδο από τόκους	407.968	429.403	313.942	322.362
Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	72.440	85.181	55.643	63.232
Προμήθειες έξοδα	(7.923)	(15.277)	(5.803)	(12.673)
Καθαρό έσοδο από αμοιβές και προμήθειες	64.517	69.904	49.840	50.559
Έσοδα από μερίσματα	5	2.456	5	3
Αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων	(17.680)	35.879	(34.261)	56.473
Λοιπά έσοδα	13.071	14.001	3.541	3.389
	(4.604)	52.336	(30.715)	59.865
<b>Σύνολο εσόδων</b>	<b>467.881</b>	<b>551.643</b>	<b>333.067</b>	<b>432.786</b>
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	(130.937)	(133.524)	(95.870)	(97.679)
Γενικά διοικητικά έξοδα	(109.718)	(116.206)	(87.668)	(91.062)
Αποσβέσεις	(22.881)	(23.475)	(15.238)	(14.937)
Λοιπά έξοδα	(1.285)	(682)	(534)	(149)
<b>Σύνολο εξόδων</b>	<b>(264.821)</b>	<b>(273.887)</b>	<b>(199.310)</b>	<b>(203.827)</b>
Ζημιές απομειώσεως και προβλέψεις για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου	(320.688)	(260.287)	(255.814)	(205.727)
Αναλογία κερδών / (ζημιών) από συγγενείς εταιρίες	(1.611)	398		
	(322.299)	(259.889)	(255.814)	(205.727)
<b>Κέρδη/(ζημιές) πριν το φόρο εισοδήματος</b>	<b>(119.239)</b>	<b>17.867</b>	<b>(122.057)</b>	<b>23.232</b>
Φόρος εισοδήματος	11.423	(7.330)	19.241	(10.654)
<b>Καθαρά κέρδη/ (ζημιές), μετά το φόρο εισοδήματος (α)</b>	<b>(107.816)</b>	<b>10.537</b>	<b>(102.816)</b>	<b>12.578</b>
<b>Καθαρά κέρδη/ (ζημιές) που αναλογούν σε:</b>				
Μετόχους της Τραπέζης	(107.830)	10.475	(102.816)	12.578
Τρίτους	14	62		
<b>Λοιπά αποτελέσματα, που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση:</b>				
Μεταβολή του αποθεματικού των διαθέσιμων προς πώληση αξιόγραφων	26.334	93.923	38.405	172.989
Μεταβολή του αποθεματικού αντισταθμίσεως ταμειακών ροών	2.370	2.344	2.370	2.344
Συναίλληλα μαθηματικές διαφορές μετατροπής οικονομικών καταστάσεων και αντισταθμίσεως μονάδων εξωτερικού	(15.128)	5.185	(4)	
Φόρος εισοδήματος	(4.301)	(27.073)	(8.196)	(50.524)
<b>Σύνολο αποτελεσμάτων που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση, μετά το φόρο εισοδήματος (β)</b>	<b>9.275</b>	<b>74.379</b>	<b>32.575</b>	<b>124.809</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος (α) + (β)</b>	<b>(98.541)</b>	<b>84.916</b>	<b>(70.241)</b>	<b>137.387</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου που αναλογεί σε:</b>				
Μετόχους της Τραπέζης	(98.600)	84.830	(70.241)	137.387
Τρίτους	59	86		
<b>Καθαρά κέρδη / (ζημιές) ανά μετοχή:</b>				
Βασικά και προσαρμοσμένα (€ ανά μετοχή)	(0,2018)	0,0196	(0,1924)	0,0235

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2012	31.3.2011	31.3.2012	31.3.2011
Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	(382.069)	(1.286.462)	(151.503)	(585.365)
Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	(81.609)	770.103	14.139	1.764.452
Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	(15.101)	(185.900)	(17.349)	(209.398)
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)</b>	<b>(478.779)</b>	<b>(702.259)</b>	<b>(154.713)</b>	<b>969.689</b>
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	953	29.051	212	9
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) περιόδου</b>	<b>(477.826)</b>	<b>(673.208)</b>	<b>(154.501)</b>	<b>969.698</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ενάρξεως περιόδου</b>	<b>1.206.083</b>	<b>3.151.288</b>	<b>1.772.157</b>	<b>4.645.869</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξεως περιόδου</b>	<b>728.257</b>	<b>2.478.080</b>	<b>1.617.656</b>	<b>5.615.567</b>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2012	31.3.2011	31.3.2012	31.3.2011
Καθαρή θέση ενάρξεως περιόδου (1.1.2012 και 1.1.2011 αντίστοιχα)	1.966.248	5.783.934	592.944	4.430.498
Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος	(98.541)	84.916	(70.241)	137.387
Μεταβολή ποσοστών συμμετοχής σε θυγατρικές εταιρίες	(164)	(244)		
Πληρωμή μερισμάτων στους κατόχους υβριδικών τίτλων		(25.320)		
(Αγορές)/Πωλήσεις υβριδικών τίτλων	(791)	(645)		
Λοιπά	(285)			
<b>Καθαρή θέση λήξεως περιόδου (31.3.2012 και 31.3.2011 αντίστοιχα)</b>	<b>1.866.467</b>	<b>5.842.641</b>	<b>522.703</b>	<b>4.567.885</b>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ

### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΗΣ ALPHA BANK Α.Ε. ΚΑΙ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΑΠΟ 1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2013 ΕΩΣ 31η ΜΑΡΤΙΟΥ 2013

#### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπεζής	
	31.3.2013	31.12.2012	31.3.2013	31.12.2012
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
Ταμείο και διαθέσιμα σε Κεντρικές Τράπεζες	1.728.101	1.437.248	550.407	770.193
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	2.736.269	3.382.690	5.976.392	6.623.503
Αξίγραφα εμπορικού χαρτοφυλακίου	16.750	20.132	10.493	14.119
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	783.996	736.693	722.810	740.614
Δάνεια και απαιτήσεις κατά πελατών	54.761.770	40.578.845	32.286.401	32.796.574
Αξίγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου				
- Διαθέσιμα προς πώληση	4.264.937	6.037.298	4.412.539	6.171.283
- Διακρατούμενα μέχρι τη λήξη	1.491.305	1.535.572	1.048.636	1.082.215
Επενδύσεις σε εταιρίες θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες			2.157.782	2.150.455
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	50.497	74.610		
Επενδύσεις σε ακίνητα	657.762	493.498	31.587	31.683
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια	1.200.907	987.385	591.113	596.994
Υπεραξία και λοιπά άυλα πάγια	172.961	141.757	101.925	93.429
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	2.458.845	1.806.151	2.430.275	1.786.612
Λοιπά στοιχεία Ενεργητικού	1.475.175	1.014.735	896.368	915.685
	<u>71.799.275</u>	<u>58.246.614</u>	<u>51.216.728</u>	<u>53.773.359</u>
Στοιχεία Ενεργητικού προς πώληση	6.766	6.804		
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b><u>71.806.041</u></b>	<b><u>58.253.418</u></b>	<b><u>51.216.728</u></b>	<b><u>53.773.359</u></b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	21.734.203	25.215.163	22.664.322	25.825.551
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	1.434.693	1.518.881	1.367.517	1.529.730
Υποχρεώσεις προς πελάτες (συμπεριλαμβανομένων ομολογιών εκδόσεώς μας)	42.044.519	28.464.349	24.046.872	23.191.009
Ομολογίες εκδόσεώς μας διατεθείσες σε θεσμικούς επενδυτές και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις	832.198	732.259	1.926.426	2.317.252
Υποχρεώσεις για τρέχοντα φόρο εισοδήματος και λοιπούς φόρους	43.736	42.529	17.027	22.774
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	581.945	412.020	528.618	372.468
Υποχρεώσεις καθορισμένων παροχών στους εργαζόμενους	99.202	52.182	49.901	48.719
Λοιπές υποχρεώσεις	1.092.067	929.748	748.865	866.049
Προβιλέψεις	285.246	138.787	29.891	30.173
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>	<b><u>68.147.809</u></b>	<b><u>57.505.918</u></b>	<b><u>51.379.439</u></b>	<b><u>54.203.725</u></b>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
Μεταχικό Κεφάλαιο	1.100.281	1.100.281	1.100.281	1.100.281
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	2.757.653	2.757.653	2.757.653	2.757.653
Αποθεματικά	377.044	268.315	235.291	213.097
Αποτελέσματα εις νέον	<u>(747.677)</u>	<u>(3.538.207)</u>	<u>(4.255.936)</u>	<u>(4.501.397)</u>
Καθαρή θέση Μετοχών της Τραπεζής	3.487.301	588.042	(162.711)	(430.366)
Δικαιώματα τρίτων	23.697	11.904		
Υβριδικά κεφάλαια	147.234	147.554		
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσεως (β)</b>	<b><u>3.658.232</u></b>	<b><u>747.500</u></b>	<b><u>(162.711)</u></b>	<b><u>(430.366)</u></b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων και Καθαρής Θέσεως (α) + (β)</b>	<b><u>71.806.041</u></b>	<b><u>58.253.418</u></b>	<b><u>51.216.728</u></b>	<b><u>53.773.359</u></b>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπεζής	
	Από 1 Ιανουαρίου έως		Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2013	31.3.2012	31.3.2013	31.3.2012
Τόκοι και εξομοιούμενα έσοδα	832.224	900.195	599.492	770.960
Τόκοι και εξομοιούμενα έξοδα	(511.666)	(484.625)	(388.184)	(450.525)
Καθαρά έσοδα από τόκους	320.558	415.570	211.308	320.435
Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	91.660	72.536	59.226	55.643
Προμήθειες έξοδα	(15.450)	(7.923)	(12.899)	(5.803)
Καθαρά έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	76.210	64.613	46.327	49.840
Έσοδα από μερίσματα	12	5	8	5
Αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων	191.970	(282.153)	130.300	(298.734)
Λοιπά έσοδα	13.280	11.897	2.094	3.541
	<u>205.262</u>	<u>(270.251)</u>	<u>132.402</u>	<u>(295.188)</u>
<b>Σύνολο εσόδων</b>	<b>602.030</b>	<b>209.932</b>	<b>390.037</b>	<b>75.087</b>
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	(163.303)	(129.113)	(85.816)	(94.555)
Γενικά διοικητικά έξοδα	(129.284)	(109.461)	(83.733)	(87.668)
Αποσβέσεις	(29.351)	(22.168)	(15.605)	(15.238)
Λοιπά έξοδα	(66)	(1.285)	(42)	(534)
<b>Σύνολο εξόδων</b>	<b>(322.004)</b>	<b>(262.027)</b>	<b>(185.196)</b>	<b>(197.995)</b>
Ζημιές απομειώσεως και προβλέψεις για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου	(505.282)	(320.688)	(434.046)	(255.814)
Αρνητική υπεραξία εξαγοράς Εμπορικής Τραπεζής	2.632.255			
Αναλογία κερδών/(ζημιών) από συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	(3.119)	(3.204)		
	<u>2.123.854</u>	<u>(323.892)</u>	<u>(434.046)</u>	<u>(255.814)</u>
<b>Κέρδη/(ζημιές) πριν το φόρο εισοδήματος</b>	<b>2.403.880</b>	<b>(375.987)</b>	<b>(229.205)</b>	<b>(378.722)</b>
Φόρος εισοδήματος	472.692	62.834	472.765	70.574
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημιές), μετά το φόρο εισοδήματος (α)</b>	<b>2.876.572</b>	<b>(313.153)</b>	<b>243.560</b>	<b>(308.148)</b>
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημιές) που αναλογούν σε:</b>				
Μετόχους της Τραπεζής	2.876.471	(313.167)	243.560	(308.148)
Τρίτους	101	14		
<b>Λοιπά αποτελέσματα, που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση:</b>				
<b>Ποσά που αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων</b>				
Μεταβολή του αποθεματικού των διαθέσιμων προς πώληση αξιολογών	(23.620)	(91.646)	(22.251)	(79.574)
Μεταβολή του αποθεματικού αντισταθμίσεως ταμειακών ραών	38.838	(21.868)	31.598	(21.868)
Συναίτηματικές διαφορές μετατροπής οικονομικών καταστάσεων και αντισταθμίσεως μονάδων εξωτερικού	4.086	(15.128)		(4)
Μεταβολή αναλογίας λοιπών αποτελεσμάτων συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών	140			
Φόρος εισοδήματος	2.646	24.143	12.847	20.247
	<u>22.090</u>	<u>(104.499)</u>	<u>22.194</u>	<u>(81.199)</u>
<b>Ποσά που δεν αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων</b>				
Μεταβολή αναλογιστικών κερδών/(ζημιών) υποχρεώσεων καθορισμένων παροχών				
Επίπτωση λόγω αλλαγής του συντελεστή φορολογίας εισοδήματος	1.882		1.901	
	<u>1.882</u>		<u>1.901</u>	
<b>Σύνολο αποτελεσμάτων που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση, μετά το φόρο εισοδήματος (β)</b>	<b>23.972</b>	<b>(104.499)</b>	<b>24.095</b>	<b>(81.199)</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος (α) + (β)</b>	<b>2.900.544</b>	<b>(417.652)</b>	<b>267.655</b>	<b>(389.347)</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου που αναλογεί σε:</b>				
Μετόχους της Τραπεζής	2.900.436	(417.711)	267.655	(389.347)
Τρίτους	108	59		
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημιές) ανά μετοχή:</b>				
Βασικά και προσαρμοσμένα (€ ανά μετοχή)	5,3839	(0,5862)	0,4559	(0,5767)

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2013	31.3.2012	31.3.2013	31.3.2012
Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	(3.811.002)	(382.485)	(2.661.704)	(151.503)
Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	2.826.770	(81.188)	1.738.429	14.139
Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	135.868	(15.101)	141.349	(17.349)
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)</b>	<b>(848.364)</b>	<b>(478.774)</b>	<b>(781.926)</b>	<b>(154.713)</b>
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	4.099	953	212	212
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) περιόδου</b>	<b>(844.265)</b>	<b>(477.821)</b>	<b>(781.714)</b>	<b>(154.501)</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ενάρξεως περιόδου</b>	<b>2.110.093</b>	<b>1.206.072</b>	<b>2.013.148</b>	<b>1.772.157</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξεως περιόδου</b>	<b>1.265.828</b>	<b>728.251</b>	<b>1.231.434</b>	<b>1.617.656</b>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2013	31.3.2012	31.3.2013	31.3.2012
Καθαρή θέση ενάρξεως περιόδου (1.1.2013 και 1.1.2012 αντίστοιχα)	747.500	1.966.248	(430.366)	592.944
Επίδραση από την αναδρομική εφαρμογή νέων λογιστικών αρχών, μετά το φόρο εισοδήματος		(31.363)		(32.044)
Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος	2.900.544	(417.652)	267.655	(389.347)
Μεταβολή ποσοστών συμμετοχής σε θυγατρικές εταιρίες	11.488	(164)		
Πληρωμή μερισμάτων στους κατόχους υβριδικών τίτλων (Αγορές), (Ανακλήσεις) / Πωλήσεις υβριδικών τίτλων	(742)	(791)		
Λοιπά	(558)	(285)		
<b>Καθαρή θέση λήξεως περιόδου (31.3.2013 και 31.3.2012 αντίστοιχα)</b>	<b>3.658.232</b>	<b>1.515.993</b>	<b>(162.711)</b>	<b>171.553</b>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε

### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΗΣ ALPHA BANK Α.Ε. ΚΑΙ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΑΠΟ 1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2014 ΕΩΣ 31η ΜΑΡΤΙΟΥ 2014

#### ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

	Ενοποιημένα Στοιχεία		Στοιχεία Τραπεζής	
	31.3.2014	31.12.2013	31.3.2014	31.12.2013
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
Ταμείο και διαθέσιμα σε Κεντρικές Τράπεζες	1.712.991	1.688.182	1.012.154	1.006.294
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	2.560.559	2.566.230	4.883.427	5.036.860
Αξίγραφα εμπορικού χαρτοφυλακίου	13.463	8.836	10.950	7.001
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	797.151	797.393	803.975	807.911
Δάνεια και απαιτήσεις κατά πελατών	50.709.656	51.678.313	43.399.816	44.236.465
Αξίγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου				
- Διαθέσιμα προς πώληση	5.078.949	4.966.934	4.632.328	4.449.576
- Διακρατούμενα μέχρι τη λήξη	1.303.704	1.369.786	1.028.901	1.017.694
- Δανειακού χαρτοφυλακίου	4.315.398	4.308.556	4.315.398	4.308.556
Επενδύσεις σε εταιρίες θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες			2.073.586	2.070.735
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	49.644	50.044		
Επενδύσεις σε ακίνητα	568.516	560.453	28.116	28.205
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια	1.113.729	1.122.470	748.089	754.299
Υπεραξία και λοιπά άυλα πάγια	242.621	242.914	195.478	196.067
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	2.788.567	2.788.688	2.725.751	2.740.649
Λοιπά στοιχεία Ενεργητικού	1.565.014	1.542.830	1.441.490	1.442.735
	<u>72.819.962</u>	<u>73.691.629</u>	<u>67.299.459</u>	<u>68.103.047</u>
Στοιχεία Ενεργητικού προς πώληση	5.305	5.638		
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<u><b>72.825.267</b></u>	<u><b>73.697.267</b></u>	<u><b>67.299.459</b></u>	<u><b>68.103.047</b></u>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	17.836.715	19.082.724	18.184.758	19.355.329
Παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα	1.424.541	1.373.500	1.426.772	1.374.261
Υποχρεώσεις προς πελάτες			36.838.051	37.504.689
(συμπεριλαμβανομένων ομολογιών εκδόσεώς μας)	41.842.348	42.484.860		
Ομολογίες εκδόσεώς μας διατεθείσες σε θεσμικούς επενδυτές και λοιπές δανειακές υποχρεώσεις	721.087	782.936	1.199.038	1.295.445
Υποχρεώσεις για τρέχοντα φόρο εισοδήματος και λοιπούς φόρους	51.126	56.768	27.264	32.781
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	38.456	35.160		
Υποχρεώσεις καθορισμένων παροχών στους εργαζόμενους	80.250	78.700	76.054	74.574
Λοιπές υποχρεώσεις	1.020.875	1.156.000	909.128	1.059.717
Προβλέψεις	278.668	278.884	249.006	258.945
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>	<u><b>63.294.066</b></u>	<u><b>65.329.532</b></u>	<u><b>58.910.071</b></u>	<u><b>60.955.741</b></u>
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
Μεταχικό Κεφάλαιο	4.770.718	4.216.872	4.770.718	4.216.872
Διαφορά από έκδοση μεταχών υπέρ το άρτιο	4.858.216	4.212.062	4.858.216	4.212.062
Αποθεματικά	694.043	631.033	602.528	517.559
Αποτελέσματα εις νέον	(847.126)	(747.572)	(1.842.074)	(1.799.187)
Καθαρή θέση Μεταχών της Τραπεζής	9.475.851	8.312.395	8.389.388	7.147.306
Δικαιώματα τρίτων	23.650	23.640		
Υβριδικά κεφάλαια	31.700	31.700		
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσεως (β)</b>	<u><b>9.531.201</b></u>	<u><b>8.367.735</b></u>	<u><b>8.389.388</b></u>	<u><b>7.147.306</b></u>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων και Καθαρής Θέσεως (α) + (β)</b>	<u><b>72.825.267</b></u>	<u><b>73.697.267</b></u>	<u><b>67.299.459</b></u>	<u><b>68.103.047</b></u>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ

	Από 1 Ιανουαρίου έως		Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2014	31.3.2013	31.3.2014	31.3.2013
Τόκοι και εξομοιούμενα έσοδα	837.191	826.192	712.607	599.492
Τόκοι και εξομοιούμενα έξοδα	(365.856)	(508.470)	(336.303)	(388.184)
Καθαρό έσοδο από τόκους	471.335	317.722	376.304	211.308
Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	103.810	91.359	86.192	59.226
Προμήθειες έξοδα	(8.616)	(15.410)	(6.068)	(12.899)
Καθαρό έσοδο από αμοιβές και προμήθειες	95.194	75.949	80.124	46.327
Έσοδα από μερίσματα	62	12	8	8
Αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων	42.458	191.929	62.995	130.300
Λοιπά έσοδα	15.126	13.278	4.242	2.094
	57.646	205.219	67.245	132.402
<b>Σύνολο εσόδων</b>	<b>624.175</b>	<b>598.890</b>	<b>523.673</b>	<b>390.037</b>
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	(166.862)	(161.414)	(133.886)	(85.816)
Γενικά διοικητικά έξοδα	(141.742)	(127.792)	(116.188)	(83.733)
Αποσβέσεις	(23.837)	(29.068)	(15.302)	(15.605)
Λοιπά έξοδα	(2.081)	(66)	(1.895)	(42)
<b>Σύνολο εξόδων</b>	<b>(334.522)</b>	<b>(318.340)</b>	<b>(267.271)</b>	<b>(185.196)</b>
Ζημίες απομειώσεως και προβλέψεις για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου	(395.051)	(504.915)	(307.384)	(434.046)
Αρνητική υπεραξία εξαγοράς Εμπορικής Τραπεζής		3.283.052		
Αναλογία κερδών/(ζημιών) από συγγενείς εταιρίες και κοινοπραξίες	(2.206)	(3.119)		
	(397.257)	2.775.018	(307.384)	(434.046)
<b>Κέρδη/(ζημίες) πριν το φόρο εισοδήματος</b>	<b>(107.604)</b>	<b>3.055.568</b>	<b>(50.982)</b>	<b>(229.205)</b>
Φόρος εισοδήματος	13.469	472.421	13.172	472.765
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημίες), μετά το φόρο εισοδήματος από συνεχιζόμενες δραστηριότητες</b>	<b>(94.135)</b>	<b>3.527.989</b>	<b>(37.810)</b>	<b>243.560</b>
Καθαρά κέρδη/(ζημίες), μετά το φόρο εισοδήματος από διακοπείσες δραστηριότητες		310		
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημίες), μετά το φόρο εισοδήματος (α)</b>	<b>(94.135)</b>	<b>3.528.299</b>	<b>(37.810)</b>	<b>243.560</b>
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημίες) που αναλογούν σε:</b>				
<b>Μετόχους της Τραπεζής</b>				
- από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	(94.213)	3.527.888	(37.810)	243.560
- από διακοπείσες δραστηριότητες		310		
	(94.213)	3.528.198	(37.810)	243.560
Τρίτους				
- από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	78	101		
<b>Λοιπά αποτελέσματα, που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση:</b>				
<b>Ποσά που αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων</b>				
Μεταβολή του αποθεματικού των διαθέσιμων προς πώληση αξιολογώσεων	137.438	(26.338)	170.841	(22.251)
Μεταβολή του αποθεματικού ανισορροπημένων ταμειακών ροών	(55.133)	38.838	(56.018)	31.598
Συναίτηματικές διαφορές μετατροπής οικονομικών καταστάσεων και ανισορροπημένων μονάδων εξωτερικού	(122)	1.122		
Μεταβολή αναλογίας λοιπών αποτελεσμάτων συγγενών εταιριών και κοινοπραξιών		140		
Φόρος εισοδήματος	(19.122)	2.918	(29.854)	12.847
<b>Ποσά που αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων από συνεχιζόμενες δραστηριότητες, μετά το φόρο εισοδήματος</b>	<b>63.061</b>	<b>16.680</b>	<b>84.969</b>	<b>22.194</b>
<b>Ποσά που αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων από διακοπείσες δραστηριότητες</b>		<b>5.410</b>		
<b>Ποσά που δεν αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων από συνεχιζόμενες δραστηριότητες</b>				
Φόρος εισοδήματος		1.882		1.901
	-	1.882	-	1.901
<b>Σύνολο αποτελεσμάτων, μετά το φόρο εισοδήματος, που καταχωρήθηκαν απευθείας στην Καθαρή Θέση (β)</b>	<b>63.061</b>	<b>23.972</b>	<b>84.969</b>	<b>24.095</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος (α) + (β)</b>	<b>(31.074)</b>	<b>3.552.271</b>	<b>47.159</b>	<b>267.655</b>
<b>Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου που αναλογεί σε:</b>				
<b>Μετόχους της Τραπεζής</b>				
- από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	(31.155)	3.546.443	47.159	267.655
- από διακοπείσες δραστηριότητες		5.720		
	(31.155)	3.552.163	47.159	267.655
Τρίτους				
- από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	81	108		
<b>Καθαρά κέρδη/(ζημίες) ανά μετοχή:</b>				
Βασικά και προσαρμοσμένα (€ ανά μετοχή)	(0,0086)	3,6537	(0,0034)	0,2522
Βασικά και προσαρμοσμένα από συνεχιζόμενες δραστηριότητες (€ ανά μετοχή)	(0,0086)	3,6534		
Βασικά και προσαρμοσμένα από διακοπείσες δραστηριότητες (€ ανά μετοχή)		0,0003		

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2014	31.3.2013	31.3.2014	31.3.2013
Καθαρές ταμειακές ροές από συνεχιζόμενες λειτουργικές δραστηριότητες	(1.396.813)	(3.816.490)	(1.161.161)	(2.661.704)
Καθαρές ταμειακές ροές από διακοπείσες λειτουργικές δραστηριότητες		5.488		
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>(1.396.813)</b>	<b>(3.811.002)</b>	<b>(1.161.161)</b>	<b>(2.661.704)</b>
Καθαρές ταμειακές ροές από συνεχιζόμενες επενδυτικές δραστηριότητες	108.519	2.834.183	12.116	1.738.429
Καθαρές ταμειακές ροές από διακοπείσες επενδυτικές δραστηριότητες		(7.413)		
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>108.519</b>	<b>2.826.770</b>	<b>12.116</b>	<b>1.738.429</b>
Καθαρές ταμειακές ροές από συνεχιζόμενες χρηματοδοτικές δραστηριότητες	1.185.863	135.868	1.186.964	141.349
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>1.185.863</b>	<b>135.868</b>	<b>1.186.964</b>	<b>141.349</b>
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα της περιόδου (α) + (β) + (γ)</b>	<b>(102.431)</b>	<b>(848.364)</b>	<b>37.919</b>	<b>(781.926)</b>
Επίδραση συναλληλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(270)	4.099	205	212
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) περιόδου</b>	<b>(102.701)</b>	<b>(844.265)</b>	<b>38.124</b>	<b>(781.714)</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ενάρξεως περιόδου</b>	<b>973.167</b>	<b>2.110.093</b>	<b>748.999</b>	<b>2.013.148</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξεως περιόδου</b>	<b>870.466</b>	<b>1.265.828</b>	<b>787.123</b>	<b>1.231.434</b>

## ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ

	Ενοποιημένα Στοιχεία Από 1 Ιανουαρίου έως		Στοιχεία Τραπεζής Από 1 Ιανουαρίου έως	
	31.3.2014	31.3.2013	31.3.2014	31.3.2013
<b>Καθαρή θέση ενάρξεως περιόδου (1.1.2014 και 1.1.2013 αντίστοιχα)</b>	<b>8.367.735</b>	<b>747.500</b>	<b>7.147.306</b>	<b>(430.366)</b>
Συνολικό αποτέλεσμα περιόδου, μετά το φόρο εισοδήματος	(31.074)	3.552.271	47.159	267.655
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	1.200.000		1.200.000	
Εξοδα αύξησεως μετοχικού κεφαλαίου, μετά το φόρο εισοδήματος	(5.077)		(5.077)	
Μεταβλητή ποσοστών συμμετοχής σε θυγατρικές εταιρίες (Αγορές), (Ανακλήσεις)/Πωλήσεις υβριδικών τίτλων	(58)	11.488		(742)
Λοιπά	(325)	(558)		
<b>Καθαρή θέση λήξεως περιόδου (31.3.2014 και 31.3.2013 αντίστοιχα)</b>	<b>9.531.201</b>	<b>4.309.959</b>	<b>8.389.388</b>	<b>(162.711)</b>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική

Αθανασόγλου Π., Ασημακόπουλος Ι. και Ε. Γεωργίου (2005), «Η επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών στην Ελλάδα», Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 24, Τράπεζα της Ελλάδος.

Γεωργόπουλος Α. (2004), “Αναδιοργάνωση Επιχειρήσεων”, Εκδόσεις Παπαζήση.

ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ (2008), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων.

Κυριαζής Δημήτριος Α. (2007), Συγχωνεύσεις και εξαγορές, σελ.13-15.

Λεοντάρης Μ. (2002), Προσωπικές εταιρείες Ε.Π.Ε. – Κοινοπραξίες, σελ. 350.

Λεξικό Collins (2001), “Λεξικό όρων Οικονομίας και Διοίκησης”, Εκδόσεις Ι. Φλώρος.

Νιάρχος Ν. (2004), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, σελ.179-206.

Παπαδάκης, Β.Μ. (2007), “Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία Τόμος Α΄: ΘΕΩΡΙΑ”, Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα, σελ. 513-554.

Παπαδάκης Β.Μ. (2002), «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία», Αθήνα, σελ. 64.

Τράπεζα της Ελλάδος (2014), “Εκθεση του Διοικητή για τα οικονομικά αποτελέσματα 2013”.

## Ξένη

Amihud Y., DeLong G.L and A. Saunders (2003), “The effects of Cross Border Bank Mergers on Bank Risk and Value”, *Journal of International Money and Finance*.

Asimakopoulos I., Athanasoglou P. (2009), “Revisiting the merger and acquisition performance of European banks”, Working paper, Bank Of Greece.

Berger, A.N. (1998), “The efficiency affects of bank mergers and acquisitions: A preliminary look at the 1990s data”, p. 79-111.

Berger, A.N. and L.J. Mester (1997), “Inside the black-box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions?”, *Journal of Banking and Finance*, 21, p. 895-947.

Brealey A. R. and Myers S. C. (2002), “Finance – Investment Valuation”, 2nd Edition, McGraw – Hill.

Gaughan A. Patrick (2007), “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring”, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc., pp 285-325.

Golin J. (2001), “The Bank Credit Analysis Handbook: A Guide for Analysts, Bankers and Investors”. John Wiley & Sons (Asia) Pre Ltd.

Gort Michael (1969), “An Economic Disturbance Theory of Mergers”, *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 83(4), pages 624-42.

Hanweck, G.A. and B. Shull (1999), “The bank merger movement: efficiency, stability and competitive policy concerns”, *The Antitrust Bulletin*, 44, 251-84.

Judge Q. William and Robert Dooley. (2006), “Strategic Alliance Outcomes: a Transaction-Cost Economics Perspective”, *British Journal of Management*, Vol 17, pp 23-37.

Linder, J.C. and D.B. Crane (1992), “Bank mergers: Integration and profitability”, *Journal of Financial Services Research* , 7, p. 35-55.

Porter M. (1987), “From Competitive Advantage to Corporate Strategy”, *Harvard Business Review*, Vol 52, pp.124-136.

Reuters (1982), “Glossary of International Economic and Financial Terms”.

Rhoades,S.A. (1998), “The efficiency of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers”, *journal of Banking and Finance*, 22, p. 273-291.

Vaara E. (2000), “Constructions of Cultural Differences in post- merger change processes: A sense making perspective on Finish – Swedish Cases”, pp 82.

### **Διαδικτυακοί Τόποι**

[www.alpha.gr](http://www.alpha.gr)

[www.bvdinfo.com](http://www.bvdinfo.com)

[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)

[www.ecb.europa.com](http://www.ecb.europa.com)

[www.eurobank.gr](http://www.eurobank.gr)

[www.hba.gr](http://www.hba.gr)

[www.imaa-institute.org](http://www.imaa-institute.org)

[www.nbg.gr](http://www.nbg.gr)

[www.piraeusbank.gr](http://www.piraeusbank.gr)