



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
ΠΜΣ στη «Χρηματοοικονομική & Τραπεζική»
με κατεύθυνση στη «Χρηματοοικονομική Ανάλυση» για Στελέχη**

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Επιμέλεια: Λέτσιου Κλεοπάτρα

Επιβλέπων Καθηγητής: Επικ. Καθηγητής Δημήτριος Κυριαζής

**Μέλη Επιτροπής
Επικ. Καθηγητής Δ. Κυριαζής
Λέκτορας Α. Μπότσαρη
Καθηγητής Γ. Διακογιάννης**

Αθήνα, 2016

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο τραπεζικός τομέας, αποτελώντας τον κορμό ενός οικονομικού συστήματος μιας χώρας, δέχεται συνεχώς σημαντικές αναδιαμορφώσεις, προκειμένου να αντιμετωπίσει το συνεχή ανταγωνισμό, τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού, τα αυξημένα επιτόκια και τη μειωμένη επενδυτική δραστηριότητα. Όλοι αυτοί οι παράγοντες κάνουν τη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) μια από τις βασικότερες μορφές των τραπεζικών αναδιαμορφώσεων.

Η μελέτη της υπάρχουσας βιβλιογραφίας έδειξε ότι η πλειοψηφία των Σ&Ε επιδρά θετικά στην πορεία των τραπεζικών, αυξάνοντας την αποδοτικότητα τους, την κερδοφορία τους και τη λειτουργικότητάς τους.

Κύριος στόχος της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη της επίδρασης των Σ&Ε στην επέκταση των τραπεζικών ιδρυμάτων και στην προσαρμογή τους στις ανταγωνιστικές συνθήκες της διεθνούς οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, με τη βοήθεια, κυρίως τραπεζικών, αριθμοδεικτών εξετάζεται κατά πόσο επηρεάζεται η οικονομική και αναπτυξιακή πορεία των τραπεζών τόσο πριν όσο και μετά τη διαδικασία της ενοποίησης.

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την έρευνα δείχνουν θετική επιρροή των Σ&Ε ως προς την κερδοφορία των τραπεζών, αναδεικνύοντας το πόσο επικερδείς μπορούν να γίνουν στο μέλλον, και ως προς την επενδυτική τους δραστηριότητα, δηλώνοντας την ισχυροποίηση της θέσης τους στον τραπεζικό κλάδο. Αντίθετα αποτελέσματα παρουσίασε η ρευστότητα και η διαδικασία ανάληψης χρέους των τραπεζικών ιδρυμάτων δείχνοντας αρνητική σχέση ανάμεσα στις Σ&Ε και στη βραχυχρόνια οικονομική θέση των τραπεζών, καθυστερήσεις πληρωμών δόσεων πελατειακών τους δανείων και αύξηση των γενικότερων δανειακών τους υποχρεώσεων.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.1. Εισαγωγή	8
1.2. Εννοιολογική Προσέγγιση	9
1.3. Ιστορική Αναδρομή	12
1.3.1. Διεθνές επίπεδο	13
1.3.2. Ελληνικό επίπεδο	15
1.4. Διακρίσεις Συγχωνεύσεων – Εξαγορών	16
1.4.1. Διάκριση βάσει του τρόπου εξαγοράς	17
1.4.2. Διάκριση βάσει της στάσης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης	18
1.4.3. Διάκριση βάσει της συσχέτισης του κλάδου δραστηριότητας	18
1.5. Άλλοι Επιχειρηματικοί Σχηματισμοί	21
1.5.1. Εξαγορές από διοικητικά στελέχη	21
1.5.2. Εξαγορές δια δανεισμού	22
1.5.3. Αντίστροφες εξαγορές	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟ

ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

2.1. Εισαγωγή	24
2.2. Τραπεζικό Σύστημα	25
2.2.1. Εγχώριες τραπεζικές συγχωνεύσεις – εξαγορές	26
2.2.2. Διεθνείς τραπεζικές συγχωνεύσεις – εξαγορές	27
2.2.3. Χρηματοοικονομικά συγκροτήματα	28
2.3. Νομοθετικό Πλαίσιο	28
2.3.1. Ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο	29
2.3.2. Ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο	30
2.4. Προσδιορισμός της Συνέργειας	32
2.4.1. Λειτουργικές συνέργειες	33
2.4.2. Χρηματοοικονομικές συνέργειες	35
2.5. Αιτίες – Κίνητρα	35
2.6. Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα – Κίνδυνοι	39

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

3.1. Εισαγωγή	44
3.2. Μελέτες Μεθόδου βάσει Λογιστικών Στοιχείων	45
3.3. Μελέτες Μεθόδου Μη-Κανονικών Αποδόσεων	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

4.1. Εισαγωγή	59
4.2. Δείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios)	61
4.2.1. Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return on Assets – ROA)	62
4.2.2. Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity – ROE)	63
4.2.3. Δείκτης Καθαρού Επιτοκιακού Περιθωρίου (Net Interest Margin – NIM)	63
4.2.4. Δείκτης Κόστους προς Εισόδημα (Cost Income Ratio)	64
4.2.5. Δείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου (Operating Margin Ratio)	65
4.2.6. Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους προ φόρων (Pretax Margin Ratio)	66
4.2.7. Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους (Profit Margin Ratio)	67
4.3. Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)	67
4.3.1. Δείκτης Δάνεια προς Καταθέσεις (Loans – to – Deposits Ratio)	68
4.3.2. Δείκτης Ενεργητικό προς Δάνεια (Assets – to – Loans Ratio)	69
4.3.3. Δείκτης Μη-εξυπηρετούμενων Δανείων προς Δάνεια (Non-Performing Loans – to – Loans Ratio)	70
4.3.4. Δείκτης Σωρευμένων Προβλέψεων προς Δάνεια (Provisions – to – Loans Ratio)	70
4.4. Επενδυτικοί Δείκτες (Investment Ratios)	71
4.4.1. Δείκτης Τιμή Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (Price to Earnings Ratio – P/E)	72
4.4.2. Δείκτης Τιμή Μετοχής προς Λογιστική Αξία Μετοχής (Price to Book Value Ratio – P/BV)	73

4.5. Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (Leverage Ratios)	74
4.5.1. Δείκτης Μόχλευσης (Leverage Ratio)	75
4.5.2. Δείκτης Χρέους προς Ενεργητικό (Debt – to – Assets Ratio)	76
4.5.3. Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια (Debt – to – Equity Ratio)	77

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

5.1. Εισαγωγή	78
5.2. Αποτελέσματα Αριθμοδεικτών Αποδοτικότητας	80
5.3. Αποτελέσματα Αριθμοδεικτών Ρευστότητας	94
5.4. Αποτελέσματα Επενδυτικών Αριθμοδεικτών	105
5.5. Αποτελέσματα Αριθμοδεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	113

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	122
---------------------	------------

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	125
---------------------	------------

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, οι εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα, κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, έχουν προκαλέσει σημαντικές αλλαγές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι αλλαγές αυτές έχουν ιδιαίτερα υψηλό κόστος, δημιουργώντας εξαιρετικά έντονες ανταγωνιστικές συνθήκες για τον τραπεζικό κλάδο και υποχρεώνοντας τις τράπεζες να προχωρούν στην αναθεώρηση και αναδιάρθρωση του επιχειρησιακού τους πλαισίου. Παράλληλα, οι συνεχείς μεταβολές του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος ευνοούν την εξέλιξη του τραπεζικού συστήματος, διευρύνοντας σημαντικά τη συμμετοχή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις αγορές συναλλάγματος.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω εξελίξεων, οι τράπεζες επανεξετάζουν τη στρατηγική τους και προχωρούν σε συνέργειες, με σημαντικότερες τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε), ως την πλέον ουσιαστικότερη αντίδρασή τους απέναντι στον εντεινόμενο ανταγωνισμό που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία. Το βασικό σκεπτικό για την πραγματοποίηση μιας Σ&Ε είναι ότι, δύο τράπεζες μαζί μπορούν να γίνουν περισσότερο αποδοτικές απ' ό,τι αν λειτουργούν ξεχωριστά. Για το λόγο αυτό, οι Σ&Ε αποτελούν διεθνώς μια από τις πιο συνήθεις μεθόδους, τις οποίες οι τράπεζες χρησιμοποιούν για την ανάπτυξη τόσο του χαρτοφυλακίου των αγαθών και υπηρεσιών τους, όσο και τη διεύρυνση των πωλήσεων, των κερδών και των μεριδίων που κατέχουν στην αγορά.

Το βασικό ερώτημα, λοιπόν, που τίθεται για τις Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο είναι, εάν τελικά είναι ικανές να βελτιώσουν την αποδοτικότητα, την αποτελεσματικότητα και την κερδοφορία των νέων οντοτήτων που δημιουργούνται μέσα από αυτές. Η παρούσα διατριβή εξετάζει αυτό το ερώτημα και συγκεκριμένα ασχολείται με δύο βασικά θέματα: Το πρώτο είναι, τι αντίκτυπο έχει στην πορεία των τραπεζών η ανακοίνωση μιας επερχόμενης ενοποίησης και το δεύτερο, κατά πόσο επηρεάζεται πράγματι η πορεία τους μετά την ολοκλήρωση της Σ&Ε. Η απάντηση των δύο αυτών ερωτημάτων δίνεται με τη βοήθεια αριθμοδεικτών, κυρίως τραπεζικών, και την ανάλυση των λογιστικών τους καταστάσεων.

Αναλυτικότερα, η παρούσα μελέτη αποτελείται από δύο μέρη: το θεωρητικό, το οποίο αναπτύσσεται στα τρία πρώτα κεφάλαια και το εμπειρικό, το οποίο αναπτύσσεται στα δύο επόμενα.

Στο πρώτο κεφάλαιο του θεωρητικού μέρους γίνεται μια προσπάθεια προσέγγισης των εννοιών «συγχώνευση» και «εξαγορά», αναλύοντας τους διάφορους τύπους και τις διάφορες κατηγορίες που υπάρχουν. Επιπλέον, γίνεται μια σύντομη ιστορική αναδρομή και, τέλος, περιγράφονται κάποιοι επιχειρηματικοί σχηματισμοί, οι οποίοι συνδέονται με τις έννοιες της συγχώνευσης και εξαγοράς. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια του τραπεζικού συστήματος, ορίζεται το νομοθετικό πλαίσιο αυτού, προσδιορίζεται η έννοια της «συνέργειας» και περιγράφονται οι αιτίες, οι κίνδυνοι, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Σ&Ε. Στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο του θεωρητικού μέρους γίνεται μια επισκόπηση της ήδη υπάρχουσας βιβλιογραφίας. Αναλύονται προηγούμενες μελέτες τόσο ξένων όσο και Ελλήνων ερευνητών και κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τη μέθοδο ανάλυσης που έχουν ακολουθήσει.

Το εμπειρικό μέρος αποτελείται από το τέταρτο και πέμπτο κεφάλαιο. Στο τέταρτο περιγράφονται αναλυτικά οι αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν στο ερευνητικό μέρος. Οι αριθμοδείκτες αυτοί κατηγοριοποιούνται σε αποδοτικότητα, ρευστότητα, επενδυτικούς και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο περιγράφεται βήμα-βήμα η έρευνά μας και αναλύονται τα αποτελέσματα που προκύπτουν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.1. Εισαγωγή

Το αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον και οι δυσμενείς συνθήκες που επικρατούν παγκοσμίως ωθούν κάθε επιχείρηση στην υιοθέτηση νέων στρατηγικών, στον επαναπροσδιορισμό των στόχων της, σε νέες συνεργασίες και γενικότερα στη διεθνοποίηση. Η επιβίωση και η ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές συνδέονται άρρηκτα με την επένδυση στην ποιότητα, την υιοθέτηση καινούριων τεχνολογιών, τις στρατηγικές συμμαχίες και γενικότερα τη διαφοροποίηση.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) είναι από τις βασικότερες μορφές εταιρικής αναδιάρθρωσης και αποτελούν επενδυτικές επιλογές, οι οποίες ανέκαθεν έπαιζαν σημαντικό ρόλο στη στρατηγική μιας επιχείρησης. Ως ενέργειες δε, αποτελούν τις σημαντικότερες επιχειρηματικές κινήσεις που μπορούν να αλλάξουν δραματικά, και σε μικρό χρονικό διάστημα, την αξία των επιχειρήσεων. Οι εταιρικοί αυτοί συνδυασμοί είναι ουσιαστικά το αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης, στην οποία προβαίνουν οι επιχειρήσεις, με σκοπό να αναζωογονούν συνεχώς το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα για να επιβιώσουν εντός του σύγχρονου επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Μάλιστα, τη σημερινή εποχή που η παγκοσμιοποίηση δεν είναι επιλογή αλλά πραγματικότητα, η αναδόμηση των επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών και άλλων επιχειρηματικών σχηματισμών είναι πολλές φορές απαραίτητη, προκειμένου οι επιχειρήσεις να ενισχύσουν τα εταιρικά τους μεγέθη, να βελτιώσουν την παραγωγικότητά τους και να αντιμετωπίσουν την υπάρχουσα αβεβαιότητα και τον επιταχυνόμενο ανταγωνισμό.

Κατ' επέκταση, οι Σ&Ε αποτελούν ένα φαινόμενο τεράστιας σημασίας, όχι μόνο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις αλλά για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (μέτοχοι, managers, εργαζόμενοι, ανταγωνιστές, καταναλωτές και κυβερνήσεις) καθώς και για το σύνολο της οικονομίας. Η σημασία πηγάζει όχι μόνο από τις επιπτώσεις των Σ&Ε στις

προαναφερόμενες ομάδες, αλλά και λόγω των κολοσσιαίων ποσών που συχνά επενδύονται σε αυτές, διεθνώς.¹

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια κατανόησης της βασικής ορολογίας των εννοιών της εξαγοράς και της συγχώνευσης, αναλύοντας τα βασικά τους χαρακτηριστικά. Στη συνέχεια, κρίνεται σκόπιμο, να γίνει μια σχετικά σύντομη ιστορική αναδρομή των Σ&Ε, τόσο στο διεθνή όσο και στον ελληνικό χώρο. Η επόμενη ενότητα, αναλύει τους διάφορους τύπους των Σ&Ε, προκειμένου να προσδιοριστούν καλύτερα οι διαφορές και τα βασικά χαρακτηριστικά του κάθε τύπου. Η κατηγοριοποίησή τους γίνεται σύμφωνα με τον τρόπο, με τον οποίο πραγματοποιείται η προσφορά εξαγοράς, με τη στάση, που θα κρατήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και, τέλος, με τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Στο τέλος του κεφαλαίου, περιγράφονται οι λοιποί επιχειρηματικοί σχηματισμοί, οι οποίοι, είναι οι εξαγορές δια δανεισμού, οι εξαγορές από διοικητικά στελέχη και οι αντίστροφες εξαγορές.

1.2. Εννοιολογική Προσέγγιση

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (mergers and acquisitions – M&As) αποτελούν ένα μέσο εξάπλωσης των επιχειρήσεων, προσελκύοντας το δημόσιο ενδιαφέρον. Εντοπίζονται πολύ συχνά και σε πολλούς κλάδους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, αποτελώντας μια από τις πλέον ουσιαστικές αντιδράσεις των επιχειρήσεων απέναντι στον εντεινόμενο ανταγωνισμό που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών και η ένταση του ανταγωνισμού επιβάλλουν την επέκταση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, όχι μόνο για τη συνεχή επιτυχία μιας επιχείρησης αλλά και για την εξασφάλιση της ίδιας της επιβίωσής της.

Γενικά, οι όροι Σ&Ε αναφέρονται σε εκείνες τις επιχειρησιακές στρατηγικές που έχουν να κάνουν με την αγορά, πώληση και συνένωση διαφορετικών επιχειρήσεων ή παρόμοιων μονάδων που βοηθούν μια επιχείρηση να αναπτυχθεί γρήγορα στον κλάδο της, ή στην περιοχή που δραστηριοποιείται, ή ακόμα και σε μια νέα περιοχή, χωρίς να δημιουργήσει θυγατρική. Συχνά, οι όροι χρησιμοποιούνται ως συνώνυμοι, μάλλον διότι διέπονται από την κοινή αρχή-λογική, ότι με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται αξία για

¹ Κυριαζής Δ. (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδ. ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΜΠΙΛΙΑ & ΣΙΑ Ο.Ε. «Πανεπιστημιακό», Αθήνα 2007

τους μετόχους μεγαλύτερη από το άθροισμα των αξιών που θα δημιουργούσαν οι δύο επιχειρήσεις ξεχωριστά. Πρέπει, όμως, να γίνει σαφές ότι οι δύο όροι έχουν σημαντικές διαφορές και, συνεπώς, δεν θα πρέπει να θεωρούνται ταυτόσημοι. Στην πραγματικότητα, οι Σ&Ε αποτελούν δύο διαφορετικές μορφές συναλλαγών, επιφέροντας και διαφορετικές συνέπειες σε ότι αφορά τις νομικές και φορολογικές υποχρεώσεις, καθώς και τις διαδικασίες απόκτησης.

Ανάλογα με τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης, το ελληνικό νομικό πλαίσιο, και συγκεκριμένα ο Κώδικας Νόμων 2190/1920, αναγνωρίζει δύο είδη επιχειρησιακών σχηματισμών:

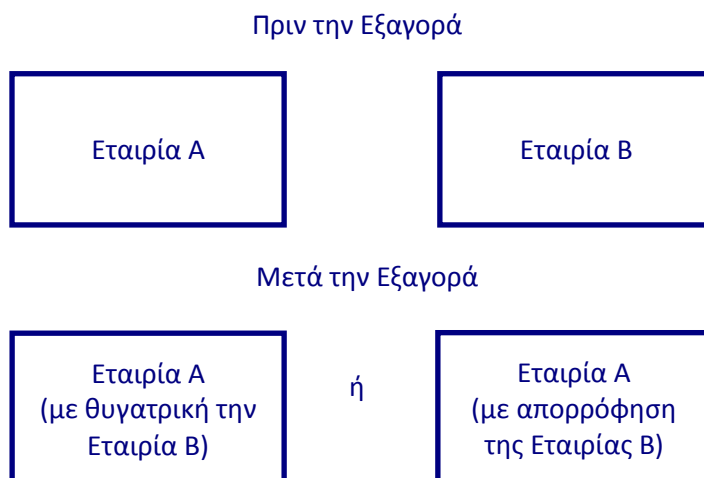
1. Εξαγορά (acquisition / takeover) είναι η μεταβίβαση του συνόλου ή του πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης, σε κάποια άλλη, η οποία καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Με άλλα λόγια, εξαγορά πραγματοποιείται όταν μια επιχείρηση (εξαγοράζουσα – bidder company) αγοράζει εξ' ολοκλήρου (ολική) ή κατά το μεγαλύτερο ποσοστό (μερική) μια άλλη επιχείρηση (εξαγοραζόμενη – target company).

Πρόκειται, δηλαδή, για τη διαδικασία, κατά την οποία η εξαγοράζουσα επιχείρηση αποκτά την πλήρη κυριότητα και τον αποκλειστικό έλεγχο της εταιρίας – στόχου και έτσι η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική της εξαγοράζουσας. Αυτό μπορεί να γίνει είτε άμεσα με την προσφέρουσα επιχείρηση να καθίσταται ιδιοκτήτης, είτε έμμεσα με τον εξαγοραστή (acquirer) να καρπώνεται τον έλεγχο της διοίκησης της επιχείρησης ή να εξαγοράζει όλες ή την πλειοψηφία των μετοχών της. Στην περίπτωση της εξ' ολοκλήρου εξαγοράς, η εξαγοράζουσα επιχείρηση απορροφά όλες τις δραστηριότητες της εξαγοραζόμενης, η οποία σταματάει να υφίσταται, και συνεχίζει τη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση μόνο των δικών της μετοχών. Στην περίπτωση της μερικής εξαγοράς, η επιχείρηση – στόχος εξακολουθεί να διατηρεί τη νομική της υπόσταση, αλλά δεν παραμένει ανεξάρτητη καθώς ελέγχεται από την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Η διαδικασία ολοκλήρωσης της εξαγοράς περιλαμβάνει είτε την καταβολή μετρητών, είτε την απόκτηση μετοχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, είτε σε συνδυασμό μετοχών και μετρητών.

Υπάρχουν τέσσερις περιπτώσεις εξαγορών: **α)** μια εισηγμένη στο χρηματιστήριο εξαγοράζει μια επίσης εισηγμένη, **β)** μια εισηγμένη εξαγοράζει μια μη εισηγμένη,

γ) μια μη εισηγμένη εξαγοράζει μια εισηγμένη και δ) μια μη εισηγμένη εξαγοράζει μια επίσης μη εισηγμένη.²

Πίνακας 1.2.α : Περίπτωση Εξαγοράς



2. Συγχώνευση (merger) είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων με σκοπό τη δημιουργία μιας νέας. Πιο συγκεκριμένα, συγχώνευση είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις συμφωνούν να ενοποιήσουν τις λειτουργίες τους σε μια σχετικά ισάξια βάση, με σκοπό το σχηματισμό μιας νέας, κατά κανόνα μεγαλύτερης και ισχυρότερης, οικονομικής μονάδας.

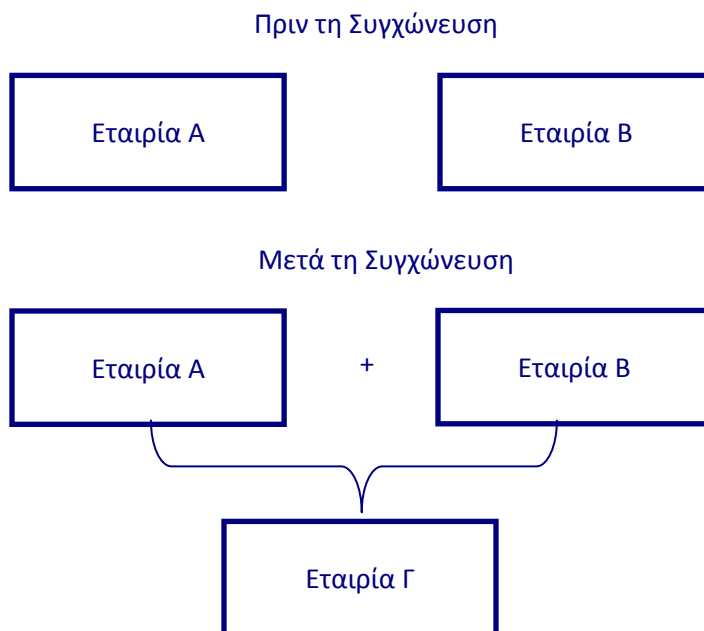
Οι επιχειρήσεις είναι συνήθως παρόμοιου μεγέθους (merger of equals), λειτουργούν αυτοβούλως και επιθυμούν αμοιβαία τη συγχώνευση. Ωστόσο, μπορεί να υπάρχει και συνεργασία μεταξύ άνισων επιχειρήσεων (merger of unequals). Οι λυόμενες επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν αλλά δεν τίθενται υπό εκκαθάριση, αφού τα περιουσιακά τους στοιχεία και υποχρεώσεις δε διανέμονται στους ιδιοκτήτες αλλά μεταβιβάζονται στην προκύπτουσα από τη συγχώνευση νέα επιχείρηση.

Η μεταβίβαση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων γίνεται έναντι ανταλλάγματος. Οι μέτοχοι των επιχειρήσεων που παύουν να υφίστανται αποκτούν, βάσει μιας προκαθορισμένης σχέσης ανταλλαγής, ένα συγκεκριμένο

² Ξανθάκης Μ. & Αλεξάκης Χρ. (2007), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων», Εκδ. ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, Αθήνα 2007

αριθμό μετοχών της νέας επιχείρησης ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που αρχικά διέθεταν.

Πίνακας 1.2.β : Περίπτωση Συγχώνευσης



Οι Σ&Ε δεν συμβάλλουν πάντα στην κερδοφορία των επιχειρήσεων που τις πραγματοποιούν. Οι δραστηριότητές τους συχνά θεωρούνται ότι είτε συμβάλλουν στη βελτίωση της οικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων, είτε όχι και καταστρέφουν την αξία της επένδυσης των μετόχων, είτε δύναται και να είναι μηδενικής αξίας. Η βελτίωση της οικονομικής επίδοσης που επέρχεται ως τελικό παραγόμενο αποτέλεσμα από μια δραστηριότητα Σ&Ε, εξαρτάται τόσο από τους στρατηγικούς στόχους της εξαγοράζουσας, όσο και από τα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης, αναφορικά με τη συνάφεια της δραστηριότητάς της.

1.3. Ιστορική Αναδρομή

Οι Σ&Ε δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυνοριακές Σ&Ε). Οι αναδιαρθρώσεις σε κλάδους, οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες, οι κυβερνητικές ρυθμίσεις και η γενικότερη μακροοικονομική κατάσταση είναι κάποιοι από τους παράγοντες που οδηγούν σε Σ&Ε. Οι αλλαγές που κατά καιρούς

πραγματοποιήθηκαν στο μικρο- και μακρο- περιβάλλον των επιχειρήσεων, ώθησαν άλλοτε λιγότερο και άλλοτε περισσότερο σε τέτοιου είδους συναλλαγές.³

Οι Σ&Ε κάνουν την εμφάνισή τους στο τέλος του 19^{ου} αιώνα, απ' όπου υπάρχουν έγκυρα και διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία. Ωστόσο, παρατηρείται από τις διαθέσιμες πληροφορίες ότι, οι Σ&Ε αναπτύχθηκαν κατά κύματα (merger waves), διαφορετικής χρονικής διάρκειας και χαρακτηριστικών γνωρισμάτων, με τη μεγαλύτερη διαχρονικά ανάπτυξη να παρατηρείται στις ΗΠΑ, στο Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και στην Ηπειρωτική Ευρώπη.

1.3.1. Διεθνές επίπεδο

Η οικονομική ιστορία⁴ αναφέρει 7 σημαντικά κύματα Σ&Ε στις ΗΠΑ και γενικότερα την Ευρώπη: την περίοδο 1890-1905, την περίοδο 1919-1929, τη δημιουργία ομίλων ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerates) της περιόδου 1955-1969, τη δεκαετία 1980, την περίοδο 1993-2000, την περίοδο 2003-2007 και το τελευταίο κύμα εξαγορών, το οποίο ξεκίνησε το 2013 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Τα κύματα Σ&Ε στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των επιχειρήσεων. Πιο αναλυτικά:

- 1. Περίοδος 1890-1905:** Το πρώτο κύμα συνεργασιών εκδηλώθηκε αποκλειστικά στη δευτερογενή αγορά των ΗΠΑ και οφειλόταν στη βιομηχανική επανάσταση της εποχής, όπου λόγω έντονης εμφάνισης των βαριών βιομηχανιών δημιουργήθηκαν μεγάλα βιομηχανικά σωματεία που επικρατούν ακόμα και σήμερα. Η περίοδος αυτή συνδέθηκε με την ολοκλήρωση του εθνικού συστήματος μεταφορών (σιδηροδρόμων), που συνέστησε την πρώτη ενιαία κοινή αγορά στον κόσμο.
- 2. Περίοδος 1919-1929:** Η έναρξη του δεύτερου κύματος σηματοδοτήθηκε από αλλαγές στο νομικό πλαίσιο. Σε αυτή την περίοδο σημειώθηκαν κάθετες συγχωνεύσεις είτε προς τα εμπρός (σχέσεις με πελάτη), είτε προς τα πίσω (σχέσεις με προμηθευτή), αλλά και διακλαδικές επαφές, οι οποίες αν και δε δημιούργησαν

³ Κυριαζής Δ. (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδ. ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΜΠΙΛΙΑ & ΣΙΑ Ο.Ε. «Πανεπιστημιακό», Αθήνα 2007

⁴ Κυριαζής Δ. (2016), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδ. Διπλογραφία

μονοπώλια, οδήγησαν σε ολιγοπωλιακές καταστάσεις. Αυτή η χρονική περίοδος χαρακτηρίστηκε από εκμετάλλευση εθνικών πόρων, μαζική παραγωγική δραστηριότητα και ανάπτυξη της έρευνας και της τεχνολογίας στο βιομηχανικό τομέα. Ωστόσο, η οικονομική κρίση του '30 και ο Δεύτερος Παγκόσμιος Πόλεμος σηματοδότησαν το τέλος των συγχωνευτικών πράξεων.

- 3. Περίοδος 1955-1969:** Κατά τη διάρκεια του συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της παραγωγής, έντονη διαφοροποίηση των προϊόντων και διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου, καθώς επίσης και εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων, οι οποίες δραστηριοποιούνταν σε διαφορετικά επιχειρηματικά πεδία δημιουργώντας εταιρικούς κολοσσούς. Το σημαντικότερο χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου ήταν οι διαγωνίες Σ&Ε, καθώς οι νέοι αντιμονοπωλιακοί νόμοι δεν επέτρεπαν τις κάθετες και οριζόντιες.
- 4. Περίοδος δεκαετίας 1980:** Με την έναρξη του τέταρτου κύματος συγχωνεύσεων, ο τομέας των Σ&Ε συνέχιζε να παρουσιάζει θεαματική ανάπτυξη. Τα κύματα συγχωνεύσεων είχαν γίνει πλέον συχνότερα και πιο επιμήκη, ενώ τα χρονικά διαστήματα μεταξύ των κυμάτων είχαν συρρικνωθεί. Όλες αυτές οι τάσεις συνδυάστηκαν με το γεγονός ότι, οι Σ&Ε είχαν μετατραπεί σ' ένα όλο και πιο σημαντικό κομμάτι του κόσμου της εταιρικής χρηματοδότησης και της εταιρικής στρατηγικής. Αυτό οφείλονταν στο γεγονός ότι, η οικονομία βρισκόταν σε βαθιά ύφεση, η χρηματιστηριακή αξία των εταιρικών μετοχών επηρεάζονταν σημαντικά και η δημιουργία εκ νέου μιας επιχείρησης ήταν οικονομικά αδύνατη. Για το λόγο αυτό, οι επιχειρήσεις στράφηκαν στις διεθνείς ενοποιήσεις και τις επιθετικές εξαγορές, με τη συγκεκριμένη περίοδο να χαρακτηρίζεται ως «περίοδος της μανίας των συγχωνεύσεων (merger mania)».
- 5. Περίοδος 1993-2000:** Ενώ οι μεγάλης κλίμακας Σ&Ε αποτελούσαν κυρίως ένα αμερικανικό φαινόμενο, το πέμπτο κύμα συγχωνεύσεων μετατράπηκε στη συνέχεια σε μια πραγματικά διεθνή περίοδο Σ&Ε. Σύμφωνα με εκτιμήσεις αναλυτών, το τελευταίο κύμα Σ&Ε άγγιξε το απόγειό του παγκοσμίως, με τις μεγαλύτερες Σ&Ε να λαμβάνουν χώρα στην Ευρώπη. Βασικά χαρακτηριστικά αυτού του χρονικού διαστήματος είναι η έντονα παγκοσμιοποιημένη οικονομία (globalization) και οι νομοθετικές αλλαγές (deregulation) στις εταιρικές συγκεντρώσεις και τα μονοπώλια. Οι επιχειρήσεις επεκτείνονται διεθνώς με Σ&Ε και επιδιώκουν τη μεγέθυνσή τους, προκειμένου να ανταποκριθούν στη νέα πραγματικότητα.

6. Περίοδος 2003-2007: Πιο ευαίσθητες σε αυτό το κύμα των Σ&Ε φαίνεται να είναι οι χώρες της Ευρώπης, καθώς ο ανταγωνισμός από την Ευρώπη είναι αυξημένος, ενώ οι αμερικανικές εταιρίες χρειάζονται περισσότερα κίνητρα. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 2000, η φύση των Σ&Ε άλλαξε ακόμα περισσότερο, αφού έγινε πιο παγκόσμια, με σημαντική αύξηση του αριθμού των ενοποιήσεων τόσο στην Ασία όσο και στη Λατινική και Νότια Αμερική. Οι αξίες των συναλλαγών αυξήθηκαν, οι προσφορές γίνονταν κυρίως με μετρητά και οι μέτοχοι των αγοραστριών τραπεζών ωφελούνταν πλέον ακόμα περισσότερο. Όλα αυτά οφείλονταν στο γεγονός της αυξημένης ρευστότητας που επικρατούσε εκείνη την περίοδο και του φθηνού δανεισμού λόγω των χαμηλών επιτοκίων.

7. Περίοδος 2013-σήμερα: Σε αντίθεση με το έκτο κύμα, σε αυτή την περίοδο οι Σ&Ε αποτελούν και πάλι χαρακτηριστικό της αγοράς των Η.Π.Α. έναντι της Ευρώπης και των λοιπών αγορών. Παρόλο αυτά, το συγκεκριμένο κύμα είναι το υψηλότερο όλων από πλευράς αξίας συναλλαγών, με τις αγορές της Ασίας να «παίζουν» σημαντικό ρόλο και να συνεχίζουν την ανοδική τους πορεία. Οι απαιτήσεις των επενδυτών και των διοικήσεων φαίνεται να έχουν αυξηθεί, στοχεύοντας πλέον στη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου (diversification) και στην απόκτηση νέας πελατειακής βάσης.

1.3.2. Ελληνικό επίπεδο

Ο στρατηγικός δυναμισμός που είχαν επιδείξει οι επιχειρήσεις, αλλά και τα οικονομικά αποτελέσματα, τα οποία ενίοτε επιτυγχάνονταν μέσω των Σ&Ε, δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες. Με αρκετή καθυστέρηση βέβαια σε σχέση με τους Ευρωπαίους αλλά και διεθνείς ανταγωνιστές, η Ελλάδα ξεκίνησε να προσπαθεί να προλάβει την ανάπτυξη μεγάλων επιχειρηματικών σχημάτων. Σημαντικά εμπόδια, όμως, όπως ο μικρός αριθμός εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων, η ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, τα περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς και η έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου, εμπόδιζαν τη γρήγορη ανάπτυξη των Σ&Ε.

Παρόλο αυτά, το 1986, με τη δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς, που οδήγησε σε ένα κύμα Σ&Ε στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Το πεδίο των Σ&Ε στην παγκόσμια αγορά αποτέλεσε, για την ελληνική πραγματικότητα, υπόδειγμα λειτουργίας για επιτυχείς Σ&Ε. Επιπλέον, η ανάπτυξη του ΧΑΑ, η απελευθέρωση του

τραπεζικού συστήματος, η ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ καθώς και η γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας πολλαπλασίασαν τις Σ&Ε στη χώρα μας, με αιχμή τα τελευταία χρόνια, το ίδιο το τραπεζικό σύστημα. Ειδικά στον τραπεζικό τομέα, εμφανίσθηκαν αξιοσημείωτες αλλαγές των τραπεζών, με σημαντική άνοδο των μεριδίων των ιδιωτικών ομίλων. Ως κύριο στόχο είχαν τόσο την ενίσχυση των εταιρικών μεγεθών, όσο και τη βελτίωση της παραγωγικότητας, αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος.

Στην Ελλάδα, πολλές εξαγορές, αρχικά, προέκυψαν από διάφορες αλλαγές στη νομοθεσία, καθώς οι επιχειρήσεις ήταν αναγκασμένες να παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα κεφαλαιοποίησης, ώστε να μπορούν να αναλαμβάνουν έργα. Επιπλέον, κατά τη διάρκεια άνθισης του Χρηματιστηρίου, οι αντίστροφες συγχωνεύσεις αποτέλεσαν δημοφιλή μέθοδο για να εξασφαλισθεί η εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Σε κάθε περίπτωση, όμως, το φαινόμενο των Σ&Ε δημιούργησε ένα νέο και σε μεγάλο βαθμό άγνωστο σκηνικό στο εγχώριο οικονομικό γίγνεσθαι, με την ελληνική αγορά να μην εξαντλεί όλα τα περιθώρια ανάπτυξης και προόδου που μπορεί να εμφανίσει στον τομέα των Σ&Ε.

Πολλές μελέτες αναλυτών έδειχναν πάντα ότι, η ελληνική αγορά βρισκόταν στη φάση της εσωτερικής αναδιάταξης των εταιρικών της δυνάμεων. Παράλληλα βέβαια, θεωρούσαν σίγουρο ότι, αναμένονται έντονες διασυννοριακές συνεργασίες και σημαντικές διαφοροποιήσεις. Μέσα από επιχειρηματικές συμπράξεις θα προκύψουν ελληνικής προέλευσης όμιλοι, οι οποίοι όμως θα υπερβαίνουν τα εθνικά και γεωγραφικά όρια, διεισδύοντας στις αγορές της Βαλκανικής αλλά και της ΕΕ.

1.4. Διακρίσεις Συγχωνεύσεων – Εξαγορών

Οι Σ&Ε χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις προκειμένου να διευρύνουν το μέγεθος των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν, τις πωλήσεις, τα κέρδη τους και τα μερίδια που κατέχουν σε μια εθνική ή διεθνή αγορά. Ο χαρακτηρισμός μιας Σ&Ε ως επιθυμητή, εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες, με κυριότερο τον καθορισμό και τη σωστή ανάλυση των στρατηγικών στόχων της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Ανάλογα, λοιπόν, με τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε τέτοιου είδους στρατηγικές, δημιουργούνται διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης και, συνεπώς, διαφορετικές μορφές Σ&Ε.

Προκειμένου, λοιπόν, να εντοπιστούν οι διαφορές και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των δύο όρων, γίνεται κατηγοριοποίηση των Σ&Ε σε επιμέρους ομάδες. Για την ομαδοποίηση των Σ&Ε χρησιμοποιούνται διάφορα κριτήρια όπως:⁵

- ✓ ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιείται η προσφορά εξαγοράς,
- ✓ η στάση/διάθεση που θα κρατήσει η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και
- ✓ η συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας.

1.4.1. Διάκριση βάσει του τρόπου εξαγοράς

Ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιείται η προσφορά της εξαγοράς μιας επιχείρησης από μια άλλη, οι Σ&Ε διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:

- 1. Δημόσια προσφορά στους μετόχους (public tender offer):** Η εξαγοράζουσα επιχείρηση απευθύνει δημοσίως πρόσκληση να αγοράσει ένα μέρος (συνήθως περισσότερο από 51%) από τις κοινές μετοχές της εξαγοραζόμενης επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς δεν απαιτούν γενική συνέλευση των μετόχων προς έγκριση. Οι μέτοχοι που πωλούν τις μετοχές τους πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με κοινές μετοχές της εξαγοράζουσας επιχείρησης.
- 2. Συγχώνευση (merger):** Πρόκειται για τη συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων ώστε να επιτύχουν κοινούς αντικειμενικούς σκοπούς. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με αξιόγραφα της εξαγοράζουσας επιχείρησης.
- 3. Διαμάχη ανάμεσα σε Διοίκηση και εναντιωμένους μετόχους (proxy fights):** Σε αυτή την περίπτωση, μερίδα μετόχων ή η διοίκηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης προσπαθούν να πείσουν τους εναντιωμένους και δυσαρεστημένους μετόχους της εξαγοραζόμενης επιχείρησης να ψηφίσουν κατά της διοίκησης της επιχείρησής τους. Έτσι, η εξαγοράζουσα επιχείρηση θα είναι πιο εύκολο να επιτύχει την εξαγορά.

⁵ Κυριαζής Δ. (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδ. ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΜΠΙΛΙΑ & ΣΙΑ Ο.Ε. «Πανεπιστημιακό», Αθήνα 2007

1.4.2. Διάκριση βάσει της στάσης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης

Το αν η απόκτηση μιας επιχείρησης από μια άλλη θα θεωρηθεί συγχώνευση ή εξαγορά, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη στάση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης απέναντι στην πρόταση της εξαγοράς, καθώς και στον τρόπο με τον οποίο αυτή θα ανακοινωθεί. Έτσι, ανάλογα με τις διαθέσεις για συναίνεση των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, διακρίνονται δύο κατηγορίες:

- 1. Φιλική (amicable or friendly) συγχώνευση ή εξαγορά:** Επιτυγχάνεται όταν η διοίκηση της εταιρίας – στόχου είναι δεκτική απέναντι στην ενδεχόμενη ενοποίηση και προτρέπει τους μετόχους να την αποδεχτούν. Οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις συνήθως προτιμούν τις φιλικές εξαγορές γιατί καταβάλλουν χαμηλότερη τιμή για την αγορά, έχουν μικρότερο βαθμό ρίσκου και υπάρχει καλύτερη διάχυση των πληροφοριών μεταξύ των επιχειρήσεων. Αντίστοιχα, οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις προτιμούν τις φιλικές εξαγορές γιατί η ενσωμάτωση (integration) μετά την ενοποίηση των επιχειρήσεων είναι πιο αποτελεσματική όταν τα δύο μέρη συνεργάζονται πλήρως.
- 2. Εχθρική – επιθετική (hostile) εξαγορά:** Όταν η συμφωνία δεν είναι φιλική, δηλαδή όταν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση δεν επιθυμεί να εξαγοραστεί ή δε συμφωνεί με τους όρους της συμφωνίας, τότε πρόκειται πάντοτε για εξαγορά. Στις εχθρικές εξαγορές υπάρχει μεγάλη διαφορά απόψεων μεταξύ των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων και συνήθως η εξαγοράζουσα επιχείρηση αποκτά «βίαια» τον πλήρη έλεγχο της εταιρίας – στόχου. Πρόκειται, δηλαδή, για μια κίνηση στρατηγικού περιεχομένου και, στην περίπτωση αυτή, η διοίκηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης χρησιμοποιεί διάφορες αμυντικές τακτικές για να εμποδίσει ή να κάνει ασύμφορη την εξαγορά.

1.4.3. Διάκριση βάσει της συσχέτισης του κλάδου δραστηριότητας

Σε αυτή την περίπτωση, παράγοντας εξαιρετικής σημασίας για τη διάκριση των Σ&Ε είναι η στρατηγική που εφαρμόζει η εξαγοράζουσα επιχείρηση σε επιχειρησιακό επίπεδο (corporate level strategy). Η επιχειρησιακή στρατηγική ορίζει το πεδίο δράσης της επιχείρησης σε όρους κλάδων και αγορών, στις οποίες η επιχείρηση ανταγωνίζεται. Έτσι, έχουμε:

1. Συσχετισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές (related or concentric mergers):

Αφορούν στην εφαρμογή συσχετισμένης διαφοροποίησης (related or concentric diversification). Πιο συγκεκριμένα, σε αυτήν την περίπτωση, οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται, δεν παρουσιάζουν ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους. Οι δραστηριότητές τους, όμως, δύναται να αλληλοσυμπληρώνονται με τις συνδυασμένες ενέργειες, έστω και με σχετικά μεγαλύτερο επιχειρηματικό ρίσκο. Αυτός ο τρόπος μεγέθυνσης είναι κατάλληλος όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση κατέχει ισχυρή ανταγωνιστική θέση στην αγορά αλλά η ελκυστικότητα του κλάδου είναι μάλλον χαμηλή. Η συγκεκριμένη κατηγορία Σ&Ε περιλαμβάνει τις ακόλουθες υποκατηγορίες:

- ✓ **Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers)** είναι οι συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και παράγουν ίδια ή ομοειδή προϊόντα. Πρόκειται για έναν άμεσο και γρήγορο τρόπο για την είσοδο μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά. Στόχος των οριζόντιων συγχωνεύσεων είναι η αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης, η εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας, η αύξηση της διαπραγματευτικής δύναμης και η δημιουργία εμποδίων εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο. Οι κυριότερες επιδράσεις που είναι δυνατόν να επιφέρουν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις χωρίζονται: **α)** στις μονομερείς επιδράσεις, όπου δύναται να οδηγήσουν σε αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης της νέας επιχειρηματικής οντότητας, **β)** στις επιδράσεις στο συντονισμό της επιχείρησης, όπου μπορεί να επηρεαστεί η πιθανότητα συμπαιγνίας και **γ)** στον επηρεασμό της αποτελεσματικότητας της νέας επιχείρησης. Λόγω των παραπάνω επιδράσεων, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής και εποπτεύονται από κυβερνητικούς μηχανισμούς λόγω της πιθανής αρνητικής τους επίπτωσης στον ανταγωνισμό.
- ✓ **Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers)** είναι οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων μεταξύ των οποίων υπάρχει σχέση αγοραστή – προμηθευτή, δηλαδή οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις παράγουν το ίδιο προϊόν αλλά λειτουργούν σε διαφορετικά ή συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας. Οι συγχωνεύσεις αυτής της κατηγορίας αποσκοπούν στον πλήρη έλεγχο των τιμών, στην παροχή υψηλής ποιότητας προϊόντων/υπηρεσιών, στον καλύτερο σχεδιασμό της παραγωγής κ.ά.. Γενικά, οι κάθετες συγχωνεύσεις επιφέρουν μια σειρά από σημαντικά πλεονεκτήματα, με τα κυριότερα να είναι η μείωση του ανταγωνισμού και η ισχυροποίηση της θέσης της νέας επιχείρησης.

Επιπλέον, οι συγχωνεύσεις τέτοιου τύπου οδηγούν σ' έναν συνδυασμό επιχειρησιακών λειτουργιών, ο οποίος οδηγεί σε αύξηση της αποδοτικότητας, βελτίωση των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου, ανάπτυξη ενός ενοποιημένου συστήματος διαχείρισης ποιότητας κ.ά.. Με βάση τις λειτουργίες της αλυσίδας αξίας που αφορούν, οι κάθετες συγχωνεύσεις συμβάλλουν στην ολοκλήρωση είτε προς τα εμπρός (forward vertical integration) είτε προς τα πίσω (backward vertical integration). Η έννοια της κάθετης συγχώνευσης προς τα εμπρός αφορά τη διατήρηση των κερδών μέσα στην επιχειρηματική οντότητα, χωρίς ταυτόχρονη διαρροή τους προς τους μεσάζοντες της παραγωγικής διαδικασίας. Όσον αφορά την κάθετη συγχώνευση προς τα πίσω, μέσω αυτής δίνεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να ασχοληθεί με δραστηριότητες που προηγούνταν της παραγωγικής διαδικασίας.

2. Ασυσχετίστες ή ασύνδετες συγχωνεύσεις και εξαγορές (unrelated mergers or conglomerates): Αφορούν στην εφαρμογή ασυσχετίστης διαφοροποίησης (unrelated or conglomerate diversification). Σε αυτήν την περίπτωση, η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιλέγει μεγέθυνση μέσω Σ&Ε με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε εντελώς διαφορετικούς κλάδους. Μια τέτοια στρατηγική ενδείκνυται όταν ο κλάδος, στον οποίο ήδη δραστηριοποιείται η εξαγοράζουσα επιχείρηση, δεν είναι πλέον ελκυστικός και η επιχείρηση δε διαθέτει ικανότητες που θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει σε ομοειδή προϊόντα σε άλλες αγορές. Αυτή η κατηγορία συγχωνεύσεων περιλαμβάνει τις ακόλουθες υποκατηγορίες:

- ✓ **Συμπληρωματικές συγχωνεύσεις** είναι οι συγχωνεύσεις, οι οποίες προκύπτουν όταν οι επιχειρήσεις που συνενώνονται δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση, όμως οι δραστηριότητές τους αλληλοσυμπληρώνονται.⁶
- ✓ **Διαγώνιες συγχωνεύσεις** είναι οι συγχωνεύσεις, οι οποίες προκύπτουν όταν μια επιχείρηση εισέρχεται σε έναν εντελώς νέο κλάδο, απευθυνόμενη σε μια πλήρως καινούρια αγορά αγαθών και υπηρεσιών, αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα και τον κίνδυνο της αβεβαιότητας, αναφορικά με την εξέλιξη της επένδυσης. Οι συγχωνεύσεις αυτού του τύπου επιτυγχάνονται όταν η μητρική

⁶ Σακέλλης Ε. (2001), «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», Εκδ. ΣΑΚΕΛΛΗ Ε., Πειραιάς 2001

επιχείρηση επεκτείνεται σε άλλα επιχειρηματικά πεδία. Αυτό σημαίνει ότι, κάθε θυγατρική λειτουργεί αυτόνομα από τις υπόλοιπες του ομίλου, ωστόσο εξαρτάται και είναι υπόλογος στη μητρική. Μια τέτοιου είδους συνένωση εξασφαλίζει διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου, καθώς επίσης και μείωση του κόστους κεφαλαίου που προκαλείται από την επέκταση της επιχείρησης.

1.5. Άλλοι Επιχειρηματικοί Σχηματισμοί

Κατά τη δεκαετία του 1980, άρχισε να εδραιώνεται μια νέα τάξη εξαγοραστών. Πρόκειται για τις εταιρίες επενδύσεων (private equity funds), οι οποίες χρηματοδοτούσαν τις εξαγορές χρησιμοποιώντας ένα μικρό ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου και ένα πολύ υψηλό ποσοστό χρέους. Οι ίδιες δυνάμεις, που διέπουν τις Σ&Ε που περιγράφηκαν ανωτέρω, αποτελούν το εφιαλτήριο για τους επιχειρηματικούς σχηματισμούς (corporate combinations), που θα αναφερθούν στη συνέχεια. Μερικές φορές μάλιστα, οι σχηματισμοί αυτοί χρησιμοποιούνται ως αμυντική τακτική απέναντι στο φόβο μιας ενδεχόμενης εχθρικής εξαγοράς.

Ο όρος «going private transactions» αναφέρεται σε αυτούς τους επιχειρηματικούς σχηματισμούς και χρησιμοποιείται ακριβώς για να δηλώσει ότι μια επιχείρηση ανοικτού τύπου, που οι μετοχές της δηλαδή διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο, εξαγοράζεται από μια μικρή ομάδα επενδυτών και μετατρέπεται σε εξωχρηματιστηριακή επιχείρηση.

1.5.1. Εξαγορές από διοικητικά στελέχη

Οι εξαγορές από διοικητικά στελέχη (Management Buy Outs – MBOs) αποτελούν μια μορφή επιχειρηματικού σχηματισμού, όπου επιχειρήσεις, με καλή χρηματοοικονομική διάρθρωση και μεγάλα οικονομικά μεγέθη, στοχεύουν να εξαγοράσουν τη διοίκηση μικρότερων επιχειρήσεων. Αυτό επιτυγχάνεται, με την εξαγορά ουσιαστικά ολόκληρου του management και του ανθρώπινου δυναμικού των μικρότερων επιχειρήσεων, προσπαθώντας παράλληλα να μεταφέρουν την τεχνογνωσία που έχει αναπτυχθεί σε αυτές τις μικρότερες επιχειρήσεις προς τις μεγαλύτερες. Με αυτόν τον τρόπο, ουσιαστικά εκμεταλλεύονται το λεγόμενο «team capital» των μικρότερων

επιχειρήσεων, το οποίο είναι αποτέλεσμα της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας που εμφανίζουν οι μικρότερες επιχειρήσεις σε επίπεδα ευελιξίας, επικοινωνίας και εξειδίκευσης σε διάφορους τομείς.

Στις περισσότερες περιπτώσεις, τα διοικητικά στελέχη θεωρούν ότι έχουν την εμπειρία και την τεχνογνωσία να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης, αν αυτή περιέλθει υπό τον έλεγχό τους. Πολύ συχνά, τα στελέχη αυτά ενώνουν τις δυνάμεις τους με άλλες ομάδες επενδυτών (venture capitalists), προκειμένου να αποκτήσουν την επιχείρηση, διότι ακριβώς μια τέτοια εξαγορά αποτελεί περίπλοκη διαδικασία που απαιτεί σημαντικά κεφάλαια. Οι περισσότερες εξαγορές από διοικητικά στελέχη λαμβάνουν χώρα σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, κατά τις οποίες υπάρχει πληθώρα επενδυτικών ευκαιριών. Οι προσπάθειες των διοικητικών στελεχών να αναδομήσουν τις επιχειρηματικές λειτουργίες είναι πιο αποτελεσματικές, όταν οι επιχειρηματικές συνθήκες είναι ευνοϊκές. Τα στελέχη επενδύουν μέρος του μετοχικού τους κεφαλαίου, και παρόλο που πολλές φορές το ποσοστό αυτό είναι μικρό, αντιπροσωπεύει σημαντικό μέρος του πλούτου τους. Έτσι, η ανάγκη να προβούν σε ένα επιτυχημένο MBO είναι επιτακτική.

1.5.2. Εξαγορές δια δανεισμού

Ο όρος εξαγορές δια δανεισμού (Leveraged Buy Outs – LBOs) συνεπάγεται έναν επιθετικό, υψηλού κινδύνου, τρόπο ανάπτυξης της επιχείρησης και των μεγεθών της. Αυτό ισχύει, διότι οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονες αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας των ενοποιήσεων. Οι LBOs αποτελούν έναν τρόπο μεγέθυνσης της επιχείρησης, μέσω της αύξησης του τραπεζικού της δανεισμού, με σκοπό να προβεί σε εξαγορές, κυρίως μεγαλύτερων επιχειρήσεων από την ίδια, χωρίς να δεσμεύσει μεγάλο μέρος ιδίων κεφαλαίων. Οι εξαγορές δια δανεισμού συνήθως λαμβάνουν χώρα σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ωριμότητας του κύκλου ζωής τους, έχουν περιορισμένες δυνατότητες μεγέθυνσης και σταθερές ταμειακές ροές.

Οι LBOs αναφέρονται στην εξαγορά όλων των μετοχών ή περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης εισηγμένης στο Χρηματιστήριο, χρησιμοποιώντας όμως σημαντικό ύψος δανειακών κεφαλαίων, ώστε να αντεπεξέλθει η επιχείρηση στο κόστος της εξαγοράς. Μετά την εξαγορά, η επιχείρηση συνήθως μετατρέπεται σε ιδιωτική, καθώς οι μετοχές των LBOs δεν εμπορεύονται στο Χρηματιστήριο. Αν η εξαγορά γίνει με αγορά μετοχών

(stock purchase format), οι μέτοχοι της εταιρίας – στόχου απλώς πωλούν τις μετοχές τους και, στη συνέχεια, οι δύο επιχειρήσεις μπορούν να συγχωνευθούν. Συχνά, τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με την περιουσία της εξαγοράζουσας, ως εγγύηση για το δανεισμό.

1.5.3. Αντίστροφες εξαγορές

Ως αντίστροφη εξαγορά (Reverse Leveraged Buy Outs – RLBOs) θεωρείται η διαδικασία κατά την οποία μια επιχείρηση, η οποία έχει μετατραπεί σε εξωχρηματιστηριακή μέσω LBOs, εξαγοράζεται από μια μικρότερη, σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, προκειμένου να επωφεληθεί και να γίνει ξανά εισηγμένη. Πολλές εμπειρικές μελέτες⁷ καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι, η εταιρική αναδιάρθρωση μέσω LBOs είναι απόφαση βραχυπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα, εφόσον μέσα σε λίγα χρόνια οι επιχειρήσεις που έχουν μετατραπεί σε κλειστού τύπου οδηγούνται σε Reverse LBOs.

Οι επιχειρήσεις που επιχειρούν Reverse LBOs προσπαθούν να αυξήσουν τη ρευστότητά τους, αποκτώντας μετρητά ώστε να μειώσουν το χρέος τους σε πιο ελεγχόμενο επίπεδο. Το χρέος αυτό μπορεί να είναι αποτέλεσμα λειτουργικών δραστηριοτήτων ή από το προηγούμενο LBO.⁸ Το πιο σύνηθες επιχείρημα που χρησιμοποιείται, για να εξηγήσει γιατί οι επιχειρήσεις οδηγούνται σε Reverse LBOs είναι ότι, τα διοικητικά στελέχη επιθυμούν να μειώσουν το χρηματοοικονομικό κόστος και την υψηλή δανειακή μόχλευση.

⁷ Kaplan N. Steven (1991), «The staying power of leveraged buyouts», Journal of Financial Economics

⁸ Opler Tim & Titman Sheridan (1993), «The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs», The Journal of Finance

Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

ΣΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

2.1. Εισαγωγή

Αναμφισβήτητα, ο τραπεζικός κλάδος, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στις άλλες χώρες κατέχει σημαντική θέση και γι' αυτό χρήζει ιδιαίτερης προσοχής. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί τον κορμό ενός οικονομικού συστήματος, και είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την ανάπτυξη της οικονομίας με ορθολογικό τρόπο και την επίτευξη της οικονομικής ευημερίας. Μια χώρα, όμως, για να χαρακτηριστεί ανεπτυγμένη οφείλει να εμφανίζει έναν αποδοτικό τραπεζικό τομέα, ο οποίος θα κινείται με ταχύτατους ρυθμούς και θα επηρεάζει θετικά όλες τις παραμέτρους που συνθέτουν την οικονομική κατάσταση της χώρας.

Ο τραπεζικός τομέας δέχεται συνεχώς σημαντικές αναδιαμορφώσεις. Οι τράπεζες έρχονται αντιμέτωπες με υψηλά επίπεδα πληθωρισμού, με αυξημένα επιτόκια και με μειωμένη επενδυτική δραστηριότητα. Προσπαθώντας να ανταποκριθούν στα συνεχώς μεταβαλλόμενα δεδομένα αρχίζουν να κάνουν σταθερά βήματα εκσυγχρονισμού και αναδιοργάνωσης. Το νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον υποχρεώνει τα τραπεζικά ιδρύματα να είναι ευέλικτα, να προωθούν νέα προϊόντα, να ελέγχουν τα λειτουργικά τους έξοδα και να διαθέτουν σωστό τεχνολογικό εξοπλισμό, εξειδικευμένο προσωπικό αλλά και κατάλληλο μέγεθος, ώστε να μπορούν να είναι ανταγωνιστικά. Επιπλέον, η απελευθέρωση των χρηματαγορών, η νομισματική ενοποίηση, οι διεθνείς τραπεζικοί κανονισμοί και οι εποπτικές αλλαγές είναι μερικοί παράγοντες που δημιουργούν τις κατάλληλες προϋποθέσεις για τη διαμόρφωση μιας ενιαίας χρηματοοικονομικής λογικής.

Όλοι αυτοί οι παράγοντες, λοιπόν, κάνουν την πολιτική των Σ&Ε ολοένα και πιο συχνά την επικρατέστερη επιλογή των τραπεζικών ιδρυμάτων για την επέκτασή τους και την προσαρμογή τους στις ανταγωνιστικές συνθήκες της διεθνούς οικονομίας. Η αύξηση των μετοχών και οι εντυπωσιακές απομειώσεις των κεφαλαιοποιήσεων των τραπεζών, η απελευθέρωση και ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και η ενισχυμένη

παρακολούθηση των τραπεζικών συστημάτων αυξάνουν την ένταση για Σ&Ε, τάση η οποία είναι εμφανέστατη πλέον στον τραπεζικό κλάδο. Παρόλο αυτά, όμως, οι Σ&Ε των τραπεζών δεν αποτελούν πάντα μια εύκολη και αποτελεσματική λύση, η οποία οδηγεί αυτομάτως σε βελτίωση των επιδόσεων των τραπεζών ανεξαρτήτως των συνθηκών μέσα στις οποίες πραγματοποιείται η ενοποίηση. Ως εκ τούτου, η διαδικασία των Σ&Ε απαιτεί μεγάλη προετοιμασία και μακρούς χρόνους υλοποίησης

Στο παρόν κεφάλαιο, λοιπόν, γίνεται αρχικά μια προσπάθεια κατανόησης της γενικότερης έννοιας του τραπεζικού συστήματος και του νομοθετικού πλαισίου που το ρυθμίζει. Γίνεται μια αναφορά στις τρεις διακρίσεις Σ&Ε του τραπεζικού κλάδου ανάλογα με την εθνικότητα των συναλλασσόμενων τραπεζών και, στη συνέχεια, περιγράφεται συνοπτικά τόσο το ευρωπαϊκό όσο και το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο. Επιπλέον, γίνεται μια προσπάθεια της έννοιας «συνέργεια», την οποία συναντάμε συχνά στον τραπεζικό κλάδο, και των διακρίσεων της σε λειτουργικές και χρηματοοικονομικές. Οι δύο τελευταίες ενότητες αναφέρονται τόσο στα αίτια και τα κίνητρα πραγματοποίησης μιας Σ&Ε, όσο και στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που προκύπτουν από αυτή.

2.2. Τραπεζικό Σύστημα

Τα πιστωτικά ιδρύματα σε ομαλές οικονομικές περιόδους αποτελούν κρίσιμους παράγοντες συμβολής στο οικονομικό και κοινωνικό γίνεσθαι. Ως φορείς της εγχώριας οικονομίας αλλά και ως «παίκτες» στη διεθνή σκακιέρα συμβάλλουν πολύπλευρα στην ελληνική οικονομία με τις δραστηριότητές τους και με τη λειτουργία τους στην αγορά.⁹

Οι τράπεζες δραστηριοποιούνται σε προγράμματα για επενδυτές και αποταμιευτές, σε υπηρεσίες χρηματοδότησης ιδιωτών και επιχειρήσεων και στην παροχή υπηρεσιών πληρωμών για το Δημόσιο και τις επιχειρήσεις. Οι καταναλωτές έχουν τη δυνατότητα επιλογής προϊόντων που ικανοποιούν τις ανάγκες τους, επωφελούμενοι από τον ανταγωνισμό και το πλήθος. Έτσι, οι τράπεζες συνεισφέρουν στην εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας, βοηθούν στον εκσυγχρονισμό των επιχειρήσεων με τις οποίες συνεργάζονται και, τελικά, δημιουργούν προϋποθέσεις για την ανάπτυξη και άλλων

⁹ Ελληνική Ένωση Τραπεζών (Ιούλιος 2008), «Η συμβολή του τραπεζικού συστήματος στην ελληνική οικονομία»

κλάδων της οικονομίας. Παράλληλα, η διαμεσολαβητική τους δραστηριότητα μειώνει τα έξοδα του κράτους και των επιχειρήσεων για τις πληρωμές και τις απαιτήσεις.

Άλλος παράγοντας συμβολής είναι η λειτουργία των τραπεζών στο πλαίσιο της αγοράς. Η συμμόρφωσή τους στο νομοθετικό πλαίσιο και στις διεθνείς συνθήκες, τα συστήματα ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων εξασφαλίζουν τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας. Τέλος, ο τραπεζικός κλάδος συνήθως είναι κερδοφόρος, ελκύει μεγάλου ύψους επενδύσεις και οι πιστωτικές τράπεζες αφενός προκαταβάλλουν υψηλό ποσοστό του φόρου που τους αναλογεί και αφετέρου μοιράζουν υψηλό ποσοστό των καθαρών κερδών ως μέρισμα.¹⁰

Στην Ελλάδα, η δραστηριότητα των τραπεζών ξεκίνησε με την ίδρυση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος το 1841, ενώ η υιοθέτηση του σύγχρονου τραπεζικού κόσμου πραγματοποιήθηκε το 1972 με τη σύσταση της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ). Η Τράπεζα της Ελλάδος είχε και έχει την ιδιότητα της κεντρικής τράπεζας της χώρας μας. Σύμφωνα με την Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα περιλαμβάνει τα πιστωτικά ιδρύματα με μόνιμη εμπορική παρουσία, τα ξένα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ' αποστάσεως και τις λοιπές εταιρίες που παρέχουν εξειδικευμένες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Από ανάλυση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας προκύπτει ότι, οι βασικές διακρίσεις Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο, ανάλογα με την εθνικότητα των συναλλασσόμενων τραπεζών, είναι τρεις: οι εγχώριες ή εθνικές, οι διεθνείς ή διασυνοριακές και τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα.¹¹

2.2.1. Εγχώριες τραπεζικές συγχωνεύσεις – εξαγορές

Η πλειοψηφία των Σ&Ε είναι εγχώριες ή εθνικές και συνήθως πραγματοποιούνται μεταξύ μικρών τραπεζών. Ο κύριος σκοπός των εγχώριων Σ&Ε μεταξύ μικρών πιστωτικών ιδρυμάτων είναι η σάρωση του τραπεζικού υπερπληθωρισμού και οι οικονομίες κλίμακας. Οι μικρές τράπεζες στοχεύουν στην επίτευξη κρίσιμης μάζας για να εκμεταλλευθούν τις συνέργειες που προκύπτουν από το μέγεθος και τη

¹⁰ Ελληνική Ένωση Τραπεζών (Ιούλιος 2008), «Η συμβολή του τραπεζικού συστήματος στην ελληνική οικονομία»

¹¹ www.ecb.europa.eu

διαφοροποίηση. Συνδέονται με τις περικοπές του κόστους μέσω περιορισμού του αριθμού των υποκαταστημάτων και μείωσης του προσωπικού.

Τα τελευταία χρόνια, όμως, αυξάνεται και ο αριθμός των εγχώριων Σ&Ε μεταξύ μεγάλων τραπεζών, επηρεάζοντας σημαντικά τις δομές των εθνικών αγορών. Οι ενοποιήσεις μεγάλων τραπεζών στοχεύουν στην αναδιάρθρωση του πιστωτικού συστήματος και επιδιώκουν να είναι αρκετά μεγάλες, ώστε να εκπροσωπούν ένα μεγάλο μερίδιο της εγχώριας αγοράς. Ταυτόχρονα, με τη δύναμη που αποκτούν και την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου επιζητούν την αύξηση των κερδών τους και τη μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής.

2.2.2. Διεθνείς τραπεζικές συγχωνεύσεις – εξαγορές

Σε απόλυτους αριθμούς, οι διεθνείς ή διασυνοριακές Σ&Ε είναι πολύ μικρότερες από τις εγχώριες, παρατηρώντας μια αύξηση στη ζώνη του ευρώ. Οι διεθνείς Σ&Ε έχουν σαν κύριο αίτιο την απόκτηση μεγέθους, ώστε οι τράπεζες να διαδραματίσουν ένα σημαντικό ρόλο στις περιφερειακές και παγκόσμιες αγορές, αυξάνοντας τον αριθμό των πελατών τους. Ένας άλλος λόγος πραγματοποίησής τους είναι η επίτευξη οικονομιών κλίμακας και φάσματος. Οι οικονομίες κλίμακας στις διεθνείς Σ&Ε συνδέονται με το αυξανόμενο εισόδημα και την προσφορά ειδικών υπηρεσιών, δίνοντας τη δυνατότητα στις τράπεζες να λειτουργήσουν πιο αποδοτικά.

Οι ευρωπαϊκές τράπεζες επεκτείνονται συνήθως στις αναδυόμενες αγορές, οι οποίες προσφέρουν μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους, στη Λατινική Αμερική, στη Νότιο-Ανατολική Ασία και στην κεντρική και ανατολική Ευρώπη. Οι Σ&Ε στις αναδυόμενες αγορές επιτρέπουν τη μετάδοση της γνώσης και των ικανοτήτων που οδηγούν στη μείωση του κόστους και την αύξηση των κερδών του νέου οργανισμού. Σε μερικά κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όμως, η διενέργεια διασυνοριακών Σ&Ε προκαλείται και από το φόβο ότι, περαιτέρω συγκέντρωση στην εγχώρια αγορά θα συναντήσει εμπόδια από την εφαρμογή αντιμονοπωλιακών νόμων.

2.2.3. Χρηματοοικονομικά συγκροτήματα

Οι Σ&Ε που οδηγούν στη δημιουργία ενός χρηματοοικονομικού συγκροτήματος (financial conglomerate) διαφέρουν από τις υπόλοιπες, αφού εγκαθιδρύουν έναν όμιλο που δραστηριοποιείται σε διαφορετικούς χρηματοοικονομικούς τομείς. Σε ένα τέτοιο συγκρότημα, η μεγαλύτερη και κυρίαρχη εταιρία μπορεί να είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα, μια ασφαλιστική εταιρία ή κάποιο άλλο χρηματοοικονομικό ίδρυμα. Τα συγκροτήματα μπορούν να δημιουργούνται, εκτός μέσω Σ&Ε, και από την ίδρυση νέων εταιριών ή ιδρυμάτων σε άλλους χρηματοοικονομικούς τομείς.

2.3. Νομοθετικό Πλαίσιο

Το τραπεζικό σύστημα αποτελεί την καρδιά του χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας, συμβάλλοντας στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας. Η αποτελεσματικότητα της συμβολής του εξαρτάται από την ύπαρξη αξιόπιστου θεσμικού πλαισίου, το οποίο ρυθμίζει τη λειτουργία της κοινωνίας σε οικονομικό επίπεδο και στηρίζει τις αναπτυξιακές διαδικασίες. Το θεσμικό αυτό πλαίσιο αποτελεί βασικό παράγοντα και για την επιτυχία των επιχειρηματικών συμπράξεων, που πραγματοποιούνται στην κάθε χώρα. Οι νόμοι και οι κανονισμοί, που εφαρμόζονται στις περιπτώσεις των Σ&Ε, είναι σημαντικοί για την ολοκλήρωση της διαδικασίας της ενοποίησης. Περίπλοκα νομικά ζητήματα, τα οποία ενδέχεται να ανακύψουν με τη Σ&Ε, επιλύονται από νόμους και κανονισμούς ειδικούς για τις Σ&Ε.

Ο τραπεζικός τομέας ανέκαθεν ρυθμιζόταν από συγκεκριμένες νομοθεσίες παγκοσμίως, αλλά και ξεχωριστά σε κάθε χώρα. Σε ορισμένα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όμως, η αποτελεσματικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων ήταν πολύ περιορισμένη και το σύστημα χαρακτηριζόταν από έλλειψη ευελιξίας και χαμηλή παραγωγικότητα. Ήταν φανερό πως, τα συγκεκριμένα τραπεζικά συστήματα δεν θα μπορούσαν να ανταπεξέλθουν στα υψηλά επίπεδα ανταγωνισμού διεθνώς, και κυρίως στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με αποτέλεσμα να είναι υποχρεωτική η θέσπιση μιας σειράς οδηγιών και διατάξεων. Η Πρώτη Τραπεζική Οδηγία (77/780/ΕΟΚ) εκδόθηκε το 1977 και αποσκοπούσε στη δημιουργία ενός ενιαίου τραπεζικού συστήματος στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το 1989, εκδόθηκε η Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία (89/4646/ΕΟΚ), η

οποία αναφερόταν στην ίδρυση πιστωτικών ιδρυμάτων χωρίς περιορισμούς σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης.¹²

2.3.1. Ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο

Κατά την έναρξη της διαδικασίας απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος, στελέχη των κρατών-μελών επιδόθηκαν στην κατάργηση πληθώρας αποφάσεων και απλοποίησαν τους κανόνες λειτουργίας της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Την ίδια εποχή, οι διεθνείς κανόνες της Βασιλείας I (1988) περί κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων και η πρόοδος που είχε επιτελεστεί στο τραπεζικό management συνέβαλαν στον περαιτέρω εκσυγχρονισμό του μοντέλου εποπτικής δράσης που εφάρμοζαν οι τράπεζες. Κύριος στόχος του Συμφωνητικού της Βασιλείας I ήταν η σύγκλιση των διαφορετικών διεθνών εποπτικών καθεστώτων, διασφαλίζοντας τη σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος.

Στο τέλος του 1989, με τον Κανονισμό ΕΟΚ 4064/1989, συμφωνείται η «Νομοθεσία Συγχωνεύσεων Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων», η οποία αναφέρεται στον έλεγχο των Σ&Ε σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η συγκεκριμένη νομοθεσία αφορά Σ&Ε για κράτη-μέλη εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και κράτη που εδρεύουν εκτός αυτής, εμπορεύονται όμως σε χώρες εντός αυτής. Δίνεται πλέον το δικαίωμα σε μια εταιρία προς εξαγορά να ελέγξει και να καταλήξει σε καλύτερες και πιο συμφέρουσες επιλογές για αυτήν. Στόχος, λοιπόν, του νομοθετικού αυτού πλαισίου ήταν η εναρμόνιση και η ομαλή συνεργασία μεταξύ των κοινοτικών αγορών.

Η εκχώρηση νέων κρατών-μελών στην Ευρωπαϊκή Ένωση απαιτεί την υιοθέτηση συγκεκριμένων κριτηρίων, όπως συμφωνείται στη σύνοδο κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης τον Ιούνιο του 1993. Συγκεκριμένα, τα νέα κράτη-μέλη έπρεπε να εγγυώνται τη δημοκρατία, το κράτος δικαίου, τα ανθρώπινα δικαιώματα και την προστασία των ασθενέστερων, να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν το σκληρό ανταγωνισμό και τις πιέσεις της αγοράς, και, τέλος, να διαθέτουν δημόσιες υπηρεσίες που να εφαρμόζουν πιστά τη νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο έλεγχος των εταιρικών συγκεντρώσεων, όπως οι Σ&Ε, δημιούργησε την ανάγκη ύπαρξης κανονισμού, ο οποίος να ορίζει τις προϋποθέσεις, ώστε να είναι νόμιμη μια συνένωση. Έτσι, το 2004, δημιουργήθηκε ο Κανονισμός (ΕΚ) 802/2004 της Επιτροπής, ο οποίος εκδόθηκε και δημοσιεύθηκε στην

¹² <http://eur-lex.europa.eu>

Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στη συνέχεια, το 2008, τροποποιήθηκε από τον Κανονισμό 1033/2008, όπου πλέον περιλαμβάνει την αναγκαιότητα κοινοποίησης της ενοποίησης από κοινού από τα εμπλεκόμενα μέρη.

Η σημαντική ανάπτυξη των τραπεζικών ιδρυμάτων αποτέλεσε μεγάλη πρόκληση για τις ρυθμιστικές αρχές. Από τη μια πλευρά έπρεπε η εποπτεία τους να είναι αποτελεσματική και από την άλλη δεν έπρεπε να εμποδίζεται η ενοποίησή τους. Οι εποπτικές αρχές, λοιπόν, αντιλήφθηκαν αυτές τις ανάγκες και, το 2004, δημιούργησαν τη Βασιλεία II, η οποία μέσω των τριών πυλώνων της δείχνει ακριβώς το πώς θα πρέπει να διαμορφωθεί ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο ελέγχου των τραπεζών. Η Βασιλεία II έχει γίνει υποχρεωτική σε όλα τα κράτη-μέλη, με οδηγία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

2.3.2. Ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο

Η κινητικότητα των επιχειρήσεων σε Σ&Ε αυξάνεται σημαντικά και στην Ελλάδα. Τα τελευταία χρόνια ολοένα και μεγαλύτερος γίνεται ο αριθμός των επιχειρήσεων, οι οποίες καταφεύγουν στην τεχνική των Σ&Ε, με αποτέλεσμα την ψήφιση κατάλληλων νόμων προς εναρμόνιση των κοινοτικών οδηγιών με το Ελληνικό Δίκαιο. Συγκεκριμένα, όλες αυτές οι εταιρικές αναδιαρθρώσεις αντιμετωπίζονται από τις νομοθεσίες των ανεπτυγμένων χωρών, συνεισφέροντας καταλυτικά στην ευημερία και την οικονομική ανάπτυξη στη σύγχρονη επιχειρηματική κοινωνία.

Η νομοθεσία έχει προβλέψει για την ενίσχυση των Σ&Ε, παρέχοντας λογιστικά, νομικά και φορολογικά κίνητρα, τα οποία οδηγούν στη δημιουργία ισχυρών ανταγωνιστικών εταιρικών σχημάτων και προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων και τρίτων. Το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο που ρυθμίζει θέματα Σ&Ε αποτελείται από τις ακόλουθες διατάξεις:

- ✓ Κώδικας Νόμων 2190/1920 «Περί Ανώνυμων Εταιριών» και ειδικότερα τα άρθρα 68 έως 80 αυτού, όπως αυτά τροποποιήθηκαν με το Προεδρικό Διάταγμα 498/1987.
- ✓ Νομοθετικό Διάταγμα 1297/1972 και τα άρθρα 1 έως 5 του Ν. 2166/1993 «Περί κινήτρων ανάπτυξης επιχειρήσεων, διαρρυθμίσεις στην έμμεση και άμεση φορολογία και άλλες διατάξεις», τα οποία ρυθμίζουν συγχωνεύσεις επιχειρήσεων οποιασδήποτε νομικής μορφής.

- ✓ Ν. 2992/2002 σχετικά με τα «Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις» και συγκεκριμένα το άρθρο 9 που αφορά τα φορολογικά κίνητρα προς τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις.

Ο κώδικας νόμων 2190/1920 αποτελεί το βασικότερο νομοθέτημα δικαίου για τις ανώνυμες εταιρίες, αφού περιλαμβάνει διατάξεις αποκλειστικά για τη συγχώνευση μεταξύ ανωνύμων εταιριών και όχι μεταξύ αυτών και εταιριών με διαφορετική νομική μορφή. Σύμφωνα με το άρθρο 68 του Κ.Ν. 2190/1920, η συγχώνευση ανωνύμων εταιριών είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί με ένα από τους ακόλουθους τρεις τρόπους:¹³

- 1. Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption):** Στην περίπτωση αυτή, μια μεγάλη επιχείρηση αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις μιας μικρότερης (απορροφώμενη), απορροφώντας ταυτόχρονα όλες τις μετοχές της. Η απορροφώσα επιχείρηση συνεχίζει να διατηρεί το όνομα και την οντότητά της, ενώ η απορροφώμενη παύει να υπάρχει ως ξεχωριστή επιχειρησιακή οντότητα, μετά από τη συγχώνευση.
- 2. Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition):** Στην περίπτωση αυτή, μια επιχείρηση αποκτά από μια άλλη το σύνολο ή το μεγαλύτερο μέρος της ιδιοκτησίας της, με την καταβολή μετρητών ή με αγορά και ανταλλαγή μετοχών, έναντι του συμφωνηθέντος τιμήματος. Η εξαγοραζόμενη επιχείρηση εξακολουθεί να υφίσταται ως νομική οντότητα.
- 3. Συγχώνευση με σύσταση νέας επιχείρησης (merger by consolidation):** Στη συγχώνευση με σύσταση νέας επιχείρησης δημιουργείται μια εξ' ολοκλήρου νέα επιχείρηση, στην οποία περιλαμβάνονται δύο ή περισσότερες νομικά ανεξάρτητες οντότητες. Οι αρχικές επιχειρήσεις συνήθως διατηρούν την εταιρική τους ταυτότητα, εκκαθαρίζονται και γίνεται ανταλλαγή των παλαιών τίτλων με τους τίτλους της νέας επιχειρηματικής δομής.

Οι Σ&Ε των πιστωτικών ιδρυμάτων, εκτός από τον Κ.Ν. 2190/1920, διέπονται και από το Ν. 2515/1997, ο οποίος τροποποίησε το Ν. 2292/1953 «Περί συγχωνεύσεως ανωνύμων

¹³ Σακέλλης Ε. (2001), «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», Εκδ. ΣΑΚΕΛΛΗ Ε., Πειραιάς 2001

τραπεζικών εταιριών». Το νομοθετικό αυτό πλαίσιο περιλαμβάνει ευνοϊκές διατάξεις, κυρίως φορολογικές, οι οποίες ευνοούν τις συναλλαγές μεταξύ των τραπεζικών επιχειρήσεων και έχουν εφαρμογή στη συγχώνευση ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων και πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν την έδρα τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Σύμφωνα με το άρθρο 16 «Συγχώνευση Πιστωτικών Ιδρυμάτων» του Ν. 2515/1997, οι συγχωνεύσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων πραγματοποιούνται είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρίας.

Στην Ελλάδα, οι Σ&Ε εποπτεύονται από την Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΕΑ), η οποία αποτελεί μια μη κερδοσκοπική αρχή με διοικητική και χρηματοοικονομική ανεξαρτησία. Αποτελείται από έντεκα μέλη και αποφασίζει, κρίνει και δραστηριοποιείται για θέματα που βρίσκονται υπό τη δικαιοδοσία της, σύμφωνα με το Ν. 3373/2005, ο οποίος ακολουθεί την αναθεώρηση της ρύθμισης περί Σ&Ε της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ψηφίστηκε το Μάιο του 2004. Οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές της χώρας μας είναι πάντα σε εγρήγορση, προκειμένου να διασφαλίζουν ότι οι νέες τράπεζες, που προκύπτουν μετά την ολοκλήρωση κάποιας ενοποίησης στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο, δεν κάνουν κατάχρηση της νέας δεσπόζουσας θέσης που αποκτούν.

2.4. Προσδιορισμός της Συνέργειας

Η βασική ιδέα πίσω από τις Σ&Ε είναι η υπόθεση « $2 + 2 = 5$ » (two plus two equals five). Αυτή η αλημεία πρεσβεύει ότι η θεμελιώδης συνιστώσα στους εταιρικούς συνδυασμούς είναι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία όμως θα είναι υψηλότερη από την αξία που θα προέκυπτε από το άθροισμα των δύο επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια, η παραπάνω εξίσωση συνεπάγεται την ενίσχυση αποτελεσματικότητας των δαπανών μιας νέας επιχείρησης και επικεντρώνεται στο καθαρό όφελος που μπορεί να δημιουργήσει η συγχώνευση στη συγχωνευθείσα επιχείρηση, με την αξία της τελευταίας να εμφανίζεται μεγαλύτερη από το άθροισμα των συμβαλλομένων μερών.

Το αποτέλεσμα της εξίσωσης « $2 + 2 = 5$ » συμπυκνώνεται στη λέξη «συνέργεια» (synergy), τη δύναμη δηλαδή που επιτρέπει στη νέα επιχείρηση να απολαμβάνει σημαντικά πλεονεκτήματα κόστους, και όχι μόνο. Γενικά, η συνέργεια είναι η απόλυτα συμμετρική και αρμονική συνεργασία των διαφόρων συντελεστών παραγωγής και

τμημάτων των συγχωνευμένων επιχειρήσεων, με ενεργοποίηση και εκμετάλλευση των δυνατών σημείων της κάθε επιχείρησης, ώστε να υπάρξει μεγιστοποίηση αποτελεσμάτων σε βαθμό υψηλότερο από τη χωριστή επίδοση της κάθε επιχείρησης πριν τη συγχώνευση. Οι συνέργειες είναι δυνατό να έχουν θετικό αντίκτυπο σε τομείς όπως: **α)** οι αγορές πρώτων υλών, όπου η νέα ενοποιημένη επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να εξασφαλίζει μεγάλου μεγέθους παραγγελίες, σε καλύτερες τιμές και καλύτερη ποιότητα, **β)** οι πωλήσεις, με διεύρυνση του πελατολογίου και χρήση προηγμένων καναλιών διανομής, **γ)** η χρηματοδότηση, τομέας όπου οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις βελτιώνουν τη διαπραγματευτική τους δύναμη και διασφαλίζουν χαμηλό χρηματοδοτικό κόστος και **δ)** η απόδοση των μετοχών, η οποία τείνει να αυξάνεται κατά την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Εμπειρικές μελέτες, σχετικές με τον τραπεζικό τομέα, όπως η μελέτη των Houston J. & Ryngaert M. (1994)¹⁴ ή του Ramaswamy Kannan (1997)¹⁵, υποστηρίζουν ότι τα οφέλη που προκύπτουν από τις συνέργειες οδηγούν σε δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Συνεπώς, το πρωτεύον κίνητρο για τις συγχωνεύσεις πρέπει να είναι οι συνέργειες. Ένας από τους σημαντικότερους λόγους που οδηγεί τις τράπεζες στην υιοθέτηση της πολιτικής των Σ&Ε είναι η δημιουργία και αξιοποίηση λειτουργικής ή χρηματοοικονομικής συνέργειας (creation of operating or financial synergy).

2.4.1. Λειτουργικές συνέργειες

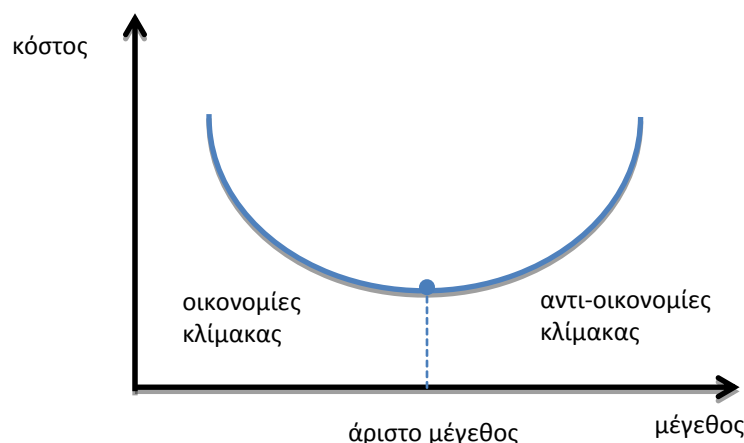
Η πραγματοποίηση των λειτουργικών συνεργειών στοχεύει στην εξοικονόμηση του λειτουργικού κόστους, αλλά και την εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας ή/και φάσματος, προωθώντας με τον τρόπο αυτό την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, τόσο σε επίπεδο κλάδου όσο και αγοράς.

- **Οικονομίες κλίμακας:** Οι οικονομίες κλίμακας (economies of scale) αναφέρονται στην αύξηση της αποδοτικότητας της παραγωγής, καθώς αυξάνεται η ποσότητα των παραγόμενων αγαθών. Με άλλα λόγια, οι οικονομίες κλίμακας είναι η τάση του μακροχρόνιου συνολικού κόστους να μειώνεται, όταν αυξάνεται η ποσότητα

¹⁴ Houston F. Joel & Ryngaert D. Michael (1994), «The overall gains from large bank mergers», Journal of Banking & Finance

¹⁵ Ramaswamy Kannan (1997), «The Performance Impact of Strategic Similarity in Horizontal Mergers: Evidence from the U.S. Banking Industry», Academy of Management Journal

της παραγωγής. Μελέτες, όπως του Benston J. George (1965)¹⁶ και του Mullineaux J. Donald (1978)¹⁷, αναφέρουν ότι στον τραπεζικό τομέα, οι οικονομίες κλίμακας δημιουργούνται όταν το μέσο κόστος παραγωγής μειώνεται καθώς αυξάνεται η τραπεζική παραγωγή. Η σημασία τους στις Σ&Ε των τραπεζών είναι πραγματικά σημαντική και συχνά αναφέρεται ως κίνητρο. Συνήθως, οι οικονομίες κλίμακας είναι ο κυριότερος σκοπός των οριζόντιων Σ&Ε. Οι τράπεζες ελπίζουν σε οικονομίες κλίμακας, προκειμένου να γίνουν πιο ανταγωνιστικές και εξαιτίας του ενισχυμένου μεγέθους τους να καταφέρουν να καλύψουν τα σταθερά τους έξοδα επί ενός μεγαλύτερου όγκου παραγωγής. Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι υπάρχει ένα ορισμένο άριστο μέγεθος της επιχείρησης για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Όταν η επιχείρηση ξεπεράσει αυτό το μέγεθος, αποκτά γραφειοκρατικές δομές και αντιμετωπίζει προβλήματα οργανωτικού ελέγχου, με συνέπεια την εμφάνιση αντι-οικονομιών κλίμακας.



- **Οικονομίες φάσματος:** Τη σημερινή εποχή, οι επιχειρήσεις που παράγουν ένα μόνο προϊόν είναι ελάχιστες. Οι περισσότερες διαθέτουν πολλές διαφορετικές σειρές προϊόντων, που σημαίνει ότι στοχεύουν σε πολλά τμήματα των αγορών που δραστηριοποιούνται. Σε αυτές τις περιπτώσεις, όπου οι επιχειρήσεις διαθέτουν πολλαπλά προϊόντα, μπορούν να επιτύχουν οικονομίες φάσματος (economies of scope). Πρόκειται για τα πλεονεκτήματα που απολαμβάνει μια επιχείρηση όταν χρησιμοποιεί την ήδη υπάρχουσα υποδομή της για να επεκτείνει τις δραστηριότητές της σε διαφορετικούς, αλλά τις περισσότερες φορές συγγενείς,

¹⁶ Benston J. George (1965), «Branch Banking and Economies of Scale», The Journal of Finance

¹⁷ Mullineaux J. Donald (1978), «Economies of Scale and Organizational Efficiency in Banking: A Profit-Function Approach», The Journal of Finance

τομείς της αγοράς. Έτσι, χωρίς σημαντική αύξηση του λειτουργικού κόστους, αποκτά τη δυνατότητα να αντλήσει κέρδη από νέες αγορές, διότι το μέσο συνολικό κόστος παραγωγής μειώνεται λόγω της αύξησης του αριθμού των αγαθών που παράγονται.

2.4.2. Χρηματοοικονομικές συνέργειες

Οι χρηματοοικονομικές συνέργειες (financial synergy) εμπερικλείουν ορισμένα ευμετάβλητα ζητήματα της χρηματοοικονομικής θεωρίας και αναφέρονται στον αντίκτυπο που έχουν οι Σ&Ε στο κόστος κεφαλαίου της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Στον τραπεζικό τομέα, οι χρηματοοικονομικές συνέργειες συνεπάγονται αύξηση του μεγέθους των τραπεζών, ευκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια και τόνωση της εικόνας τους. Συνηθίζεται να πραγματοποιούνται μέσω συγχωνεύσεων μιας τράπεζας με υγιή χρηματοοικονομική διάρθρωση (excess cash) αλλά ελλιπή επιχειρηματικό σχεδιασμό, με μια άλλη που διαθέτει υψηλής απόδοσης επενδύσεις. Με την υλοποίηση αυτού του είδους συνέργειας, επιτυγχάνονται σταθεροποίηση των κερδών και των ταμειακών ροών και αύξηση της δανειακής ικανότητας της τράπεζας.

Οι χρηματοοικονομικές συνέργειες συνήθως επιτυγχάνονται σε συγχωνεύσεις μη συσχετισμένων δραστηριοτήτων. Αν οι ταμειακές ροές των αρχικών επιχειρήσεων δεν είναι απόλυτα συσχετισμένες, τότε οι πιθανότητες πτώχευσης ίσως να ελαχιστοποιούνται, με αποτέλεσμα τη μείωση της υφιστάμενης παρούσας αξίας στα κόστη της πτώχευσης. Ειδικότερα, υπάρχουν τρεις παράμετροι από τις οποίες μπορούν να δημιουργηθούν χρηματοοικονομικές συνέργειες για τις συγχωνευμένες επιχειρήσεις και είναι: **α)** η αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα, **β)** η αναδιανομή του πλούτου και **γ)** οι φορολογικές εξοικονομήσεις.

2.5. Αιτίες – Κίνητρα

Το κύμα των Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον πολλών εποπτικών αρχών, οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένα ποιοι είναι οι κύριοι λόγοι που οδηγούν μια τράπεζα σε μια τέτοια απόφαση. Η ένταση του ανταγωνισμού επιβάλλει την επέκταση της επιχειρηματικής δραστηριότητας των τραπεζών, όχι μόνο για τη συνεχή επιτυχία τους αλλά και για την

εξασφάλιση της ίδιας της επιβίωσής τους. Οι τράπεζες μπορούν να μεγιστοποιούν την αξία τους με δύο βασικούς τρόπους:

- ✓ αυξάνοντας την αποτελεσματικότητά τους και
- ✓ αυξάνοντας το βαθμό της μονοπωλιακής ισχύος που διαθέτουν στην αγορά.

Οι Σ&Ε αποτελούν μέσο υλοποίησης των παραπάνω στόχων. Βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα των τραπεζών και ταυτόχρονα, εφόσον οδηγήσουν σε μεγάλη αύξηση της συγκέντρωσης στην αγορά, μπορούν να αυξήσουν και το βαθμό της μονοπωλιακής τους ισχύος.

Οι λόγοι και τα βασικά κίνητρα που ωθούν πολλούς τραπεζικούς οργανισμούς να λάβουν μέρος σε μια διαδικασία Σ&Ε, είναι:^{18 19 20}

- 1. Η δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος:** Οι οικονομίες κλίμακας μεταφράζονται σε οικονομική αξία, καθώς προκύπτουν από το αυξημένο μέγεθος των τραπεζών, και κατά συνέπεια από τη μείωση του λειτουργικού κόστους, μέσω του καταμερισμού των εξόδων τους σε μεγαλύτερο όγκο διάθεσης προϊόντων και υπηρεσιών. Οι οικονομίες φάσματος προκύπτουν από την παροχή νέων διαφοροποιημένων προϊόντων και υπηρεσιών, καθώς επιτρέπουν στις τράπεζες να κινηθούν σε νέους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας.
- 2. Η δυνατότητα δημιουργίας συνεργειών:** Στην αρχή της διαπραγμάτευσης, πολλοί τραπεζικοί οργανισμοί δεν μπορούν να υπολογίσουν και να συνεκτιμήσουν το μέγεθος της αρχικής συμφωνίας. Σε μακροχρόνιο επίπεδο, όμως, ανακαλύπτονται σταδιακά νέοι επιχειρηματικοί σχεδιασμοί, οι οποίοι μπορούν να οδηγήσουν σε επιπρόσθετα στρατηγικά οφέλη. Για παράδειγμα, τράπεζες, οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα σε δείκτες ρευστότητας, επιδιώκουν την ενοποίηση με άλλες τράπεζες ή επιχειρήσεις, οι οποίες διαθέτουν πιο καλή ρευστότητα και χρηματοοικονομική διάρθρωση.

¹⁸ Hadlock C., Houston J. & Ryngaert M. (1999), «The role of managerial incentives in bank acquisitions», Journal of Banking & Finance

¹⁹ Berger N. A., Demsetz S. R. & Strahan E. P. (1999), «The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences and implications for the future», Journal of Banking & Finance

²⁰ Κυριαζής Δ. (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδ. ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΜΠΙΛΙΑ & ΣΙΑ Ο.Ε. «Πανεπιστημιακό», Αθήνα 2007

- 3. Η αύξηση του μεριδίου αγοράς:** Μέσω των ενοποιήσεων, οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να αναπτυχθούν με μεγαλύτερο ρυθμό, στοχεύοντας στην αύξηση της δύναμής τους και στην επέκταση του μεριδίου που διαθέτουν στην αγορά. Αυτό τους δίνει το πλεονέκτημα της ασφάλειας και της υπεροχής απέναντι στους ανταγωνιστές τους στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό της χώρας. Οι τράπεζες, μέσω των Σ&Ε, αυξάνουν τα δίκτυα καταστημάτων τους. Έτσι, μπορούν να απευθύνονται σε όλο και μεγαλύτερο αριθμό πελατών, να προσφέρουν περισσότερα προϊόντα και υπηρεσίες και να παρέχουν καλύτερες και πιο ολοκληρωμένες παροχές.
- 4. Η βελτίωση της αξιοπιστίας των τραπεζών:** Μέσω των Σ&Ε, δίνεται η δυνατότητα στις τράπεζες να επικεντρωθούν στους στόχους τους και να ανταποκριθούν επιτυχώς στις συνεχώς αυξανόμενες συνθήκες ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα είναι σε θέση να διαχειριστούν ανεπιθύμητες καταστάσεις. Η δημιουργία ισχυρών επιχειρηματικών ομίλων οδηγεί σε κεφαλαιακή εξυγίανση και ενίσχυση, καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών και αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού.
- 5. Επέκταση σε νέες αγορές και υπέρβαση εμποδίων εισόδου:** Οι Σ&Ε θεωρούνται ο ταχύτερος και καλύτερος τρόπος, προκειμένου τα τραπεζικά ιδρύματα να επιτύχουν άμεση και δυναμική επέκταση σε νέες αγορές. Η Σ&Ε μιας επιχείρησης, η οποία δραστηριοποιείται ήδη σε μια νέα αγορά, παρέχει πολλά πλεονεκτήματα όπως: γνώση της αγοράς και των συνθηκών της, εγκατάσταση δικτύου διανομής και πιθανώς εξασφαλισμένη πίστη των καταναλωτών. Επομένως, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν με ευκολότερο τρόπο την εμφάνιση οποιονδήποτε εμποδίων.
- 6. Η μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών τους:** Μέσω των Σ&Ε, οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να επιτύχουν μια πιο αποτελεσματική διοίκηση, ένα πιο έμπειρο προσωπικό και να υιοθετήσουν πολιτικές και διαδικασίες, οι οποίες έχουν ήδη κριθεί ως επιτυχημένες. Οι παράγοντες αυτοί αποτελούν σημαντικό κριτήριο αύξησης της τιμής της μετοχής των τραπεζών και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους.
- 7. Η αύξηση της ολιγοπωλιακής τους δύναμης:** Οι τραπεζικές ενοποιήσεις βοηθούν στον περιορισμό και στην αποφυγή του υπερβάλλοντος ανταγωνισμού, αφενός μεν με την επέκταση σε νέες αγορές, αφετέρου δε με την αλλαγή της δομής του κλάδου, η οποία τείνει να γίνει περισσότερο ολιγοπωλιακή. Η αύξηση της

ολιγοπωλιακής δύναμης των τραπεζών οδηγεί σε ενίσχυση της δύναμής τους είτε στην εθνική είτε στη διεθνή αγορά.

- 8. Οι φορολογικοί περιορισμοί ή τα φορολογικά και εισοδηματικά κίνητρα:** Είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών, είτε μέσω της αύξησης του ορίου των αποθεματικών, είτε μέσω ενός συνδυασμού των δύο παραπάνω παραγόντων προκύπτουν φορολογικά οφέλη και εισοδηματικά κίνητρα για τις νέες ενοποιημένες τράπεζες.
- 9. Η απόκτηση τεχνολογικού υπόβαθρου:** Η απόκτηση αποκλειστικής τεχνολογικής γνώσης αλλά και ειδικών επιχειρηματικών ικανοτήτων – δεξιοτήτων μπορεί να συμβάλλει στην απλούστευση και συντόμευση διαδικασιών και στην καλύτερη αξιοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού.
- 10. Οι προσωπικές επιδιώξεις διευθυντικών στελεχών:** Μέσω των ενοποιήσεων, τα διευθυντικά στελέχη των εξαγοραζουσών τραπεζικών ιδρυμάτων επιδιώκουν να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμιά τους. Σε αντίθεση με τα παραπάνω κίνητρα, όπου κεντρικό κριτήριο είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εξαγοράζουσας τράπεζας, το κίνητρο αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων. Στην περίπτωση που υπάρχει διαχωρισμός ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στη διοίκηση των τραπεζών, οι managers μπορεί να πάρουν αποφάσεις που θα ικανοποιούν τους δικούς τους στόχους, ακόμα και αν οι συγκεκριμένες πράξεις δεν είναι προς όφελος των μετόχων.

Πολλές εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει στο θέμα των Σ&Ε συμφωνούν ότι, οι μέτοχοι των επιχειρήσεων που εξαγοράζονται κερδίζουν, με το ποσοστό του κέρδους να κυμαίνεται από 10%-20% πάνω από τις αγοραίες αξίες που ίσχυαν πριν από τη Σ&Ε. Από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι των επιχειρήσεων που πραγματοποιούν την εξαγορά δε φαίνεται να παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικά οφέλη, δείχνοντας την ύπαρξη ανταγωνιστικής αγοράς. Αφού, λοιπόν, οι μέτοχοι των επιχειρήσεων που εξαγοράζονται κερδίζουν, ενώ οι μέτοχοι των επιχειρήσεων που εξαγοράζουν δεν χάνουν, συμπεραίνουμε ότι τελικά από τις Σ&Ε πρέπει να προκύπτει καθαρό κέρδος.²¹

²¹ Ξανθάκης Μ. & Αλεξιάκης Χρ. (2007), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων», Εκδ. ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, Αθήνα 2007

Ωστόσο, πέρα από τα κίνητρα που εμφανίζονται κατά καιρούς να ωθούν τις τράπεζες στη διαδικασία Σ&Ε, οι συνέπειες για το σύνολο της οικονομίας είναι πολλαπλές και, σε ορισμένες περιπτώσεις, αντιφατικές. Η έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού και ορθής επενδυτικής λογικής, το υπερβολικό κόστος εξαγοράς, οι μη-ρεαλιστικές προσδοκίες και τα συγκρουόμενα συμφέροντα είναι ορισμένοι από τους σημαντικότερους λόγους, που δημιουργούν αποτυχίες και αντικίνητρα στις Σ&Ε.

2.6. Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα - Κίνδυνοι

Οι Σ&Ε αποτελούν αναμφίβολα ένα σημαντικό εργαλείο στη διάθεση των τραπεζών για να επιτύχουν μεγιστοποίηση της συνολικής τους αξίας ή εναλλακτικά μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Παρά το δημοφιλή μύθο ότι οι Σ&Ε καταστρέφουν αξία, εμπειρικά πορίσματα δείχνουν ότι οι περισσότερες από αυτές τις δραστηριότητες είναι επικερδείς για όλους τους ενδιαφερόμενους. Συμπερασματικά, μπορεί να ειπωθεί ότι, οι σωστά σχεδιασμένες Σ&Ε βελτιώνουν την οικονομική αποτελεσματικότητα και αυξάνουν την επιχειρηματική αξία των τραπεζών, δημιουργώντας οφέλη τόσο για τις εξαγοράζουσες όσο και για τις εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις.

Το γεγονός ότι, μια συγχώνευση ή εξαγορά στον τραπεζικό κλάδο οδηγεί σε μια τράπεζα μεγαλύτερου μεγέθους αποτελεί κυρίαρχο πλεονέκτημα των Σ&Ε. Επιπλέον, τα πολυάριθμα πλεονεκτήματα που εμφανίζουν οι Σ&Ε, όπως η εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας αλλά και η αύξηση της απόδοσης των επιχειρήσεων, αποτελούν συγχρόνως και τους λόγους για τη δημιουργία ευνοϊκών συνθηκών στην τοπική και διεθνή αγορά. Συνολικά, τα βασικότερα πλεονεκτήματα που προκύπτουν μέσω των ενοποιήσεων μπορούν να διακριθούν ως εξής:

- 1. Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών (shareholder value):** Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στις προσδοκίες του κοινού, τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Η επιλογή των Σ&Ε σαν στρατηγική επέκτασης, συνεπάγεται τη δημιουργία ενός ισχυρού χρηματοοικονομικού ομίλου, ικανού να ανταπεξέλθει στις απαιτήσεις του σύγχρονου ανταγωνιστικού περιβάλλοντος, να βελτιώσει την εικόνα των πωλήσεων και της κερδοφορίας του και να επιτύχει διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του. Με αυτό τον τρόπο, οι Σ&Ε προσδίδουν μια δυναμική στο νέο χρηματοοικονομικό όμιλο, που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και

εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Αυτή είναι ακόμα μεγαλύτερη εάν ακολουθήσει και αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα. Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδο της μετοχής θα παρατηρηθεί εάν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια.²²

- 2. Εξοικονόμηση κόστους / Σύντομος χρονικός ορίζοντας:** Μέσω των ενοποιήσεων, υπάρχει μια αποτελεσματικότερη διαχείριση του κόστους και ένας σύντομος χρονικός ορίζοντας επίτευξης στόχων. Πιο συγκεκριμένα, οι προσπάθειες μιας επιχείρησης για την είσοδό της σε μια νέα αγορά χαρακτηρίζονται ιδιαιτέρως χρονοβόρες, καθώς στηρίζεται αποκλειστικά στις δικές της δυνάμεις. Αντιθέτως, η τεχνική της Σ&Ε οδηγεί σε ταχύτερη επίτευξη των επιδιωκόμενων στόχων, αφού ο αγοραστής λαμβάνει εξειδικευμένη τεχνογνωσία, μια έτοιμη πελατεία και ένα σύγχρονο τμήμα παραγωγής νέων προϊόντων. Επιπλέον, με αυτό τον τρόπο, επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας, μέσω της συνένωσης υποκαταστημάτων τα οποία εάν λειτουργούσαν θα είχαν μεγαλύτερο κόστος συντήρησης, αλλά και οικονομίες φάσματος, μέσω του ανοίγματος των τραπεζών σε νέες δραστηριότητες.
- 3. Αντιμετώπιση του οξυμένου ανταγωνισμού και απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης:** Μια ενοποίηση στον τραπεζικό κλάδο σχεδόν πάντοτε ενέχει το πλεονέκτημα της αποτελεσματικότερης και αποδοτικότερης διαχείρισης του ανταγωνισμού στον κλάδο αυτό. Η αξιοποίηση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, βέβαια, ενισχύεται με την προϋπόθεση ότι, ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα υψηλότερης ποιότητας και ελκυστικότερης τιμής, θα αξιοποιήσει σχετικές ευκαιρίες και θα ενταχθεί σε νέες αγορές. Επιπλέον, μέσω των Σ&Ε, η αγορά συγκεντρώνεται, έχοντας ως αποτέλεσμα την αύξηση της δύναμης και των κερδών του νέου ομίλου, με την έννοια της ολιγοπωλιακής δύναμης.
- 4. Χρηματοοικονομικά και φορολογικά οφέλη:** Μέσω των Σ&Ε τραπεζών, προκύπτουν οφέλη τα οποία σχετίζονται με τη διασπορά των κερδών, γεγονός το οποίο ενέχει τόσο φορολογικά όσο και χρηματοοικονομικά οφέλη, αφού οι προσδοκίες του κοινού για τη μακροχρόνια περίοδο διαμορφώνουν και τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

²² Κυριαζόπουλος Γ., Ζησόπουλος Δ. & Σαριφιαννίδης Ν. (2009), «Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στη διεθνή και την ελληνική οικονομία», Εθνικό Συνέδριο Διοίκησης Οικονομίας, σελ.:131-150

5. Τεχνολογική πρόοδος: Η αξιοποίηση των τεχνολογιών και των πληροφοριακών συστημάτων, όπως είναι η διαδικτυακή τραπεζική (internet banking), η επιχειρησιακή τραπεζική (home banking), η τηλεφωνική τραπεζική (phone banking) ή τα καινοτόμα πληροφοριακά συστήματα διαχείρισης τραπεζικών κινδύνων, αποτελεί σημαντικό πλεονέκτημα των Σ&Ε. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας, που είναι συμφέρουσα μόνο σε μεγάλους ομίλους λόγω του μεγάλου κόστους της, προσφέρει αύξηση των οικονομικών κλίμακας, τόσο στην παραγωγή, όσο και στη λειτουργία προώθησης και διάθεσης των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Οι Σ&Ε βέβαια δεν συνεπάγονται σίγουρη επιτυχία στην αγορά των επιχειρήσεων αλλά χαρακτηρίζονται από μια σειρά κινδύνων και μειονεκτημάτων. Πολλοί είναι οι παράγοντες εκείνοι που επηρεάζουν την επιτυχία μιας επιχειρηματικής κίνησης μέσω Σ&Ε. Συχνά, οι αρχικές προβλέψεις τυχαίνει να μην εκπληρώνονται, να εντοπίζονται αρνητικές επιπτώσεις στους μετόχους των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, να μειώνεται ο ανταγωνισμός, να δημιουργείται μια ολιγοπωλιακή εικόνα της οικονομίας με αποτέλεσμα να επιβαρύνεται ιδιαίτερα ο καταναλωτής. Τα μειονεκτήματα των Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο μπορούν να παρουσιαστούν σε κατηγορίες:

- 1. Μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου:** Υπάρχει περίπτωση, μια ενοποίηση να μην οδηγήσει στο επιθυμητό αποτέλεσμα της κτήσης ολιγοπωλιακής δύναμης στην αγορά. Ειδικά στις περιπτώσεις εγχώριων Σ&Ε, η αγορά είναι πλήρως ολοκληρωμένη, ανταγωνιστική και «μοιρασμένη» σε πολλά μικρά μερίδια. Υπό αυτό το καθεστώς, λοιπόν, δεν υπάρχουν πολλά περιθώρια απόκτησης μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, υπό την προϋπόθεση πως τα παρεχόμενα προϊόντων θα πρέπει να συνοδεύονται από διαφοροποίηση και υψηλή ποιότητα.
- 2. Κοινωνικό κόστος:** Το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό, αφού στις περισσότερες Σ&Ε έχει παρατηρηθεί ότι υπάρχει μείωση της απασχόλησης λόγω απόλυσης μέρος του προσωπικού, συγχώνευσης υποκαταστημάτων και γενικότερης περικοπής υφιστάμενων θέσεων εργασίας. Επιπλέον, παρουσιάζονται σημαντικές δυσκολίες λόγω της διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας των τραπεζών, των διαφορών στις μισθολογικές κλίμακες, τις παροχές και τα συστήματα προαγωγής.
- 3. Λειτουργικό κόστος:** Οι τραπεζικές ενοποιήσεις έχουν αρκετά μεγάλο κόστος, τόσο διοικητικό όσο και διαχειριστικό. Τα κόστη που προκύπτουν από την έκδοση νέου εμπορικού σήματος, διαφημιστικού/ενημερωτικού υλικού, λειτουργίας νέων υποκαταστημάτων και άλλων εγκαταστάσεων είναι μερικά από τα κόστη που

επιβαρύνουν έναν νέο τραπεζικό όμιλο. Επιπλέον, το μέγεθος των νεοϊδρυθέντων ομίλων καθιστά δύσκολη την εποπτεία τους, με αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους ελέγχων, προκειμένου να αποφευχθεί πιθανή αστάθεια του χρηματοοικονομικού συστήματος.

- 4. Δυσκολίες προσαρμογής:** Ένα από τα σημαντικότερα μειονεκτήματα των Σ&Ε είναι οι δυσκολίες προσαρμογής του προσωπικού κυρίως της εξαγοραζόμενης τράπεζας. Οι δυσκολίες αυτές σχετίζονται με τις νέες πολιτικές και διαδικασίες, με την εναρμόνιση των στόχων και των συμφερόντων, με τη γενικότερη φιλοσοφία του προσωπικού, αλλά και με διαφορές στην κουλτούρα. Ο κύριος λόγος, όμως, είναι η ύπαρξη φαινομένων ανταγωνισμού και συγκρούσεων, τα οποία εμποδίζουν την αρμονική προσαρμογή του προσωπικού.

Η επιτυχία μιας ενοποίησης εξαρτάται από το ευρύτερο περιβάλλον της τράπεζας, το οποίο σχετίζεται με το κατά πόσο ακολουθούνται κάποιες τυποποιημένες διαδικασίες, κατά πόσο το εξωτερικό περιβάλλον είναι «φιλικό», κατά πόσο η τράπεζα γνωρίζει τις αλλαγές που επιφέρει μια συγχώνευση ή εξαγορά κλπ. Ακόμα, όμως, κι αν είναι γνωστές οι συνθήκες και οι κίνδυνοι, με βάση τα οποία πραγματοποιείται μια Σ&Ε, δεν είναι απαραίτητο ότι θα υπάρξει ομαλή ενσωμάτωση. Αυτό συμβαίνει τόσο λόγω προβλημάτων ενσωμάτωσης της διοίκησης, όσο και λόγω προβλημάτων ενσωμάτωσης του προσωπικού στη νέα κατάσταση μετά τη συγχώνευση.

Μια ενοποίηση ενέχει κινδύνους, οι οποίοι διακρίνονται:

- ✓ σε αυτούς που ελλοχεύουν πριν από την εξαγορά και έχουν να κάνουν κυρίως με την τιμολόγηση της εξαγοραζόμενης τράπεζας, αφού η αξία της εξαγοράς θα πρέπει να αντισταθμίζεται από την αξία των προσδοκώμενων εσόδων που θα προκύψουν και
- ✓ σε αυτούς που υπάρχουν μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά, με κυριότερο την ενδεχόμενη οργανωτική και εργασιακή ετερογένεια των συγχωνευμένων τραπεζών.²³

Αναλυτικότερα, ο βασικότερος κίνδυνος στην περίπτωση μιας εξαγοράς είναι η τιμή στην οποία θα εξαγορασθεί η τράπεζα. Η τιμή αυτή θα πρέπει να καθορίζεται από τα προσδοκώμενα έσοδα που θα προκύψουν από την ενοποίηση, στοιχείο το οποίο δεν

²³ Κυριαζόπουλος Γ., Ζησόπουλος Δ. & Σαριφιαννίδης Ν. (2009), «Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στη διεθνή και την ελληνική οικονομία», Εθνικό Συνέδριο Διοίκησης Οικονομίας, σελ.:131-150

είναι εύκολα προβλέψιμο. Τόσο οι άγνωστες συνθήκες της αγοράς στην οποία πραγματοποιείται η ενοποίηση, όσο και οι απρόβλεπτοι κίνδυνοι που ενδεχομένως να προκύψουν, καθιστούν δύσκολη τη διαδικασία υπολογισμού των προσδοκώμενων εσόδων.

Ακόμα και μετά την ολοκλήρωση μιας ενοποίησης, όμως, ενέχουν σημαντικοί κίνδυνοι αποτυχίας της εν λόγω διαδικασίας. Ένας από τους σημαντικότερους κινδύνους έχει να κάνει με τη διαφορετικότητα που παρουσιάζεται στις τράπεζες, η οποία πηγάζει από τη γενικότερη διαφορετικότητα ως προς την κουλτούρα και τη φιλοσοφία. Δεν είναι λίγες οι δυσκολίες που παρατηρούνται κατά την ενοποίηση, λόγω έλλειψης ορθολογικής επενδυτικής λογικής και ξεκάθਾਰου στρατηγικού οράματος. Επιπλέον, υπάρχουν κίνδυνοι σε ό,τι αφορά την επαφή με τους πελάτες, η αντίδραση των οποίων δεν μπορεί να προβλεφθεί. Οι πελάτες μη γνωρίζοντας τη νέα πολιτική του ομίλου απέναντί τους, ενδεχομένως να εμφανίζουν μια δυσπιστία και καχυποψία απέναντι στο νέο όμιλο.

Γενικά, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, προκειμένου να θεωρηθεί επιτυχής μια Σ&Ε κρίνεται απαραίτητο να υιοθετηθούν ορισμένες βασικές αρχές και να γίνει διεξοδική έρευνα και ανάλυση, όπως επίσης και σωστός προγραμματισμός. Χρειάζονται, επομένως, ικανά και έμπειρα στελέχη που είναι σε θέση να κρίνουν αν η επικείμενη ενοποίηση θα έχει τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα. Ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στο στρατηγικό όραμα των τραπεζών που πρόκειται να συνενωθούν, στη δομή της συμφωνίας και στον τρόπο χρηματοδότησης.

3.1. Εισαγωγή

Στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, η απελευθέρωση και η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών συνέβαλαν σε σημαντικές αναδιαμορφώσεις του τραπεζικού κλάδου. Λόγω των σημαντικών εξελίξεων στο διεθνή και εγχώριο οικονομικό χώρο, ο ρόλος των τραπεζών, η δομή και η λειτουργία τους, όπως επίσης, και οι υπηρεσίες που προσφέρουν έχουν αλλάξει δραματικά. Τα τελευταία είκοσι χρόνια, οι τράπεζες, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τα αυξημένα επιτόκια, την περιορισμένη ρευστότητα και τη μειωμένη επενδυτική δραστηριότητα, υιοθέτησαν τη στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών ως έναν επιτυχή και γρήγορο τρόπο βελτίωσης της αποτελεσματικότητάς τους και ενίσχυσης της ανταγωνιστικής τους θέσης.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) αποτελούν ένα παγκόσμιο φαινόμενο και θεωρούνται ένας σύγχρονος τρόπος στρατηγικής ανάπτυξης των τραπεζών. Η ανάγκη για περισσότερα κεφάλαια, προκειμένου οι τράπεζες να μπορούν να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες, η πίεση των μετόχων, όπου σε πολλές περιπτώσεις είναι επενδυτικοί οργανισμοί, για υψηλότερα κέρδη, καθώς και η ανάγκη δημιουργίας οικονομικών κλίμακας για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού εντός και εκτός των «τειχών» έχει οδηγήσει τον τραπεζικό κλάδο σε μια χιονοστιβάδα Σ&Ε.²⁴

Ο συνδυασμένος όρος «συγχωνεύσεις και εξαγορές» αποτέλεσε βασικό σημείο πολλών ερευνών. Πολλές ερευνητικές μελέτες προσπάθησαν να εξετάσουν το φαινόμενο των Σ&Ε, χρησιμοποιώντας διάφορες μεθόδους ανάλυσης, επιδιώκοντας να δώσουν απαντήσεις σε θέματα όπως: ποιοι είναι οι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν μια Σ&Ε, πώς διαμορφώνεται η μετοχική απόδοση των τραπεζών με την ολοκλήρωση της διαδικασίας των Σ&Ε και από ποιους παράγοντες μπορεί να επηρεαστεί, πώς

²⁴ Κυριαζόπουλος Γ., Ζησόπουλος Δ. & Σαριφιαννίδης Ν. (2009) «Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στη διεθνή και την ελληνική οικονομία», ΕΣΔΟ, σελ.:131

ορίζεται η υπερβάλλουσα απόδοση των τραπεζών κ.α. Οι μέθοδοι ανάλυσης που συναντούνται στη βιβλιογραφία είναι δύο:²⁵

- ✓ η μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting based operational performance evaluation), η οποία χρησιμοποιεί διάφορα μέτρα σύγκρισης που υπολογίζονται βάσει κυρίως λογιστικών στοιχείων (π.χ. λειτουργικά κέρδη – EBIT, πωλήσεις, ταμειακές ροές, δείκτες ROE, ROA κ.λπ.) και
- ✓ η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns ή Event Studies Methodology), η οποία συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των μετοχών των bidders και targets κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του bid (event) μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής τους, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (predicted or expected returns), στη διάρκεια της ίδιας περιόδου.

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια επισκόπησης τόσο της διεθνούς όσο και της ελληνικής βιβλιογραφίας σχετικά με τις Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο. Το κεφάλαιο αποτελείται από δύο βασικές ενότητες: η πρώτη ενότητα περιλαμβάνει μελέτες, οι οποίες έχουν χρησιμοποιήσει τη μέθοδο των λογιστικών στοιχείων, και η δεύτερη αναφέρεται σε μελέτες, στις οποίες έχει χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων. Οι έρευνες σε κάθε ενότητα παρουσιάζονται με χρονολογική σειρά, από τις παλαιότερες προς τις πιο πρόσφατες. Παρόλο που, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος βάσει λογιστικών στοιχείων και θα επεξεργαστούμε συγκεκριμένα ερωτήματα, κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μια επισκόπηση ερευνών/μελετών και των δύο μεθόδων, ακόμα και ερευνών, οι οποίες πραγματεύονται περισσότερα και διαφορετικά ερωτήματα.

3.2. Μελέτες Μεθόδου βάσει Λογιστικών Στοιχείων

Ένας από τους βασικότερους λόγους επιδίωξης Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα ήταν ανέκαθεν η προσπάθεια των τραπεζών να αυξήσουν σημαντικά το μέγεθός τους και την εταιρική τους απόδοση, ώστε να ενισχύσουν τη θέση τους στην εγχώρια και παγκόσμια αγορά. Οι Σ&Ε αποτελούσαν έναν τρόπο ενίσχυσης του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών και μπορούσαν να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα της

²⁵ Κυριαζής Δ. (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδ. ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΜΠΙΛΙΑ & ΣΙΑ Ο.Ε. «Πανεπιστημιακό», Αθήνα 2007

λειτουργίας τους, χωρίς, όμως, αυτό να συνεπάγεται αυτόματα και βελτίωση των επιδόσεών τους.

Οι αλλαγές στις οικονομικές αποδόσεις μεγάλων τραπεζών, οι οποίες ήταν αποτέλεσμα τραπεζικών ενοποιήσεων, αποτέλεσαν αντικείμενο μελέτης πολλών ερευνητών. Από τις παλαιότερες είναι αυτή του **Smith D.**, ο οποίος το 1971, με το άρθρο «**The Performance of Merging Banks**», ασχολήθηκε με τη μέτρηση της απόδοσης τραπεζικών συγχωνεύσεων. Πιο αναλυτικά, για την περίοδο 1960-1965, ασχολήθηκε με τη μέτρηση και σύγκριση της απόδοσης τόσο συγχωνευόμενων όσο και μη-συγχωνευόμενων τραπεζών. Η σύγκριση αφορούσε τη διάρθρωση του ενεργητικού, το χαρτοφυλάκιο των δανείων, τα έσοδα και έξοδα των τραπεζών κ.λπ..

Το δείγμα της έρευνας αποτελούνταν από δύο ομάδες, με 81 τράπεζες η κάθε ομάδα. Η πρώτη αφορούσε συγχωνευόμενες τράπεζες και η δεύτερη μη-συγχωνευόμενες. Οι τράπεζες και των δύο ομάδων ήταν αντίστοιχου μεγέθους και γεωγραφικής προέλευσης, ώστε να μπορούν τα αποτελέσματα να είναι συγκρίσιμα και οι όποιες διαφορές μεταξύ τους να απορρέουν ως επίδραση της Σ&Ε. Η μέθοδος που ακολουθήθηκε ήταν αυτή της ανάλυσης βάσει των λογιστικών στοιχείων (Financial Performance Methodology) και χρησιμοποιήθηκαν 22 τραπεζικοί δείκτες.

Από την ανάλυση των λογιστικών δεδομένων των τραπεζών, και συγκεκριμένα από τον Ισολογισμό, προέκυπτε ότι, τόσο οι συγχωνευόμενες όσο και μη-συγχωνευόμενες τράπεζες παρουσίαζαν μείωση των επενδύσεών τους σε κρατικά ομόλογα κατά 4,59% και 4,33% αντίστοιχα, διαφορά η οποία δεν θεωρούνταν σημαντική. Όμοια εικόνα, αλλά με διαφορά η οποία χαρακτηριζόταν ως αξιόλογη, παρουσίαζαν οι τράπεζες ως προς τα ρευστά τους διαθέσιμα, τα οποία μειώθηκαν κατά 2,64% για τις συγχωνευόμενες και κατά 1,72% για τις μη-συγχωνευόμενες. Όσον αφορά τη μελέτη αριθμοδεικτών, τα συμπεράσματα ποίκιλαν. Οι δείκτες των λειτουργικών εξόδων προς το σύνολο ενεργητικού και των εσόδων προς το σύνολο ενεργητικού κινήθηκαν παρόμοια, παρουσιάζοντας, για τις συγχωνευόμενες τράπεζες, μια αύξηση κατά 0,45% και 0,40% αντίστοιχα και, για τις μη-συγχωνευόμενες, μια αύξηση 0,32% και 0,29% αντίστοιχα. Αυτό σήμαινε ότι, οι Σ&Ε επηρέαζαν αρνητικά την πορεία των εξόδων, γεγονός το οποίο επιβεβαιωνόταν και από τη μεγαλύτερη αύξηση που παρουσίαζαν οι μισθοί των συγχωνευόμενων τραπεζών, αλλά θετικά την πορεία των εσόδων. Σχετικά, όμως, με την τελική κερδοφορία των τραπεζών, οι μη-συγχωνευόμενες τράπεζες υπερτερούσαν, αφού ο δείκτης των κερδών προς το σύνολο ενεργητικού κινήθηκε

ανοδικά κατά 0,01% έναντι της μείωσης 0,05%, την οποία παρουσίαζαν οι συγχωνευόμενες.

Το γενικό συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι, οι ενοποιήσεις επηρεάζουν θετικά ορισμένα στοιχεία του Ισολογισμού και των αποτελεσμάτων των συγχωνευόμενων τραπεζών, αλλά η τελική τους κερδοφορία τείνει αρνητικά συγκριτικά με αυτή των μη-συγχωνευόμενων τραπεζών. Αναλυτικότερα, οι συγχωνευόμενες τράπεζες αύξησαν τα χορηγούμενα δάνεια, τις καταθέσεις και τα έσοδά τους έναντι των μη-συγχωνευόμενων. Η παράλληλη αύξηση, όμως, και των εξόδων τους προκάλεσε μικρότερη άνοδο της κερδοφορίας τους απ' ότι παρουσίασαν οι μη-συγχωνευόμενες τράπεζες.

Κάποια χρόνια αργότερα, και συγκεκριμένα το 1992 στην Ολλανδία, οι **Cornett M. M. & Tehranian H.**, με το άρθρο τους «**Changes in corporate performance associated with bank acquisitions**», επιδίωξαν να εξετάσουν την εταιρική απόδοση μεγάλων τραπεζών, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας κάποιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Μελέτησαν τόσο εγχώριες όσο και παγκόσμιες Σ&Ε και διερεύνησαν διαφορές ανάμεσα στις λειτουργικές επιδόσεις τους. Τέλος, εξέτασαν εάν τα κέρδη που προέκυπταν από τις μεταβολές των τιμών των μετοχών, και τα οποία σχετίζονταν με τις ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων, ήταν αποτέλεσμα των πραγματικών οικονομικών κερδών των τραπεζών.

Η έρευνα ασχολήθηκε με 30 συγχωνεύσεις, 15 εγχώριες και 15 εξωτερικού, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν την περίοδο από το 1982 έως το 1987. Η μεθοδολογία, που ακολούθησαν, ήταν η λογιστική ανάλυση (Financial Performance Methodology), που σημαίνει ότι χρησιμοποίησαν στοιχεία ταμειακών ροών και οικονομικά δεδομένα τόσο των συγχωνευουσών όσο και των συγχωνευόμενων τραπεζών. Μελετώντας τα οικονομικά στοιχεία και τις μεταβολές των ταμειακών ροών 3 ετών πριν τη διαδικασία των ενοποιήσεων, οι αναλυτές συνδύασαν τα δεδομένα και σύνταξαν pro-forma οικονομικές καταστάσεις για τις νέες ενοποιημένες οντότητες. Στη συνέχεια, ανέλυσαν τα αντίστοιχα δεδομένα 3 ετών μετά την ολοκλήρωση των ενοποιήσεων και σύγκριναν τα αποτελέσματά τους με αυτά των pro-forma οικονομικών καταστάσεων. Με τον τρόπο αυτό, μέτρησαν τον πραγματικό αντίκτυπο των Σ&Ε στις αποδόσεις των τραπεζών. Για μεγαλύτερη εμβάθυνση των αποτελεσμάτων τους, υπολόγισαν τραπεζικούς δείκτες και μελέτησαν συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού των τραπεζών.

Σχετικά με τη μελέτη των αριθμοδεικτών, οι περισσότεροι εμφάνιζαν ανοδική πορεία. Το μέσο ετήσιο λειτουργικό κέρδος (pretax operating cash flow return on assets), πριν από τις Σ&Ε κυμαινόταν στο 2,10%, ενώ μετά τις Σ&Ε αυξήθηκε στο 2,60%. Η ίδια εικόνα προέκυπτε και για τον δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA), ο οποίος από το 0,60% αυξήθηκε σε 0,71%. Σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών μελετήθηκε ο δείκτης των ιδίων κεφαλαίων προς το ενεργητικό, ο οποίος αυξήθηκε από 4,90% σε 6,10% μετά την ενοποίηση. Ο δείκτης «Return on Loans», ο οποίος σχετίζεται με την αποδοτικότητα των δανείων, παρουσίαζε παρόμοια εικόνα, αφού από το 0,48% ανέβηκε στο 1,60%, δηλώνοντας την αύξηση της ικανότητας των τραπεζών να χορηγούν δάνεια. Αυτό, όμως, δεν ήταν με βεβαιότητα θετικό, αφού προέκυπτε μια μείωση του δείκτη ρευστότητας.

Η έρευνα κατέληγε στο συμπέρασμα ότι, οι συγχωνεύουσες τράπεζες παρουσίαζαν μεγάλη βελτίωση της εταιρικής τους απόδοσης, γεγονός που οφειλόταν στην ικανότητά τους να προσελκύουν δάνεια και καταθέσεις, στην αύξηση της παραγωγικότητας των εργαζομένων και στην κερδοφόρα ανάπτυξη των περιουσιακών τους στοιχείων. Τέλος, διαπιστώθηκε ότι, υπήρχε συσχέτιση ανάμεσα στις αποδόσεις των μετοχών κατά την περίοδο της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων και στα διάφορα μέτρα αξιολόγησης των επιδόσεων, αναδεικνύοντας το γεγονός ότι, η αγορά αναμένει βελτιωμένη απόδοση των τραπεζών όταν ανακοινώνεται κάποια ενοποίηση.

Την ίδια περίοδο, το 1992, γινόταν μια ακόμη προσπάθεια μελέτης των τραπεζικών Σ&Ε. Οι **Linder J. & Crame D.**, με το άρθρο τους «**Bank Mergers: Integration & Profitability**», επιδίωκαν να μελετήσουν την εξέλιξη των λειτουργικών κερδών. Πιο συγκεκριμένα, η έρευνά τους εστίαζε στην πορεία των λειτουργικών κερδών των συγχωνευόμενων τραπεζών και στη σύγκρισή τους με την αντίστοιχη πορεία του τραπεζικού κλάδου. Επιπλέον, εξέταζαν κατά πόσο τα λειτουργικά κέρδη επηρεάζουν το δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA).

Το δείγμα της έρευνας αποτελούνταν από 47 Σ&Ε, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. την περίοδο 1982-1997. Η μεθοδολογία τους ήταν η λογιστική ανάλυση (Financial Performance Methodology), αφού χρησιμοποίησαν οικονομικά δεδομένα των τραπεζών και ασχολήθηκαν με τη μελέτη αριθμοδεικτών. Κυρίως, στη μελέτη τους χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα 2 ετών πριν και 2 ετών μετά την ολοκλήρωση των ενοποιήσεων. Από την έρευνά τους προέκυπτε ότι, η πορεία των λειτουργικών κερδών, μετά τις Σ&Ε, παρουσίαζε μια αύξηση 65,11%, για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και μια αύξηση 52,71% για τον αντίστοιχο κλάδο. Όσον αφορά το δείκτη ROA, οι τράπεζες-

στόχοι κινούνταν, πριν τη διαδικασία της ενοποίησης, στο 1,59% και, μετά την ολοκλήρωση, στο 1,74%. Αντίστοιχα, ο κλάδος κινούνταν στο 1,78% και αυξήθηκε στο 1,87%. Προκειμένου τα αποτελέσματα να είναι όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστα, μελετήθηκε και η μεταβολή των στοιχείων του ενεργητικού. Έτσι διαπιστώθηκε ότι, κατά το πρώτο έτος μετά το γεγονός της ενοποίησης, οι τράπεζες παρουσίαζαν αύξηση κατά 28,58% και ο κλάδος κατά 42,30%, διαφορά, η οποία έγινε ακόμα μεγαλύτερη σε επόμενα έτη.

Οι μελετητές, λοιπόν, κατέληγαν στο συμπέρασμα ότι, όσον αφορά τα λειτουργικά κέρδη των τραπεζών, για τα δύο πρώτα έτη μετά την ολοκλήρωση των Σ&Ε, παρουσίαζαν αύξηση σε σχέση με τη μέχρι τότε πορεία τους αλλά συγκριτικά με την αντίστοιχη πορεία του κλάδου δεν εμφάνιζαν σημαντική βελτίωση. Παρόλο αυτά, οι τράπεζες, μέσω των Σ&Ε κατάφεραν να μειώσουν τα έξοδά τους. Η διαδικασία των ενοποιήσεων, όμως, δεν επέφερε τα ίδια αποτελέσματα και στο ενεργητικό των τραπεζών σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Η αρχική αύξηση του ενεργητικού των συγχωνευόμενων τραπεζών σταδιακά ελαχιστοποιούνταν συγκριτικά με την αντίστοιχη αύξηση του κλάδου, γεγονός που έδειχνε ότι οι τράπεζες «έχαναν έδαφος» απέναντι στον ανταγωνισμό.

Την ίδια περίοδο, επικρατούσε η άποψη ότι, οι τραπεζικές Σ&Ε διαφοροποιούνται ανάλογα με το εάν πραγματοποιούνται εντός του ίδιου κλάδου (οριζόντια συγχώνευση) ή εντός διαφορετικών (κάθετη συγχώνευση). Ερευνητές, υποστήριζαν ότι, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις ήταν ένας τρόπος μείωσης των λειτουργικών δαπανών των τραπεζών και αύξησης της αποτελεσματικότητάς τους. Οι τελευταίες έρευνες, όμως, αποδείκνυαν ότι τέτοιες οικονομίες πλέον στον τραπεζικό κλάδο είτε δεν υπήρχαν, είτε ήταν πολύ μικρές.

Τέθηκε, λοιπόν, το ερώτημα, εάν οι τράπεζες, οι οποίες συμμετέχουν σε οριζόντιες συγχωνεύσεις, επιτυγχάνουν πράγματι καλύτερα αποτελέσματα σε σχέση με άλλες τράπεζες, μειώνοντας του κόστους τους μέσω της ενοποίησης των διοικητικών τους λειτουργιών. Έτσι, το 1993, ο **Rhoades A.S.**, με το άρθρο του «**Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers**», προσπάθησε να δώσει απάντηση στο παραπάνω ερώτημα και να κάνει μια διάκριση ανάμεσα στη μείωση του κόστους και στην αύξηση της αποτελεσματικότητας. Ενδεικτικά επισήμανε ότι, η μείωση του κόστους μπορεί να επιτευχθεί με την απορρόφηση υποκαταστημάτων των τραπεζών, χωρίς όμως η ταυτόχρονη μείωση του προσωπικού να συνεπάγεται αύξηση της αποτελεσματικότητας.

Η έρευνα ασχολήθηκε με 898 συγχωνεύσεις, οι οποίες έλαβαν χώρα την περίοδο 1981-1986. Απαραίτητη προϋπόθεση του δείγματος ήταν, οι εταιρίες να δραστηριοποιούνται στην εγχώρια και τραπεζική αγορά και να μην παρουσιάζουν εκ των προτέρων κάποιο διοικητικό ή οικονομικό πρόβλημα. Η διεξαγωγή της έρευνας πραγματοποιήθηκε βάσει της ανάλυσης οικονομικών στοιχείων (Financial Performance Methodology) και διεξήχθησαν δύο έλεγχοι. Ο πρώτος έλεγχος πραγματοποιήθηκε σε συγχωνευόμενες και άλλες τράπεζες και μελέτησε τις μεταβολές σε δείκτες κόστους για την περίοδο τόσο πριν όσο και μετά τις Σ&Ε. Ο δεύτερος έλεγχος εξέταζε την πιθανότητα μεταβολής της απόδοσης των τραπεζών πριν και μετά από μια Σ&Ε σε σχέση με την απόδοση άλλων εταιριών.

Αρχικά, χρησιμοποιήθηκαν οικονομικά δεδομένα τριών ετών πριν και μετά τις Σ&Ε, προκειμένου να υπολογισθούν οι έκτακτες δαπάνες και, κατά προσέγγιση, η σχετική απόδοση των δαπανών. Από τη μελέτη των στοιχείων αποδείχτηκε ότι, οι συγχωνευόμενες τράπεζες παρουσίαζαν αυξημένα λειτουργικά έξοδα (προ τόκων) σε σχέση με τις συγχωνεύουσες. Στη συνέχεια, για να προσδιορισθεί εάν υπήρχε αύξηση της αποτελεσματικότητας, υπολογίστηκε ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA) των ενοποιημένων τραπεζών και, τέλος, έγινε μια σύγκριση με τον αντίστοιχο δείκτη προ ενοποιήσεων. Τα αποτελέσματα του δείκτη ROA έδειξαν ότι, οι αγοράστριες τράπεζες παρουσίαζαν μικρότερο δείκτη απ' ότι οι συγχωνευόμενες.

Το γενικό συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις δεν παρουσίαζαν σημαντική θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών. Τα οφέλη από τις οριζόντιες συγχωνεύσεις ήταν πολύ μικρά και δεν αποτελούσαν σημαντικό λόγο συγχώνευσης. Η έρευνα επισήμανε ότι, ούτε οι καταθέσεις των συγχωνευόμενων τραπεζών δεν κατάφεραν να ενισχύσουν την αποτελεσματικότητα των νέων τραπεζών που δημιουργούνταν με την ολοκλήρωση της διαδικασίας των Σ&Ε. Από την άλλη πλευρά, με δεδομένη τη μεγάλη διακύμανση των τραπεζικών αποδόσεων και τη δυνατότητα εμφάνισης μείωσης του κόστους του τραπεζικού κλάδου, ίσως υπάρξει πιθανότητα βελτίωσης της αποτελεσματικότητας των τραπεζών σε πιο πρόσφατες τραπεζικές συγχωνεύσεις.

Ένας ακόμα παράγοντας, ο οποίος επηρέαζε το επίπεδο των Σ&Ε, ήταν τα επιτόκια των τραπεζών. Το άνοιγμα των επιτοκίων αποτέλεσε θέμα μελέτης πολλών ερευνητών, οι οποίοι προσπαθούσαν να διαπιστώσουν εάν τα επιτόκια επηρεάζουν τον τρόπο τιμολόγησης των εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο και την «ταυτότητα» των εμπλεκόμενων τραπεζών. Με αυτό το θέμα ασχολήθηκαν και οι **Benjamin Esty, Bhanu**

Narashimhan & Peter Tufano, οι οποίοι το 1999 δημοσίευσαν το άρθρο τους «**Interest rate exposure and bank mergers**».

Παράλληλα με τις έρευνες, ο τραπεζικός τομέας συνέχιζε να παρουσιάζει μια εντυπωσιακή δραστηριότητα σε Σ&Ε. Ωστόσο, στην ελληνική τραπεζική αγορά η δραστηριότητα σε Σ&Ε παρουσίαζε σχετική χρονική υστέρηση και συγκριτικά λάμβανε μικρότερες διαστάσεις. Παρόλο αυτά, υπήρχαν και στον ελλαδικό χώρο αναλυτές, οι οποίοι προσπαθούσαν να απαντήσουν στο ερώτημα κατά πόσον οι Σ&Ε μεταξύ τραπεζών βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα της νεοϊδρυθείσας τράπεζας. Βασιζόμενοι στο ερώτημα αυτό, το 2004, οι **Αθανάσογλου Π.Π. & Μπρισίμης Ν.Σ.** δημοσίευσαν μια έρευνα, με τίτλο «**Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα**». Η μελέτη αυτή ασχολήθηκε με 15 ελληνικές εμπορικές τράπεζες και εξέτασε την επίδραση των Σ&Ε αυτών των τραπεζών στην αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών.

Για τη διεξαγωγή της έρευνας χρησιμοποιήθηκε η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών με βάση στοιχεία ισολογισμών και αποτελεσμάτων χρήσεως. Η ανάλυση ξεκίνησε με τον υπολογισμό δεικτών εσόδων, κόστους, κερδών και παραγωγικότητας για ομάδες τραπεζών, ανάλογα με το μέγεθός τους και για την περίοδο πριν από τις Σ&Ε (1994-1997) και μετά τις Σ&Ε (2000-2002). Στη συνέχεια, υπολογίσθηκαν η διασπορά των δεικτών αυτών και προσεγγίσθηκε η απόσταση μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων επιδόσεων. Με αυτό τον τρόπο, εκτιμήθηκε ο βαθμός της αποτελεσματικότητας κόστους και κερδών των τραπεζών, βάσει της σύγκρισής τους με την τράπεζα που εμφάνιζε την καλύτερη απόδοση. Επιπλέον, έγινε σύγκριση των επιδόσεων των τραπεζών από πλευράς κόστους και κερδών με μεμονωμένες περιπτώσεις Σ&Ε, κατά την περίοδο πριν και μετά τη συγχώνευση, προς τις αντίστοιχες επιδόσεις τραπεζών που δεν είχαν συμμετάσχει σε Σ&Ε. Τέλος, προκειμένου να διαπιστωθεί η ύπαρξη οικονομικών κλίμακας και η αξιοποίησή τους μέσω των Σ&Ε, εξετάσθηκε η συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους των τραπεζών και του λειτουργικού τους κόστους την περίοδο πριν από τις Σ&Ε (1994-1997) και μετά τις Σ&Ε (2000-2002).

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι, την περίοδο πριν από τις Σ&Ε, το σύνολο των ελληνικών τραπεζών εμφάνιζε σχετικά χαμηλή αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών, αλλά σημαντικά περιθώρια βελτίωσής της. Τα περιθώρια αυτά αφορούσαν όχι μόνο το κόστος, αλλά και την πλευρά των εσόδων. Με τη χρήση δεικτών επίδοσης των τραπεζών και της διασποράς τους, διαπιστώθηκε ότι οι ελληνικές Σ&Ε είχαν θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών των τραπεζών που

προέκυψαν από αυτές, οδηγώντας και σε αξιοποίηση των περιθωρίων βελτίωσής της. Τέλος, σχετικά με τις οικονομίες κλίμακας, διαπιστώθηκε ότι, πριν από τις Σ&Ε, οι τράπεζες μικρού και μεσαίου μεγέθους χαρακτηρίζονταν από την ύπαρξη οικονομιών κλίμακας, ενώ οι τράπεζες μεγάλου μεγέθους από αρνητικές οικονομίες κλίμακας. Οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν, εκτιμάται ότι οδήγησαν τις συγχωνευθείσες τράπεζες σε αξιοποίηση των οικονομιών αυτών.

Με την εισαγωγή του Ευρώ στην Ελλάδα, οι ελληνικές τράπεζες άρχισαν να αναζητούν νέες πηγές εσόδων σε καινούριες αγορές, με χαμηλότερα κόστη. Η σταδιακή σύγκλιση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας προς τα πρότυπα των πιο ανεπτυγμένων ευρωπαϊκών χωρών δημιούργησε την ανάγκη επέκτασης εκτός συνόρων. Προσπαθώντας να μεγαλώσουν τα μεγέθη των Ισολογισμών τους, κυρίως όσον αφορά τα καταναλωτικά και ενυπόθηκα δάνεια, και να αυξήσουν με κάθε τρόπο τη συνολική κερδοφορία των ομίλων τους, οι ελληνικές τράπεζες υιοθέτησαν επιθετικές πολιτικές επέκτασης με εξαγορές τοπικών τραπεζών των Βαλκανικών χωρών.

Η μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου, ο υψηλός ρυθμός πιστωτικής επέκτασης των επιχειρήσεων στις Βαλκανικές χώρες και η εκμετάλλευση των ευκαιριών που παρουσιάζονταν στις ελληνικές τράπεζες ήταν οι λόγοι όπου, το 2010, οι **Κυριαζόπουλος Γ., Δρ. Μαυρίδης Δ., Δρ. Πετρόπουλος Δ. και Χρήστος Χ.** δημοσίευσαν το άρθρο τους με τίτλο «**Διασυνοριακές Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Ελληνικών Τραπεζών σε Χώρες των Βαλκανίων μετά την Εισαγωγή του Ευρώ στην Ελλάδα**».

Στην έρευνά τους καταγράφουν και μελετούν τις Σ&Ε που πραγματοποίησαν οι ελληνικές τράπεζες στις βαλκανικές χώρες, κατά την περίοδο της δεκαετίας 2000 – 2009. Οι περισσότερες Σ&Ε στην περιοχή των βαλκανικών χωρών αναφέρονται στις χώρες της Σερβίας, ΠΓΔΜ, Αλβανίας, Ρουμανίας, Βουλγαρίας και Τουρκίας. Αρχικά, περιγράφεται το μακροοικονομικό περιβάλλον των Βαλκανίων, το πρόσφορο έδαφος και οι ευκαιρίες που δημιουργήθηκαν, προκειμένου να ωθήσουν τις ελληνικές και ξένες τράπεζες προς την επέκτασή τους στο συγκεκριμένο περιβάλλον. Στη συνέχεια, γίνεται αναλυτική περιγραφή των επεκτάσεων, τόσο των ελληνικών όσο και των άλλων ευρωπαϊκών τραπεζών σε κάθε χώρα των Βαλκανίων ξεχωριστά, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση για τις εξαγορές τραπεζών στην Ελλάδα. Τέλος, χρησιμοποιώντας οικονομικά δεδομένα πριν και μετά τις Σ&Ε, η έρευνα επικεντρώθηκε στο πώς μεταβλήθηκαν τα μεγέθη των δανείων και των καταθέσεων των τραπεζών που επιχείρησαν να εξαγοράσουν ή να συγχωνευθούν με κάποια Βαλκανική. Επιπλέον, υπολογίσθηκαν οι

δείκτες ROA και ROE και μελετήθηκε η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων και των κεφαλαίων της επιχείρησης.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι ελληνικές τράπεζες επωφελήθηκαν σημαντικά από τις Σ&Ε, αφού παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση τόσο των καταθέσεων όσο και του χαρτοφυλακίου των δανείων τους. Από τον υπολογισμό των δεικτών φάνηκε ότι, η απόδοση του μέσου όρου των περιουσιακών στοιχείων, μετά την αφαίρεση των φόρων, ήταν θετική και οι τράπεζες χρησιμοποίησαν αποτελεσματικά τα στοιχεία των απαιτήσεών τους για την κάλυψη των υποχρεώσεων και την κερδοφορία τους. Από την άλλη πλευρά, η απόδοση των κεφαλαίων των τραπεζών, μετά την αφαίρεση των φόρων, ήταν επίσης θετική και σε ικανοποιητικό βαθμό για τις τράπεζες που εξαγόρασαν ή συγχώνευσαν κάποια άλλη στην περιοχή των Βαλκανίων. Παρόλο που σε ορισμένες περιπτώσεις, το κόστος εξαγοράς βαλκανικής τράπεζας από ελληνική ήταν σημαντικά υψηλό, προέκυψε ότι αυτό σταδιακά είχε μια τάση να αποσβεσθεί αφού και οι δύο τράπεζες είχαν αρκετά υψηλό δείκτη ROE. Η έρευνα ολοκληρώθηκε, σχολιάζοντας κάποιους φόβους που προκλήθηκαν από το κύμα των διασυννοριακών Σ&Ε στα Βαλκάνια, κυρίως όσον αφορά τη σταθερότητα του συστήματος, αλλά και την παροχή επαρκών δανειακών κεφαλαίων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και καταναλωτές.

Οι παραπάνω μελέτες συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Μελέτες βάσει Μεθόδου των Λογιστικών Στοιχείων			
Αρθρογράφος	Περίοδος Δείγμα	Δείκτες	Αποτελέσματα
Smith D. (1971)	1960-1965 81	<ul style="list-style-type: none"> • Δείκτες Ρευστότητας • Κέρδη • Στοιχεία Ενεργητικού 	<ul style="list-style-type: none"> • Μείωση ρευστότητας • Ελάχιστη μείωση κερδοφορίας • Αύξηση Δανείων & Καταθέσεων
Cornett M. & Tehranian H. (1992)	1982-1987 30	<ul style="list-style-type: none"> • Λειτουργικά Κέρδη • Δείκτες Αποδοτικότητας • Δείκτες Ρευστότητας • Δείκτες Κεφ. Επάρκειας 	<ul style="list-style-type: none"> • Αύξηση Λειτουργικότητας • Αύξηση Αποδοτικότητας • Αύξηση Κερδοφορίας

Linder J. & Crame D. (1992)	1982-1997 47	<ul style="list-style-type: none"> • Λειτουργικά Κέρδη • ROA • Ενεργητικό 	<ul style="list-style-type: none"> • Αύξηση Λειτουργικών Κερδών • Αύξηση ROA • Μείωση Δραστηριοτήτων λόγω ανταγωνισμού
Rhoades A.S. (1993)	1981-1986 898	<ul style="list-style-type: none"> • Δείκτες Αποδοτικότητας • Δείκτης Συνολικών Εξόδων 	<ul style="list-style-type: none"> • Μη-σημαντική θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα • Μεγάλη διακύμανση αποδόσεων
Αθανάσογλου Π.Π. & Μπρισίμης Ν.Σ. (2004)	1994-2002 15	<ul style="list-style-type: none"> • ROA / ROE • Δείκτες Παραγωγικότητας • Δείκτες Ρευστότητας 	<ul style="list-style-type: none"> • Θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα κόστους & κερδών
Κυριαζόπουλος Γ, Μαυρίδης Δ., Πετρόπουλος Δ. & Χρήστος Χ. (2010)	2000-2009	<ul style="list-style-type: none"> • ROA / ROE • Δάνεια, Καταθέσεις 	<ul style="list-style-type: none"> • Αύξηση ROA & ROE • Αύξηση Δανείων & Καταθέσεων

3.3. Μελέτες Μεθόδου Μη-Κανονικών Αποδόσεων

Επηρεασμένοι από την τάση προς τις τραπεζικές ενοποιήσεις, η οποία είχε παρατηρηθεί στα μέσα του 1980 στις Η.Π.Α, πολλοί αναλυτές υποστήριζαν τότε, ότι η τάση αυτή ήταν μια προσπάθεια προκειμένου να φύγουν από την αγορά οι φτωχές και μικρές εταιρίες. Μια δεκαετία αργότερα, όπου η αγορά επανερχόταν στα κερδοφόρα επίπεδά της, οι συγχωνεύσεις συνεχίζονταν, με τους αναλυτές να παρατηρούν ότι οι ρυθμιστικές και τεχνολογικές αλλαγές επιτρέπουν στις τράπεζες να αναπτυχθούν οικονομικά και να επεκταθούν γεωγραφικά. Αυτοί ήταν και οι λόγοι, όπου θεώρησαν ότι η τάση των ενοποιήσεων θα συνεχιζόταν για πολλά χρόνια ακόμα.

Το 1989, λοιπόν, οι **Hannan T. & Wolken J.** αποφασίζουν με το άρθρο τους «**Returns to bidders and targets in the acquisition process: Evidence from the banking industry**» να εξετάσουν κατά πόσο η ανακοίνωση μιας Σ&Ε επηρεάζει τον τραπεζικό κλάδο.

Το δείγμα της έρευνας αποτελούνταν από εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης τράπεζες, 69 τράπεζες-στόχοι και 43 αγοράστριες τράπεζες, οι οποίες συμμετείχαν σε κάποια Σ&Ε για την περίοδο 1982-1987. Οι ανακοινώσεις των Σ&Ε έγιναν στο Wall Street Journal Index. Απαραίτητη προϋπόθεση για τις τράπεζες του δείγματος ήταν να μην έχουν λάβει μέρος σε κάποια άλλη Σ&Ε για το τελευταίο εξάμηνο και να μην κατέληξαν στη λύση της ενοποίησης ως επίλυση των προβλημάτων τους. Οι μελετητές, προκειμένου να εξαγάγουν ορθά συμπεράσματα, έδωσαν ιδιαίτερη βαρύτητα στο μέγεθος των τραπεζών-στόχων και στο κατά πόσο αυτό επηρέασε το τελικό τους αποτέλεσμα. Επιπλέον, εξέτασαν την κεφαλαιοποίηση αυτών των τραπεζών και το πώς επηρέασε τη «νέα τράπεζα». Τέλος, η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε ήταν αυτή των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal Return or Event Study Methodology).

Τα πρώτα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι, υπήρχε μια μεταφορά πλούτου από τις αγοράστριες τράπεζες προς τις τράπεζες-στόχους. Η CAR(-15, +15) για τις αγοράστριες τράπεζες ήταν -6,09%, για τις τράπεζες-στόχους ήταν 14,25%, ενώ για τις τράπεζες μετά τη Σ&Ε το αντίστοιχο ποσοστό κυμαίνονταν σχεδόν στο μηδέν. Όσον αφορά τη μελέτη της κεφαλαιοποίησης των τραπεζών, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι τράπεζες μικρότερης κεφαλαιοποίησης είχαν υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τις τράπεζες μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης. Οι Σ&Ε τραπεζών-στόχων μικρότερης κεφαλαιοποίησης αύξησαν την αξία κατά 4,32% για την τράπεζα μετά την ενοποίηση, ενώ για τις Σ&Ε τραπεζών-στόχων μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης το αντίστοιχο ποσοστό ήταν -3,58%.

Μια δεκαετία αργότερα, το 2001, ο **DeLong L. G.**, στηριζόμενος και σε παλαιότερες έρευνες, αποφάσισε να παρουσιάσει μια νέα διάσταση των Σ&Ε, μελετώντας εάν πράγματι οι τραπεζικές συγχωνεύσεις διαφοροποιούνται ανάλογα με το αντικείμενο και τη γεωγραφική περιοχή στην οποία δραστηριοποιούνται οι συγχωνευόμενες εταιρίες. Έτσι, με το άρθρο του «**Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers**», προσπάθησε να κατηγοριοποιήσει τις τραπεζικές συγχωνεύσεις ανάλογα με τη δραστηριότητά τους και τη γεωγραφική ομοιότητα και ανομοιότητά τους και να μελετήσει το πώς επηρεάζεται ο πλούτος της κάθε συγχώνευσης ανάλογα με την κατηγορία στην οποία ανήκει. Η έρευνα προσδιόρισε την επίδραση της αξίας τόσο των αγοραστριών-τραπεζών και εξαγοραζόμενων όσο και των νέων οντοτήτων που δημιουργούνταν με την ολοκλήρωση των Σ&Ε.

Το δείγμα της έρευνας ήταν 280 εγχώριες συγχωνεύσεις των Η.Π.Α., οι οποίες ανακοινώθηκαν κατά την περίοδο 1988 έως 1995 και έλαβαν χώρα εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες, με τη μία τουλάχιστον εταιρία να είναι τράπεζα. Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal Return or Event Study Methodology), ο DeLong προσπάθησε να προσδιορίσει εάν η αγορά αντιδρούσε διαφορετικά στις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων εντός όμοιων κλάδων και εντός διαφορετικών και κατά πόσο οι εταίροι αντιμετώπιζαν υπερβάλλουσες αποδόσεις μετά τις αναγγελίες περί συγχωνεύσεων.

Σύμφωνα με το κριτήριο της γεωγραφικής θέσης, στην οποία έδρευαν οι τράπεζες, οι συγχωνεύσεις ομαδοποιήθηκαν σε δύο κατηγορίες: σε αυτές όπου οι αγοράστριες και εξαγοραζόμενες εταιρίες δραστηριοποιούνταν στην ίδια περιοχή και σε αυτές όπου δραστηριοποιούνταν σε διαφορετικές. Από το σύνολο των Σ&Ε, οι 121 ενοποιήσεις πραγματοποιήθηκαν εντός της ίδιας γεωγραφικής θέσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η CAR(-10, +1) για τις αγοράστριες τράπεζες ήταν -1,46%, για τις τράπεζες-στόχους ήταν 18,30%, ενώ για τις τράπεζες μετά τη Σ&Ε το αντίστοιχο ποσοστό διαμορφώνονταν στο 0,62%. Για τις υπόλοιπες 159 ενοποιήσεις του δείγματος, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν εντός διαφορετικής γεωγραφικής θέσης, η CAR(-10, +1) υπολογίσθηκε -1,85% για τις αγοράστριες τράπεζες, 15,32% για τις εξαγοραζόμενες και -0,40% για τις νεοϊδρυθείσες. Τέλος, για το σύνολο των 280 Σ&Ε ανεξάρτητα από το κριτήριο της γεωγραφικής θέσης, τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν -1,68% για τις αγοράστριες, 16,61% για τις εξαγοραζόμενες και 0,04% για τις τράπεζες μετά την ενοποίηση.

Τα αποτελέσματα της έρευνας ανέδειξαν τέσσερις ομάδες συγχωνεύσεων, οι οποίες εξαρτιόνταν από το εάν υπήρχε διαφοροποίηση ή όχι στο αντικείμενο των αγοραστριών και εξαγοραζομένων εταιριών, όπως επίσης και στη γεωγραφική τους δραστηριότητα. Το γενικό συμπέρασμα ήταν ότι, οι τραπεζικές συγχωνεύσεις είχαν μια τάση στις μη-διαφοροποιημένες ενοποιήσεις. Συνδυάζοντας το συμπέρασμα αυτό, με το εάν οι τραπεζικές συγχωνεύσεις μπορούσαν να ενισχύσουν την αξία τους μέσω της ανακοίνωσης του γεγονότος, τα στοιχεία που παρουσιάζονταν έδειξαν ότι οι τραπεζικές ενοποιήσεις, οι οποίες εστίαζαν και στη δραστηριότητα και στη γεωγραφική ομοιότητα, αποκτούσαν υπερβάλλουσα κερδοφορία με την ανακοίνωση του γεγονότος. Το αντίθετο συνέβαινε στις περιπτώσεις όπου, οι τράπεζες διαφοροποιούνταν κατά τη διάρκεια των συγχωνεύσεων.

Οι περισσότερες ερευνητικές εργασίες σχετικά με τις Σ&Ε είχαν ως αντικείμενο μελέτης τη μετοχική απόδοση των τραπεζών. Πολλοί ερευνητές, χρησιμοποιώντας είτε τη μακροπρόθεσμη είτε τη βραχυπρόθεσμη ανάλυση των Σ&Ε, εστίαζαν στο εάν οι Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο καταστρέφουν ή αναπτύσσουν τη μετοχική απόδοση των συγχωνευουσών και συγχωνευομένων τραπεζών.

Το 2004, λαμβάνοντας υπόψη τις μέχρι τότε έρευνες, οι **Bietel P., Schiereck D. και Wahrenburg M.**, έκριναν ότι υπήρχαν πολλές μελέτες για τη μετοχική απόδοση αλλά ελάχιστες, οι οποίες ασχολούνταν με τους παράγοντες που μπορούν να οδηγήσουν στη δημιουργία υπερβάλλουσας ή όχι μετοχικής απόδοσης. Έτσι, με το άρθρο τους «**Explaining M&A Success in European Banks**», αποφάσισαν να εμβαθύνουν στο θέμα των Σ&Ε και να το επεκτείνουν, εξηγώντας τις προϋποθέσεις δημιουργίας μετοχικής απόδοσης μετά από μια Σ&Ε.

Το δείγμα τους ήταν 98 μεγάλες Σ&Ε ευρωπαϊκών τραπεζών, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1985 έως 2000. Η μεθοδολογία, η οποία θα τους επέτρεπε να κρίνουν άμεσα τις επιπτώσεις των Σ&Ε στην μετοχική αξία των τραπεζών, ήταν αυτή των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal Return or Event Study Methodology). Οι ερευνητές, χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση πολλών μεταβλητών, υπολόγισαν τις σωρευτικές μετοχικές αποδόσεις τόσο των τραπεζών πριν τις Σ&Ε (συγχωνευουσών και συγχωνευομένων) όσο και των νέων οντοτήτων που δημιουργούνταν μετά τις Σ&Ε. Στη συνέχεια, εξέτασαν κατά πόσο αυτές οι αποδόσεις ήταν υπερβάλλουσες ή όχι σε σχέση με τις σταθμισμένες αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς και κατά πόσο η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς είχε μεταβληθεί κατά την περίοδο που ανακοινώνονταν οι Σ&Ε. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, η CAR(-20, 0) για τις τράπεζες-στόχους ήταν 14,16% και για τις αγοράστριες τράπεζες ήταν 0,42%. Οι νεοϊδρυθείσες τράπεζες εμφάνισαν ελάχιστα θετικές μη-κανονικές αποδόσεις, δηλαδή στο 2,01%.

Το κύριο συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι, μια επιτυχημένη Σ&Ε μπορεί να αναγνωρισθεί από το ποιά τράπεζα έχει επιλέξει ο αγοραστής να συγχωνεύσει – εξαγοράσει. Οι τράπεζες, οι οποίες επέλεγαν να αγοράσουν μικρότερες και γρήγορα αναπτυσσόμενες άλλες τράπεζες, ήταν βέβαιο ότι θα πραγματοποιούσαν μια επιτυχημένη Σ&Ε. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων ανέδειξαν την ύπαρξη μιας λειτουργικής ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικού ελέγχου, στην οποία οι μέτοχοι των μικρότερων συγχωνευομένων τραπεζών έκριναν ότι θα επωφελούνταν από συγχωνεύσεις με τράπεζες με καλή εταιρική διοίκηση. Τα αποτελέσματα από την

πλευρά των αγοραστών ήταν λίγο διαφορετικά: οι αγοράστριες τράπεζες σαφώς επέλεγαν τράπεζες με ποιοτική καλή διαχείριση, δηλαδή σύμφωνα με την τιμή του δείκτη M/B (όσο μεγαλύτερος τόσο καλύτερος), αλλά ταυτόχρονα επέλεγαν τράπεζες οι οποίες θα μπορούσαν να τους αποφέρουν αποτελεσματική κερδοφορία και επαρκή εταιρική συνεργασία. Τέλος, η έρευνα κατέληγε στο συμπέρασμα ότι, η αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών απέναντι στις ανακοινώσεις ευρωπαϊκών Σ&Ε ήταν, εν μέρει, προβλέψιμη, γεγονός το οποίο αναδεικνυόταν πολύ χρήσιμο για τις διοικήσεις των τραπεζών, οι οποίες ήθελαν να εκτελούν Σ&Ε με στόχο την περαιτέρω αύξηση της μετοχικής απόδοσης των τραπεζών τους.

Ένα σημαντικό γεγονός, το οποίο επηρέασε τις τραπεζικές συγχωνεύσεις ήταν η ψήφιση του νομοσχεδίου Riegle Neal περί Διαπολιτειακής Τραπεζικής, το 1994. Οι περισσότερες έρευνες, της δεκαετίας του 1980, σχετικά με τις Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα αποδείκνυαν ότι, οι ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων επέφεραν αρνητικές επιπτώσεις στις συγχωνεύουσες τράπεζες. Από το 1994 και έπειτα, όμως, με το νομοσχέδιο περί Διαπολιτειακής Τραπεζικής, οι περισσότερες τραπεζικές Σ&Ε επικεντρώνονταν στην παγκόσμια αγορά, παρουσιάζοντας, πλέον, θετικότερα αποτελέσματα στις αποδόσεις τους.

Οι παραπάνω μελέτες συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Μελέτες βάσει Μεθόδου Μη-Κανονικών Αποδόσεων					
Αρθρογράφος	Περίοδος Δείγμα	Event Window (σε ημέρες)	Μη-Κανονική Απόδοση Target	Μη-Κανονική Απόδοση Bidder	Αποτελέσματα
Hannan T. & Wolken J. (1989)	1982-1987 112	(-15, +15)	14,25%	-6,09%	Μεταφορά πλούτου από τους bidders στους targets
DeLong L.G. (2001)	1988-1995 280	(-10, +1)	16,61%	-1,68%	Τάση προς τις μη-διαφοροποιημένες Σ&Ε & αύξηση κερδοφορίας με την ανακοίνωση Σ&Ε
Bietel P., Schiereck D. & Wahrenburg M. (2004)	1985-2000 98	(-20, 0)	14,16%	0,42%	Προβλέψιμη αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών απέναντι στις ανακοινώσεις Σ&Ε

4.1. Εισαγωγή

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα εκπροσωπεί το δυναμικότερο κλάδο της οικονομίας όλων των χωρών, με αποτέλεσμα οι «κινήσεις» του να επηρεάζουν σημαντικά την αναπτυξιακή πορεία μιας χώρας, καθώς επίσης και τη σταθερότητα και εξέλιξη του οικονομικού της περιβάλλοντος. Είναι γνωστό πως η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος είναι άρρηκτα συνυφασμένη με την αποδοτικότητα και την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ωστόσο, η απελευθέρωση των αγορών, η «επιθετική» διείδυση των ελληνικών τραπεζών σε νέες διεθνείς αγορές, αλλά και η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, κατέστησαν απαραίτητη τη συστηματική και ορθολογική αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας και τη μέτρηση της κερδοφορίας αυτών των ιδρυμάτων.

Τα κέρδη, η αποτελεσματικότητα, η μόχλευση και ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος παραμένουν οι παράμετροι που διαμορφώνουν τη συμπεριφορά των τραπεζών. Ένας ιδιαίτερα διαδεδομένος και χρήσιμος τρόπος προσδιορισμού αυτών των παραμέτρων είναι η χρήση των αριθμοδεικτών, τόσο για τη βραχυχρόνια όσο και για τη μακροχρόνια οικονομική κατάσταση των τραπεζών. Οι αριθμοδείκτες είναι ένα σχετικό μέγεθος δύο επιλεγμένων αριθμητικών τιμών, που λαμβάνονται από τις οικονομικές καταστάσεις ενός τραπεζικού ιδρύματος. Πιο συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες αποτελούν μια μαθηματική σχέση, στην οποία ο αριθμητής εκφράζει το μέγεθος το οποίο είναι το αντικείμενο της σύγκρισης, ενώ ο παρονομαστής εκφράζει τη βάση σύγκρισης. Τα μεγέθη της μαθηματικής σχέσης μπορούν να παρασταθούν είτε σαν λόγος αυτών είτε σαν εκατοστιαία αναλογία αυτών.

Η χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών αποτελεί μια από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης, ακόμα και στις περιπτώσεις μελέτης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Οι αριθμοδείκτες αναλύουν παράγοντες, που πρέπει να ληφθούν υπόψη για την υγιή πραγμάτωση μιας Σ&Ε, όπως είναι οι συσχετισμοί των πραγματικών και ονομαστικών μεγεθών των υπό συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων, η αξιολόγηση της οικονομικής επίδοσης της εξαγοράζουσας τράπεζας και των σχετικών της μεγεθών, η αποτυχία αλληλεπίδρασης μεταξύ δύο

ιδρυμάτων, η απόκλιση από τον αρχικό επενδυτικό στρατηγικό σχεδιασμό και οι επιδράσεις μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης διεθνούς χαρακτήρα. Οι πληροφορίες αυτές αποτελούν απαραίτητο αντικείμενο μελέτης τόσο για τους διευθυντές όσο και για τους επενδυτές των τραπεζικών ιδρυμάτων. Οι διευθυντές πρέπει να γνωρίζουν τη χρηματοοικονομική θέση των τραπεζών, για να εντοπίζουν έγκαιρα τις αδυναμίες, να λαμβάνουν σωστές αποφάσεις και να προσπαθούν συνεχώς για βελτίωση της πορείας των τραπεζών. Όσο για τους επενδυτές, χρειάζονται αυτές τις πληροφορίες προκειμένου να μπορούν να εκτιμούν τις μελλοντικές χρηματικές ροές των τραπεζών αλλά και τους αντίστοιχους κινδύνους που εγκυμονούν αυτές.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες κατατάσσονται συνήθως σε επιμέρους κατηγορίες, με κριτήριο το είδος της βασικής πληροφόρησης που παρέχουν. Η κατάταξη αυτή επιτρέπει τη συστηματική παρουσίαση του θέματος, δεν θα πρέπει, όμως, να παρερμηνεύεται. Συγκεκριμένα, κάθε δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη διασταύρωση ενδείξεων που συνδέονται με διαφορετικές καταστάσεις του τραπεζικού ιδρύματος, και όχι μόνο για μια συγκεκριμένη κατάσταση. Προκύπτει, λοιπόν, ότι ένας δείκτης δεν είναι δυνατόν να καταταχθεί σε μια αμιγή κατηγορία.

Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες, που θα αναλυθούν σε αυτό το κεφάλαιο και στη συνέχεια θα αποτελέσουν το αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας, μπορούν να καταταγούν στις εξής κατηγορίες:²⁶

- 1. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios):** Με αυτούς τους δείκτες μετράται η αποδοτικότητα της επιχείρησης, η δυναμικότητα των κερδών της και η ικανότητα της διοίκησής της.
- 2. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios):** Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση της ικανότητας της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- 3. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες (Investment Ratios):** Οι δείκτες αυτοί συσχετίζουν τον αριθμό των μετοχών της επιχείρησης και τη χρηματιστηριακή τους τιμή με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα άλλα περιουσιακά στοιχεία της.

²⁶ Νιάρχος Ν. (1994), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Εκδ. ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, Αθήνα

4. Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (Leverage Ratios): Με τους δείκτες αυτούς αξιολογούνται οι συνθήκες μακροπρόθεσμης χρηματοοικονομικής λειτουργίας της επιχείρησης, και επομένως μακροπρόθεσμου κινδύνου επιβίωσης.

27

Οι περισσότεροι από αυτούς τους αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται μόνο από τις τράπεζες, αφού έχουν διαμορφωθεί ειδικά γι' αυτές, λόγω των ιδιαιτεροτήτων που παρουσιάζουν τα δεδομένα των οικονομικών τους καταστάσεων. Για το λόγο αυτό, οι δείκτες αυτοί κρίνονται απαραίτητοι και περισσότερο χρησιμοποιούμενοι στη χρηματοοικονομική ανάλυση των Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα.

4.2. Δείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios)

Όλες οι επιχειρήσεις έχουν σκοπό το κέρδος και, κατά συνέπεια, οι επενδυτές δίνουν μεγάλη σημασία στο πόσο αποδοτική υπήρξε η επιχείρηση από άποψη κερδών, ως και ποιες είναι οι προοπτικές της για το μέλλον. Η ανταμοιβή των επενδυτών – μετόχων και των πιστωτών, για τα κεφάλαια που έχουν τοποθετήσει και για τους κινδύνους που έχουν αναλάβει, μετράται με την αποδοτικότητα της επιχείρησης, η οποία αντανακλά την ικανότητά της να πραγματοποιεί κέρδη. Έτσι, δημιουργήθηκε η ανάγκη χρησιμοποίησης των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας, οι οποίοι δείχνουν πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια μιας ή περισσοτέρων χρήσεων και απαντούν σε ερωτήματα σχετικά με το αν τα κέρδη της ήταν ικανοποιητικά, ποια ήταν η απόδοση από τις κύριες δραστηριότητές της κλπ.²⁸

Όσον αφορά την αποδοτικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων, ουσιαστικά, πρόκειται για την ικανότητα των ιδρυμάτων να εξασφαλίζουν έσοδα μέσω των παρεχόμενων προϊόντων και υπηρεσιών τους, αλλά συγχρόνως να πετυχαίνουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερα κέρδη μέσα από την εξυπηρέτηση των πελατών τους. Για το λόγο αυτό, όλοι οι ενδιαφερόμενοι ενός πιστωτικού ιδρύματος δίνουν πολύ μεγάλη σημασία στο πόσο αποδοτικό είναι αυτό, καθώς και στις προοπτικές ανάπτυξης που έχει στο μέλλον. Οι δείκτες αποδοτικότητας, λοιπόν, είναι υψίστης σημασίας για τα τραπεζικά ιδρύματα, καθώς παρουσιάζουν το πόσο αποδοτικά λειτουργούν ως οντότητες, και συγχρόνως

²⁷ Ευθυμόγλου Πρ. & Λαζαρίδης Ι. (2000), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Πειραιάς

²⁸ Νιάρχος Ν. (1994), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Εκδ. ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, Αθήνα

αποτελούν ένα μέτρο σύγκρισης με τις ανταγωνιστικές δυνάμεις, εξάγοντας συμπεράσματα για τη γενικότερη πορεία του κλάδου.

Οι κυριότεροι δείκτες αποδοτικότητας που θα αναλυθούν στην παρακάτω ενότητα είναι οι εξής:

- ✓ Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return on Assets – ROA),
- ✓ Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity – ROE),
- ✓ Δείκτης Καθαρού Επιτοκιακού Περιθωρίου (Net Interest Margin – NIM),
- ✓ Δείκτης Κόστους προς Εισόδημα (Cost Income Ratio),
- ✓ Δείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου (Operating Margin Ratio),
- ✓ Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους προ φόρων (Pretax Margin Ratio) και
- ✓ Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους (Profit Margin Ratio).

4.2.1. Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return on Assets – ROA)

Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA) συσχετίζει τα καθαρά κέρδη ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού μιας τράπεζας, παρέχοντας πληροφορίες σχετικά με το πόσο αποτελεσματικό είναι το management της τράπεζας, ώστε να αξιολογεί αποδοτικά τα περιουσιακά της στοιχεία, προκειμένου να πραγματοποιεί κέρδη.

Ο δείκτης υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Αποδοτικότητας} &= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Μ.Ο. Συνόλου Ενεργητικού}} \\ \text{Ενεργητικού} & \\ \text{Return on Assets} &= \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Total Assets}} \end{aligned}$$

Ο δείκτης ROA απεικονίζει την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας. Αυτό σημαίνει ότι, όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο πιο κερδοφόρο και βιώσιμο, για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, θα είναι το πιστωτικό ίδρυμα, γεγονός που προσελκύει περισσότερους επενδυτές, αλλά και δημιουργεί μεγαλύτερη ικανοποίηση στους μετόχους του.

4.2.2. Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity – ROE)

Ο δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) συσχετίζει τα καθαρά κέρδη ως ποσοστό των Ιδίων Κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί σ' ένα τραπεζικό ίδρυμα και έχει ιδιαίτερη βαρύτητα για τους μετόχους, αφού υπολογίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα του ιδρύματος. Με άλλα λόγια, παρέχει ένδειξη του κατά πόσο αποδοτικά έχουν αξιοποιηθεί τα κεφάλαια των μετόχων του ιδρύματος, ώστε να αποφέρουν σε αυτό ένα ικανοποιητικό επίπεδο κερδοφορίας.

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι ο εξής:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Αποδοτικότητας} &= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Μ.Ο. Συνόλου Ιδίων Κεφαλαίων}} \\ \text{Ιδίων Κεφαλαίων} & \\ \text{Return on Equity} &= \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Total Equity}} \end{aligned}$$

Ο δείκτης ROE αποτελεί το βασικό δείκτη, τον οποίο η διοίκηση μιας τράπεζας, σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος, τείνει να προβάλλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης, αφού ένας αυξανόμενος ROE δείχνει ότι, η τράπεζα αυξάνει την ικανότητά της να παράγει κέρδη χωρίς να χρειάζεται τόσα κεφάλαια. Επιπλέον, μια υψηλή τιμή του δείκτη ίσως να αποτελεί ένδειξη ότι υπάρχει χαμηλή κεφαλαιοποίηση (undercapitalization) στην τράπεζα ή πως ο δανεισμός της είναι υψηλός. Σε αντίθετη περίπτωση, όπου ο συγκεκριμένος δείκτης είναι χαμηλός, σημαίνει ότι τα κεφάλαια των μετόχων της τράπεζας δεν αξιοποιούνται με αποτελεσματικό τρόπο και πως μειώνονται οι δυνατότητές της να αντλήσει νέα κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά.

4.2.3. Δείκτης Καθαρού Επιτοκιακού Περιθωρίου (Net Interest Margin – NIM)

Ο αριθμοδείκτης καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου μετρά το καθαρό τραπεζικό εισόδημα (τόκοι πιστωτικοί μείον τόκοι χρεωστικοί) που προέρχεται από τους τόκους σε συνάρτηση με τα κερδοφόρα στοιχεία του ενεργητικού της τράπεζας. Με τον όρο κερδοφόρα στοιχεία ενεργητικού, εννοούμε εκείνο το μέρος του ενεργητικού, το οποίο

προκύπτει αν από το συνολικό ενεργητικό ενός πιστωτικού ιδρύματος αφαιρέσουμε το ταμείο και διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα, τα επενδυτικά ενσώματα περιουσιακά στοιχεία και τις ενσώματες και ασώματες ακινητοποιήσεις.

Ο δείκτης υπολογίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Καθαρού} & & & \text{Καθαρά Κέρδη από Τόκους} \\ \text{Επιτοκιακού Περιθωρίου} & = & \frac{}{\text{Μ.Ο. Κερδοφόρων Στοιχείων Ενεργητικού}} \\ \text{Net Interest Margin} & = & \frac{\text{Net Interest Income}}{\text{Average Earnings Assets}} \end{aligned}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης NIM σε μια τράπεζα, τόσο περισσότερα θα είναι τα έσοδα που παράγονται από τα κερδοφόρα στοιχεία του ενεργητικού της και άρα τόσο καλύτερη θα είναι η απόδοση της τράπεζας. Σύμφωνα με μελέτες της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών ²⁹, μια τράπεζα για να θεωρηθεί υγιής κρίνεται απαραίτητο να εμφανίζει ένα δείκτη NIM της τάξης τουλάχιστον του 3% με 2%, ποσοστό το οποίο, τα τελευταία χρόνια, δυστυχώς εμφανίζει πτωτική τάση.

4.2.4. Δείκτης Κόστους προς Εισόδημα **(Cost Income Ratio)**

Ο δείκτης κόστους προς εισόδημα αποτελεί βασικό οικονομικό μέγεθος, ιδιαίτερα σημαντικό για την αποτίμηση των πιστωτικών ιδρυμάτων, αφού συγκρίνει τα λειτουργικά έξοδα των τραπεζών με τα λειτουργικά τους έσοδα. Με τον όρο λειτουργικά έξοδα εννοούμε εκείνα τα έξοδα που οφείλονται σε συνήθειες δραστηριότητες της τράπεζας και προκύπτουν από την άθροιση δύο μεγάλων κατηγοριών εξόδων: των εξόδων διοίκησης και των εξόδων διάθεσης. Τα έξοδα διοίκησης περιλαμβάνουν τις δαπάνες προσωπικού, τα ενοίκια, τις δαπάνες αναλώσιμων και τις αποσβέσεις, ενώ τα έξοδα διάθεσης περιλαμβάνουν κυρίως όλα τα έξοδα προβολής και διαφήμισης της τράπεζας. Με τον όρο λειτουργικά έσοδα εννοούμε τα έσοδα που προέρχονται από τις κύριες και τις δευτερεύουσες

²⁹ www.hba.gr

δραστηριότητες της τράπεζας, ³⁰ τα οποία είναι κυρίως τα έσοδα από τόκους, από προμήθειες, από χρηματοοικονομικές πράξεις και από μερίσματα.

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Κόστους προς} &= \frac{\text{Λειτουργικά Έξοδα}}{\text{Εισόδημα}} \\ \text{Cost Income Ratio} &= \frac{\text{Operating Expenses}}{\text{Operating Revenues}} \end{aligned}$$

Για τους επενδυτές, ο δείκτης αυτός, αποτελεί μια σαφή εικόνα για το πόσο αποτελεσματικά εκτελεί μια τράπεζα τις λειτουργικές της δραστηριότητες, πόσο επικερδής είναι και πόσο μπορεί να γίνει στο μέλλον. Μεγάλες αλλαγές στην αναλογία του δείκτη μπορούν να αναδείξουν πιθανά προβλήματα για τη λειτουργικότητα της τράπεζας. Εάν ο λόγος αυξάνεται απότομα, από τη μια περίοδο στην άλλη, σημαίνει ότι οι δαπάνες της τράπεζας αυξάνονται με υψηλότερο ρυθμό απ' ό,τι τα εισοδήματά της, το οποίο θα μπορούσε να υποδηλώνει ότι η τράπεζα ενδιαφέρεται να προσελκύσει άλλες επιχειρήσεις. Γενικά, όσο μικρότερος είναι ο δείκτης, τόσο μικρότερα τα έξοδα ως ποσοστό των εσόδων και, συνεπώς, τόσο μεγαλύτερα τα κέρδη της τράπεζας.

4.2.5. Δείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου (Operating Margin Ratio)

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου αποτελεί μια εικόνα της τιμολογιακής πολιτικής ενός τραπεζικού ιδρύματος και της λειτουργικής του αποδοτικότητας. Απεικονίζει τι ποσοστό των συνολικών εσόδων της τράπεζας αποτελείται από λειτουργικά έσοδα. Με άλλα λόγια, ο δείκτης δείχνει πόσα έσοδα απομένουν στην τράπεζα μετά από την καταβολή όλων των μεταβλητών και λειτουργικών εξόδων.

³⁰ Ξανθάκης Μ. & Αλεξάκης Χρ. (2007), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων», Εκδ. ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, Αθήνα

Ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου υπολογίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Λειτουργικού} &= \frac{\text{Λειτουργικό Κέρδος}}{\text{Λειτουργικά Έσοδα}} \\ \text{Περιθωρίου} & \\ \text{Operating Margin} &= \frac{\text{Operating Income}}{\text{Operating Revenues}} \\ \text{Ratio} & \end{aligned}$$

Τόσο για τους επενδυτές όσο και τους πιστωτές, ο δείκτης λειτουργικού περιθωρίου είναι ένας βασικός δείκτης, προκειμένου να δουν πώς η τράπεζα «στηρίζει» τις λειτουργίες της. Ένα υψηλό λειτουργικό περιθώριο σημαίνει ότι η τράπεζα κερδίζει αρκετά από τις συνεχιζόμενες δραστηριότητές της, προκειμένου να καλύψει όλα τα μεταβλητά και πάγια έξοδά της. Συνεπώς, μια υψηλή τιμή του δείκτη είναι περισσότερο ευνοϊκή για την τράπεζα συγκριτικά με μια χαμηλότερη.

4.2.6. Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους προ φόρων (Pretax Margin Ratio)

Ο δείκτης περιθωρίου κέρδους προ φόρων είναι ένας δείκτης κερδοφορίας, ο οποίος απεικονίζει τη λειτουργική απόδοση μιας τράπεζας. Το προ φόρων περιθώριο κέρδους προκύπτει από δύο βασικά μεγέθη της κατάστασης αποτελεσμάτων: τα προ φόρων κέρδη και τα λειτουργικά έσοδα.

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι ο εξής:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Περιθωρίου} &= \frac{\text{Κέρδη προ φόρων}}{\text{Λειτουργικά Έσοδα}} \\ \text{Κέρδους προ φόρων} & \\ \text{Pretax Margin Ratio} &= \frac{\text{Income before tax}}{\text{Operating Revenues}} \end{aligned}$$

Τόσο οι επενδυτές όσο και οι αναλυτές αξιολογούν το προ φόρων περιθώριο κέρδους της τράπεζας συνεχώς και καθ' όλη τη διάρκεια του χρόνου, αναμένοντας μια αύξηση στην τιμή του δείκτη. Μια υψηλή τιμή αποτελεί επιθυμητό αποτέλεσμα για την τράπεζα, αφού δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να διατηρεί σε χαμηλά επίπεδα τα λειτουργικά κόστη και την τάση της τράπεζας να γίνεται όλο και πιο αποδοτική.

4.2.7. Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους **(Profit Margin Ratio)**

Ο δείκτης περιθωρίου κέρδους είναι ένας ακόμα δείκτης κερδοφορίας, ο οποίος δείχνει τι ποσοστό των πωλήσεων απομένει σε μια τράπεζα, μετά την πληρωμή όλων των εξόδων της. Οι επενδυτές και πιστωτές χρησιμοποιούν το δείκτη αυτό για να μετρήσουν πόσο αποτελεσματικά μπορεί η τράπεζα να μετατρέψει τις πωλήσεις της σε καθαρό εισόδημα.

Το περιθώριο κέρδους υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Περιθωρίου} &= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Λειτουργικά Έσοδα}} \\ \text{Κέρδους} & \\ \text{Profit Margin Ratio} &= \frac{\text{Net Income}}{\text{Operating Revenues}} \end{aligned}$$

Ένα υψηλό περιθώριο κέρδους σημαίνει ότι η τράπεζα λειτουργεί αποτελεσματικά, δηλώνοντας θετική ποιότητα των επενδύσεών της και μια θετική τάση των κερδών της. Μια χαμηλή τιμή του δείκτη υποδηλώνει χαμηλό περιθώριο ασφάλειας για την τράπεζα. Δείχνει ότι τα έξοδα είναι πολύ υψηλά και μια πιθανή μείωση των πωλήσεων ίσως επιφέρει αρνητικό περιθώριο, δηλαδή ζημιά για την τράπεζα.

4.3. Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες δανειακές της υποχρεώσεις, χωρίς προσφυγή σε συμπληρωματική χρηματοδότηση. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης εξετάζονται σε σχέση με τα ρευστά της διαθέσιμα, προκειμένου να αξιολογηθεί ως προς την τρέχουσα οικονομική της κατάσταση και την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων χρεών της. Γενικά, η ύπαρξη ρευστότητας σε μια επιχείρηση επιδρά σημαντικά στα κέρδη της και εξασφαλίζει τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για να διατηρεί μια υγιή πιστοληπτική ικανότητα.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι, η ρευστότητα μιας επιχείρησης, και επομένως, ο βαθμός βραχυχρόνιου κινδύνου επιβίωσής της, αποτελεί μια από τις κύριες συνθήκες

χρηματοοικονομικής λειτουργίας³¹, αντιλαμβανόμαστε ότι για τα πιστωτικά ιδρύματα, οι αριθμοδείκτες ρευστότητας αποτελούν ένα πολύ σημαντικό εργαλείο για την αξιολόγησή τους. Αν χρησιμοποιηθούν σωστά, βοηθούν στη δημιουργία άποψης για το εάν μια τράπεζα είναι αξιόπιστη ή όχι και μετράνε κάθε πόσο μπορεί, η κάθε τράπεζα, να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της και να εγγυηθεί στους πιστωτές και στους πελάτες της ότι μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της ανά πάσα στιγμή.

Οι δείκτες ρευστότητας που θα αναλυθούν παρακάτω είναι οι εξής:

- ✓ Δείκτης Δάνεια προς Καταθέσεις (Loans – to – Deposits Ratio),
- ✓ Δείκτης Ενεργητικό προς Δάνεια (Assets – to – Loans Ratio),
- ✓ Δείκτης Μη-εξυπηρετούμενων Δανείων προς Δάνεια (Non-Performing Loans – to – Loans Ratio) και
- ✓ Δείκτης Σωρευμένων Προβλέψεων προς Δάνεια (Provisions – to – Loans Ratio).

4.3.1. Δείκτης Δάνεια προς Καταθέσεις (Loans – to – Deposits Ratio)

Ένα πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο δέχεται καταθέσεις από τους πελάτες του, πρέπει να διαθέτει την απαιτούμενη ρευστότητα προκειμένου να λειτουργεί φυσιολογικά και να μπορεί να «καλύπτει» τις ανάγκες των πελατών του. Για το λόγο αυτό, και δεδομένου ότι τα δάνεια που χορηγούνται στους πελάτες επενδύονται για μεγάλο χρονικό διάστημα, η τράπεζα διατηρεί ένα ελάχιστο υποχρεωτικό απόθεμα σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, ώστε να μπορεί άμεσα να εξασφαλίζει την απαιτούμενη ρευστότητα. Αυτό το αποτέλεσμα απεικονίζει ο δείκτης δάνεια προς καταθέσεις, ο οποίος υπολογίζει τη σχέση μεταξύ των δανείων και των καταθέσεων που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις της τράπεζας και δείχνει το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιήθηκαν οι καταθέσεις από την τράπεζα αυτή.

³¹ Ευθυμόγλου Πρ. & Λαζαρίδης Ι. (2000), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Πειραιάς

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Δάνεια προς} & & & \text{Σύνολο Δανείων} \\ \text{Καταθέσεις} & = & \frac{\quad}{\quad} \\ \text{Loans – to – Deposits} & & & \text{Σύνολο Καταθέσεων} \\ \text{Ratio} & = & \frac{\text{Total Loans}}{\text{Total Deposits}} \end{aligned}$$

Ο δείκτης συχνά χρησιμοποιείται από τους φορείς της τράπεζας, προκειμένου να καθοριστούν οι πολιτικές/πρακτικές δανεισμού της. Μια υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει ότι, μειώνεται η ρευστότητα της τράπεζας, αφού τα δάνεια που έχει χορηγήσει υπερβαίνουν κατά πολύ τις καταθέσεις των πελατών της. Σε αντίθετη περίπτωση, όσο πιο χαμηλή είναι η τιμή του δείκτη, τόσο η ρευστότητα της τράπεζας θα είναι αυξημένη, αφού οι καταθέσεις της θα είναι περισσότερες σε αριθμό από τις χορηγήσεις σε δάνεια.

4.3.2. Δείκτης Ενεργητικό προς Δάνεια **(Assets – to – Loans Ratio)**

Τα δάνεια που χορηγεί μια τράπεζα στους πελάτες της αποτελούν σημαντικό μέρος των περιουσιακών της στοιχείων, αλλά παράλληλα ενέχουν κινδύνους λόγω μη είσπραξής τους. Για το λόγο αυτό, τόσο η διοίκηση όσο και οι επενδυτές μελετούν το δείκτη ενεργητικό προς δάνεια, ο οποίος δείχνει την αναλογία των δανείων που κατακρατεί η τράπεζα στο ενεργητικό της. Υπολογίζει δηλαδή τη σχέση μεταξύ του ενεργητικού της τράπεζας και των δανείων που περιμένει εισπράξει από τους πελάτες της.

Ο δείκτης προκύπτει από τον εξής τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Ενεργητικό} & & & \text{Σύνολο Ενεργητικού} \\ \text{προς Δάνεια} & = & \frac{\quad}{\quad} \\ \text{Assets – to – Loans} & & & \text{Σύνολο Δανείων} \\ \text{Ratio} & = & \frac{\text{Total Assets}}{\text{Total Loans}} \end{aligned}$$

Αν ο δείκτης πάρει υψηλές τιμές, σημαίνει ότι η τράπεζα έχει υψηλή ρευστότητα δηλαδή τα δάνεια που κατακρατεί στο ενεργητικό της είναι χαμηλά. Αντίθετα, όσο χαμηλότερες τιμές πάρει ο δείκτης, δηλαδή όσο οι χορηγήσεις της τράπεζας θα

αποτελούν όλο και μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού της, τόσο η τράπεζα δεν θα διαθέτει την απαιτούμενη ρευστότητα για τη χρηματοδότηση των στοιχείων του ενεργητικού της.

4.3.3. Δείκτης Μη-εξυπηρετούμενων Δανείων προς Δάνεια (Non-Performing Loans – to – Loans Ratio)

Η πορεία μιας τράπεζας επηρεάζεται σημαντικά από τον τρόπο αντιμετώπισης των μη-εξυπηρετούμενων δανείων της, τα οποία αποτελούν στοιχείο του ενεργητικού της. Οι αναλυτές χρησιμοποιούν το δείκτη μη-εξυπηρετούμενα δάνεια προς σύνολο δανείων, για να μελετήσουν την ποιότητα του ενεργητικού των δανειακών χαρτοφυλακίων της τράπεζας και να διαπιστώσουν τυχών προβλήματα.

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη είναι:³²

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Μη-εξυπηρετούμενων} &= \frac{\text{Μη-εξυπηρετούμενα Δάνεια}}{\text{Σύνολο Δανείων}} \\ \text{Δανείων προς Δάνεια} & \\ \text{NPLs – to – Loans Ratio} &= \frac{\text{Gross Value of Loans}}{\text{Total Net Loans}} \end{aligned}$$

Δεδομένου ότι, τα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια είναι δάνεια, τα οποία δεν αποπληρώνονται και δεν δημιουργούν έσοδο για την τράπεζα, η αναλογία τους προς το σύνολο των δανείων είναι θετικό στοιχείο να παρουσιάζει μικρό ποσοστό. Σε αντίθετη περίπτωση, ένα μεγάλο ποσοστό του δείκτη δείχνει πιθανότητα μεγαλύτερων απωλειών για την τράπεζα και, κατ' επέκταση, μεγαλύτερων ζημιών.

4.3.4. Δείκτης Σωρευμένων Προβλέψεων προς Δάνεια (Provisions – to – Loans Ratio)

Παρόλο που τα πρότυπα δανεισμού βελτιώνονται συνεχώς, οι τράπεζες συνεχίζουν να δανείζουν σε ένα ευρύ φάσμα πελατών, εξακολουθώντας να αντιμετωπίζουν

³² Ο αριθμητής του δείκτη περιλαμβάνει την ακαθάριστη αξία των δανείων (gross value), όπως αυτή απεικονίζεται στον Ισολογισμό, και όχι μόνο το ποσό που βρίσκεται σε καθυστέρηση. (International Monetary Fund, Global Financial Stability Report)

χρηματιστηριακή τους τιμή, με τα κέρδη, τα μερίσματα που πιθανόν να δίνονται και γενικότερα τα περιουσιακά στοιχεία που την περιβάλλουν. Με αυτό τον τρόπο, οι δείκτες αυτοί παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες τόσο στη διοίκηση όσο και στους επενδυτές. Η διοίκηση τους χρησιμοποιεί για να συλλέγει πληροφορίες σχετικά με το τι πιστεύουν οι επενδυτές για την επίδοση της τράπεζας και για το ποιες είναι οι μελλοντικές προοπτικές της. Όσο για τους επενδυτές, τους χρησιμοποιούν για να υπολογίσουν την ελκυστικότητα μιας πιθανής ή υπάρχουσας επένδυσης και να σχηματίσουν μια ιδέα για την αξία της τράπεζας.

Οι κυριότεροι επενδυτικοί αριθμοδείκτες που θα αναλυθούν παρακάτω είναι οι εξής:

- ✓ Δείκτης Τιμή Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (Price to Earnings Ratio – P/E) και
- ✓ Δείκτης Τιμή Μετοχής προς Λογιστική Αξία Μετοχής (Price to Book Value Ratio – P/BV).

4.4.1. Δείκτης Τιμή Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (Price to Earnings Ratio – P/E)

Ο πιο γνωστός επενδυτικός δείκτης είναι ο δείκτης P/E, ο οποίος συγκρίνει την τρέχουσα τιμή των μετοχών μιας τράπεζας με το ποσό των κερδών ανά μετοχή, παρέχοντας μια γρήγορη πληροφόρηση στους επενδυτές για το πόσο πληρώνουν για κάθε κερδισμένο ευρώ. Με άλλα λόγια, εκφράζει την τιμή που προτίθεται να καταβάλει ένας επενδυτής για μια μετοχή, σε σχέση με το ετήσιο καθαρό κέρδος της τράπεζας ανά μετοχή. Ο δείκτης P/E εκφράζεται σε ευρώ και δεν υπολογίζεται για τα έτη κατά τα οποία το τραπεζικό ίδρυμα έχει ζημιές

Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Τιμή Μετοχής} &= \frac{\text{Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Τιμή}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}} \\ \text{προς Κέρδη ανά Μετοχή} & \\ \text{Price to Earnings Ratio} &= \frac{\text{Market Value per share}}{\text{Earnings per share}} \end{aligned}$$

Ο δείκτης P/E αποτελεί τον πιο γνωστό χρηματοοικονομικό δείκτη αποτίμησης γιατί παρέχει μια ένδειξη της τρέχουσας ζήτησης των επενδυτών για τις μετοχές της τράπεζας, παρουσιάζοντας το βαθμό εμπιστοσύνης που έχουν οι επενδυτές ως προς τη

μελλοντική ικανότητα της εν λόγω τράπεζας να πραγματοποιεί κέρδη. Παρόλο αυτά, η ερμηνεία του είναι περίπλοκη και δεν μπορούν να προκύψουν εύκολα συμπεράσματα για τις μετοχές της τράπεζας.

Μια μετοχή με μια υψηλή τιμή P/E, αρχικά, σημαίνει ότι, υψηλή είναι και η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στο συγκεκριμένο τραπεζικό ίδρυμα. Σε αυτή την περίπτωση, οι επενδυτές αναμένουν υψηλότερη αύξηση αποδόσεων στο μέλλον έναντι της γενικής αγοράς, δεδομένου ότι οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερα για τις σημερινές τιμές προσδοκώντας για τη μελλοντική αύξηση των αποδόσεων. Από την άλλη πλευρά, όμως, ένας υψηλός δείκτης P/E αποτελεί ένδειξη ότι, η συγκεκριμένη τράπεζα είναι «υπερτιμημένη», δηλαδή είναι «ακριβή» στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική αξία της μετοχής της. Αυτό σημαίνει ότι, η εν λόγω τράπεζα οφείλει στο προσεχές μέλλον να παρουσιάσει είτε αυξημένα κέρδη είτε μειωμένη τιμή μετοχής.

Αντιθέτως, μια μετοχή με μια χαμηλή τιμή P/E θεωρείται ότι, οι επενδυτές έχουν μετριότερες προσδοκίες για τη μελλοντική ανάπτυξή τους έναντι της αγοράς συνολικά. Αυτό, βέβαια, δεν είναι κατ' ανάγκη αρνητικό, αφού ενδεχομένως η συγκεκριμένη τράπεζα να έχει μεγαλύτερη αποτίμηση λόγω των προσδοκιών που συγκεντρώνει για το μέλλον. Σε αυτή την περίπτωση, η τράπεζα χαρακτηρίζεται ως «υποτιμημένη» ή «φθηνή» στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική αξία της μετοχής της.

4.4.2. Δείκτης Τιμή Μετοχής προς Λογιστική Αξία Μετοχής (Price to Book Value Ratio – P/BV)

Ο δείκτης P/BV συγκρίνει την τρέχουσα τιμή των μετοχών μιας τράπεζας με τη λογιστική αξία των μετοχών αυτών. Η λογιστική αξία ορίζεται από τη σχέση των ιδίων κεφαλαίων προς τον αριθμό των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία. Ο λόγος P/BV δείχνει πόσες φορές πάνω ή κάτω από τη λογιστική αξία διαπραγματεύεται η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο. Με άλλα λόγια, είναι ένας υπολογισμός που μετρά τη διαφορά μεταξύ της λογιστικής αξίας της μετοχής, η οποία προέρχεται από τον Ισολογισμό της τράπεζας, και της τρέχουσας τιμής της μετοχής, η οποία είναι η τιμή που το επενδυτικό κοινό πιστεύει ότι αξίζει η τράπεζα.

Ο δείκτης προκύπτει από τον εξής τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Τιμή Μετοχής προς} &= \frac{\text{Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Τιμή}}{\text{Λογιστική Αξία Μετοχής}} \\ \text{Price to Book Value Ratio} &= \frac{\text{Market Value per share}}{\text{Book Value per share}} \end{aligned}$$

Ο παραπάνω δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί και σαν κριτήριο του βαθμού επιτυχίας των επενδυτικών και χρηματοοικονομικών αποφάσεων που έχει λάβει η διοίκηση της τράπεζας. Εάν ο δείκτης παρουσιάζει υψηλές τιμές, και συγκεκριμένα τιμές μεγαλύτερες της μονάδας, αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η τράπεζα κατέχει μια ισχυρή θέση στον τραπεζικό κλάδο. Από την άλλη πλευρά, όπως, η εν λόγω τράπεζα χαρακτηρίζεται ως «υπερτιμημένη» ή «ακριβή», που σημαίνει ότι η απόδοση των συνολικών της κεφαλαίων είναι υπερεκτιμημένη ή υψηλή.

Αντίθετα, εάν οι τιμές του δείκτη P/BV είναι μικρότερες της μονάδας, σημαίνει ότι η τράπεζα θεωρείται «υποτιμημένη» ή «φθηνή» και η απόδοση των συνολικών της κεφαλαίων είναι μικρή. Αυτό, βέβαια, δεν αποτελεί οπωσδήποτε αρνητικό αποτέλεσμα, αφού υπάρχουν παραδείγματα μετοχών με χαμηλό δείκτη, οι οποίες εν τέλει εμφανίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις από μετοχές με υψηλότερο δείκτη. Σε περίπτωση, όμως, όπου ο δείκτης παρουσιάζει μακροχρόνια χαμηλές τιμές, τότε ενδέχεται να υπάρχει κάποιο θεμελιώδες πρόβλημα με την αντίστοιχη τράπεζα.

4.5. Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (Leverage Ratios)

Η χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage) είναι η διαδικασία ανάληψης χρέους, με σκοπό την έναρξη, συνέχιση ή επέκταση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Μια επιχείρηση θεωρούμε ότι κάνει ιδιαίτερη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης, αν επιδιώκει χρηματοδότηση μέσω ξένων κεφαλαίων έναντι ιδίων κεφαλαίων. Γενικά, η ύπαρξη ξένου κεφαλαίου φέρνει μεγαλύτερες αποδόσεις, παρ' όλα αυτά φέρνει αντίθετα αποτελέσματα, όταν η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Για τη μέτρηση του βαθμού χρηματοδότησης της επιχείρησης με ξένα κεφάλαια χρησιμοποιούνται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Έτσι, η διοίκηση της επιχείρησης, αλλά και οι

δανειστές της, μπορούν να εξετάζουν κατά ποσό θα πρέπει να επεκτείνουν το δανεισμό σε αυτή την επιχείρηση.

Οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης χαρακτηρίζονται ως απαραίτητα εργαλεία στις αναλύσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων, δεδομένου της σημαντικής διαφοράς που υπάρχει μεταξύ των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων. Τα ίδια κεφάλαια είναι εκείνα, τα οποία επωμίζονται τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αναπόφευκτα υπάρχει σε κάθε τράπεζα. Το χαρακτηριστικό τους είναι ότι, επειδή θεωρούνται μόνιμα, επενδύονται συνήθως σε μακροχρόνιες επενδύσεις και εκτίθενται σε περισσότερους κινδύνους. Αντίθετα, τα δανειακά κεφάλαια πρέπει να εξοφλούνται προσαυξημένα με τόκους και σε τακτά χρονικά διαστήματα, ανεξάρτητα από την οικονομική θέση της τράπεζας. Σε περίπτωση όπου, η τράπεζα δεν μπορεί να εξοφλήσει αυτές τις υποχρεώσεις, τα ίδια της κεφάλαια θα υποστούν την αντίστοιχη μείωση.

Προκύπτει, λοιπόν, ότι η πολιτική που ακολουθούν τα πιστωτικά ιδρύματα, ως προς τη διάρθρωση των κεφαλαίων τους, έχει σκοπό την ισορροπία μεταξύ των αναλαμβανόμενων κινδύνων και της προσδοκώμενης απόδοσης. Με τη χρήση κατάλληλων αριθμοδεικτών χρηματοοικονομικής μόχλευσης, οι τράπεζες μπορούν να έχουν την απαραίτητη πληροφόρηση, ώστε να διαπιστώνουν το περιθώριο ασφάλειας που παρέχεται από το ύψος των ιδίων κεφαλαίων τους.

Οι κυριότεροι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης που θα αναλυθούν στην παρακάτω ενότητα είναι οι εξής:³³

- ✓ Δείκτης Μόχλευσης (Leverage Ratio),
- ✓ Δείκτης Χρέους προς Ενεργητικό (Debt – to – Assets Ratio) και
- ✓ Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια (Debt – to – Equity Ratio).

4.5.1. Δείκτης Μόχλευσης (Leverage Ratio)

Ο δείκτης μόχλευσης αποτελεί ένα μέτρο του χρηματοοικονομικού κινδύνου μιας τράπεζας και μετρά την αξία των περιουσιακών της στοιχείων που χρηματοδοτούνται από τα κεφάλαια των μετόχων της, συγκρίνοντας το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της

³³ Αναφέρονται οι συγκεκριμένοι δείκτες, διότι συναντώνται συχνότερα στις εκθέσεις παρουσίασης οικονομικών αποτελεσμάτων και δεικτών των τραπεζών (financial reports).

με το σύνολο του ενεργητικού της. Κατά μια έννοια, ο λόγος της μόχλευσης δείχνει την ικανότητα της τράπεζας να «εξοφλεί» τόσο τα κεφάλαια των μετόχων της όσο και τα ξένα κεφάλαια πουλώντας στοιχεία του ενεργητικού της. Μια επιπλέον ερμηνεία του δείκτη είναι ότι, αναδεικνύει τι ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας καταλήγει πλήρως στους επενδυτές της, μετά την εξόφληση των υποχρεώσεών της.

Ο δείκτης μόχλευσης προκύπτει από τον τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Μόχλευσης} &= \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \\ \text{Leverage Ratio} &= \frac{\text{Total Equity}}{\text{Total Assets}} \end{aligned}$$

Δεδομένου ότι, ο δείκτης μόχλευσης μετρά την οικονομική δύναμη της τράπεζας, η εμφάνιση υψηλών ποσοστών ιδίων κεφαλαίων θεωρείται ευνοϊκό αποτέλεσμα για την τράπεζα. Αυτό σημαίνει ότι, η τράπεζα χαρακτηρίζεται από υψηλά επίπεδα επενδύσεων, γεγονός το οποίο προσελκύει κι άλλους πρόθυμους επενδυτές να χρηματοδοτήσουν την τράπεζα. Γενικά, μια υψηλή τιμή του δείκτη δείχνει ότι, η τράπεζα είναι υψηλής μόχλευσης, που σημαίνει βιώσιμη και λιγότερο επικίνδυνη για τους δανειστές της. Σε αντίθετη περίπτωση, μια χαμηλή τιμή του δείκτη υποδηλώνει ότι, η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της τράπεζας στηρίζεται στο χρέος της και όχι στα ίδια της κεφάλαια. Συνεπώς, προκειμένου να παραμείνει ενεργή και να συνεχίσει να κινείται σε βιώσιμα επίπεδα, η τράπεζα αναλαμβάνει υψηλά επίπεδα χρέους.

4.5.2. Δείκτης Χρέους προς Ενεργητικό (Debt – to – Assets Ratio)

Ο δείκτης χρέους προς ενεργητικό συγκρίνει το συνολικό χρέος ενός τραπεζικού ιδρύματος προς το σύνολο των περιουσιακών του στοιχείων. Ο εύκολος υπολογισμός του δείκτη αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές, οι οποίοι ψάχνουν για μια γρήγορη “εικόνα” της μόχλευσης που έχει αναλάβει η τράπεζα, δηλαδή του χρέους που απεικονίζεται στον Ισολογισμό της σε σχέση με τα περιουσιακά της στοιχεία.

Ο τύπος υπολογισμού του αριθμοδείκτη είναι ο εξής:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Χρέους προς} &= \frac{\text{Σύνολο Χρέους}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \\ \text{Ενεργητικό} & \\ \text{Debt – to – Assets} &= \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \\ \text{Ratio} & \end{aligned}$$

Μια υψηλή τιμή του δείκτη, σημαίνει μεγαλύτερο χρέος για την τράπεζα, δηλαδή ύπαρξη μεγαλύτερου οικονομικού κινδύνου. Αυτό σημαίνει ότι, η τράπεζα δυσκολεύεται να εξοφλήσει τα χρέη της και να συνεχίσει τις δραστηριότητές της. Αντιθέτως, ένα χαμηλό ποσοστό του δείκτη, σημαίνει ότι η τράπεζα είναι λιγότερο εξαρτημένη από τη μόχλευση, δηλαδή τα περιουσιακά της στοιχεία επαρκούν για να ανταποκριθεί στις δανειακές της υποχρεώσεις.

4.5.3. Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια (Debt – to – Equity Ratio)

Ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια είναι ένας ακόμα δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ο οποίος συγκρίνει το συνολικό χρέος μιας τράπεζας με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της. Ο δείκτης αυτός δείχνει εάν η χρηματοδότηση της τράπεζας προέρχεται σε μεγαλύτερο βαθμό από τους πιστωτές της ή τους επενδυτές της.

Ο δείκτης υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Χρέους προς} &= \frac{\text{Σύνολο Χρέους}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} \\ \text{Ίδια Κεφάλαια} & \\ \text{Debt – to – Equity} &= \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \\ \text{Ratio} & \end{aligned}$$

Ένας υψηλός δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια δείχνει γενικά μια επιθετική συμπεριφορά της τράπεζας ως προς τη δανειακή της χρηματοδότηση. Αυτό σημαίνει ότι, η τράπεζα μπορεί να οδηγηθεί σε ασταθές κέρδος ή ακόμα και σε αδυναμία αποπληρωμής των δανείων αυτών. Σε αντίθετη περίπτωση, ένα χαμηλό ποσοστό του δείκτη υποδηλώνει μια τράπεζα λιγότερο εξαρτημένη από το δανεισμό, που σημαίνει ότι η χρηματοδότησή της στηρίζεται κατά κύριο λόγο στους μετόχους της.

5.1. Εισαγωγή

Οι αριθμοδείκτες είναι πολύ χρήσιμοι για τις Σ&Ε. Έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν χρήσιμες και κρίσιμες πληροφορίες, όχι μόνο στον εξωτερικό αναλυτή των οικονομικών μεγεθών των τραπεζικών ιδρυμάτων, αλλά και στη διοίκηση της ίδιας τράπεζας μ' ένα γρήγορο, άμεσο και αρκετά αξιόπιστο τρόπο. Παρά τα πλεονεκτήματα και τη χρησιμότητά τους, οι αριθμοδείκτες πρέπει να μελετώνται με πολύ προσοχή και επιφύλαξη, γιατί παρά τον σχετικά εύκολο υπολογισμό τους, η ερμηνεία τους είναι πιθανόν να οδηγήσει σε παραπλανητικά συμπεράσματα.

Για το λόγο αυτό, πρέπει να ελέγχονται τα συσχετιζόμενα ποσά ώστε να είναι κατά το δυνατόν ακριβή και αντικειμενικά. Ιδιαίτερη σημασία, όμως, πρέπει να δοθεί στον τρόπο χρήσης των αριθμοδεικτών, διότι οι δείκτες από μόνοι τους προσφέρουν μικρή πληροφόρηση, και για το λόγο αυτό, πρέπει να συγκρίνονται:

- ✓ με όμοιους δείκτες προηγούμενων ετών της ίδιας τράπεζας πριν τη συγχώνευση ή εξαγορά, ώστε να αποκαλυφθεί η ανοδική ή καθοδική τους τάση,
- ✓ με αντίστοιχους δείκτες άλλων τραπεζών, ώστε να φανεί η θέση της εν λόγω τράπεζας σε σχέση με αυτές ή τον κλάδο,
- ✓ με αντίστοιχους πρότυπους ή προϋπολογιστικούς δείκτες, που καθορίζονται είτε μέσα είτε έξω από την τράπεζα και δείχνουν σε ποιο βαθμό επιτεύχθηκαν οι προγραμματισμένοι στόχοι.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη των Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα και το κατά πόσο επηρεάζεται η οικονομική και αναπτυξιακή πορεία των τραπεζών τόσο πριν όσο και μετά την ενοποίηση. Αναλυτικότερα, εξετάζονται τα εξής δύο θέματα:

- 1. Κατά πόσο η πορεία μιας τράπεζας-στόχου σχετίζεται με το γεγονός μιας Σ&Ε:** Σε πολλές περιπτώσεις η ήδη υπάρχουσα αποτελεσματικότητα και κερδοφορία μιας τράπεζας σχετίζεται με το γεγονός της συμμετοχής της σε μια ενοποίηση, ως τράπεζα-στόχος, προκειμένου να αλλάξει την μέχρι τότε πορεία της. Για να εκτιμηθεί η συσχέτιση αυτή υπολογίζονται χρηματοοικονομικοί δείκτες για δύο έτη

πριν το έτος ενοποίησης, ώστε να παρατηρηθεί εάν οι τιμές των δεικτών και η μέχρι τότε πορεία τους οδηγεί στο γεγονός μιας μελλοντικής ενοποίησης.

- 2. Κατά πόσο επηρεάζεται η πορεία μιας αγοράστριας τράπεζας μετά την ολοκλήρωση μιας Σ&Ε:** Είναι αναμενόμενο ότι η αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών των τραπεζών επηρεάζεται και μεταβάλλεται μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας μιας ενοποίησης. Για το λόγο αυτό, χρησιμοποιείται ξανά η μέθοδος του υπολογισμού χρηματοοικονομικών δεικτών και η σύγκρισή τους με τους όμοιους δείκτες των προηγούμενων ετών της ίδιας τράπεζας αλλά και με τους αντίστοιχους των άλλων τραπεζών του δείγματος.

Αναλυτικότερα, επιλέχτηκαν οχτώ Σ&Ε μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζικών ιδρυμάτων και συγκεκριμένα των χωρών: Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία, Δανία, Νορβηγία και Σουηδία. Το πλήθος των τραπεζών είναι σχετικά μικρό, λόγω των κριτηρίων επιλογής που εφαρμόσαμε, τα οποία ήταν τα εξής:

- 1.** Οι Σ&Ε έπρεπε να αφορούν μόνο ευρωπαϊκές τράπεζες, να έχουν πραγματοποιηθεί εντός της ίδιας χώρας και κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 1997-2007.
- 2.** Προκειμένου τα αποτελέσματα της μελέτης να είναι όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστα, θεωρήθηκε σκόπιμο το δείγμα να αποτελείται μόνο από εισηγμένα ιδρύματα λιανικής τραπεζικής.
- 3.** Οι τράπεζες του δείγματος έπρεπε, για τουλάχιστον πέντε συνεχόμενα έτη, να έχουν πραγματοποιήσει μόνο μια ενοποίηση, δηλαδή τη Σ&Ε που μελετάμε. Αυτό σημαίνει ότι, τόσο οι εξαγοράζουσες όσο και οι εξαγορασθείσες τράπεζες, δεν θα έπρεπε να είχαν πραγματοποιήσει άλλη ενοποίηση εντός των δύο ή τριών ετών πριν και μετά το έτος συγχώνευσης που μελετάται.

Δύο ακόμα κριτήρια που εφαρμόσαμε και τα οποία περιόρισαν αρκετά το δείγμα των τραπεζών ήταν το ποσοστό της συγχώνευσης ή εξαγοράς και η αξία συναλλαγής (deal size). Πιο συγκεκριμένα:

- 4.** Η κάθε αγοράστρια τράπεζα έπρεπε να έχει συγχωνεύσει ή εξαγοράσει το 100% της τράπεζας – στόχου.

5. Η αξία συναλλαγής (deal size) δεν έπρεπε να είναι μικρότερη από \$ 1,5 εκατ., ώστε να έχει οικονομική επίπτωση η συμφωνία (σύνηθες φίλτρο για επιλογή δειγμάτων Σ&Ε).

Με τη βοήθεια συγκεκριμένων αριθμοδεικτών, οι οποίοι υπολογίζονται με βάση στοιχεία του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως, εξετάζεται η οικονομική και αναπτυξιακή πορεία κάθε τράπεζας του δείγματος, τόσο πριν όσο και μετά το έτος της ενοποίησης. Προκειμένου να συγκριθούν οι δείκτες της κάθε τράπεζας με τους αντίστοιχους των άλλων τραπεζών του δείγματος αλλά και η συνολική πορεία όλων των τραπεζών πριν τη Σ&Ε με την αντίστοιχη μετά την ολοκλήρωση της Σ&Ε, υπολογίζεται ο μέσος όρος της πορείας των δεικτών τόσο πριν όσο και μετά τη Σ&Ε για κάθε μια τράπεζα και, στη συνέχεια, για το σύνολο των τραπεζών. Η χρηματοοικονομική ανάλυση γίνεται για να προσδιορισθούν οι δυνάμεις και οι αδυναμίες των τραπεζικών ιδρυμάτων και να διαπιστωθεί κατά πόσο μια επερχόμενη Σ&Ε επηρεάζει την πορεία τους, κατά πόσο είναι χρηματοοικονομικά ισχυρά και κερδοφόρα μετά από μία ενοποίηση και κατά πόσο διαχρονικά βελτιώνεται ή επιδεινώνεται η χρηματοοικονομική τους θέση. Τα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών προήλθαν από τις βάσεις δεδομένων Bloomberg και Reuters και ο υπολογισμός των δεικτών έγινε με τη χρήση του Microsoft Excel.

5.2. Αποτελέσματα Αριθμοδεικτών Αποδοτικότητας

Για τον υπολογισμό των δεικτών αποδοτικότητας χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από τον ισολογισμό των τραπεζών, όπως το σύνολο του ενεργητικού και των Ιδίων Κεφαλαίων, και στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσεως, όπως τα καθαρά κέρδη, τα λειτουργικά έξοδα ή έσοδα κ.ά.

Για το πρώτο σκέλος της μελέτης, δηλαδή για το κατά πόσο η πορεία μιας τράπεζας-στόχου σχετίζεται με το γεγονός μιας Σ&Ε, υπολογίσθηκαν αρχικά οι δείκτες αποδοτικότητας των συγχωνευόμενων τραπεζών του δείγματος για τα δύο έτη πριν την ενοποίηση. Στη συνέχεια, εξετάσαμε εάν και κατά πόσο η μέχρι τότε θετική ή αρνητική πορεία των δεικτών σχετίζεται με το γεγονός της Σ&Ε.

Ο πίνακας 5.2.α.1. απεικονίζει αρχικά τους δείκτες αυτούς για κάθε μια από τις οκτώ συγχωνευόμενες τράπεζες του δείγματός μας.

Πίνακας 5.2.α.1. : Target Banks
Δείκτες Αποδοτικότητας πριν την ενοποίηση

Μεγέθη σε ποσοστά %

Δείκτες	RealDanmark			Ionian Bank			Istituto Mobiliare Italiano			Banca Lombarda e Piemontese			Banco Atlantico			Gjensidige NOR			Foreningsbanken			Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario		
	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ
ROA	0,70	0,34		0,29	-1,27		0,88	0,87		0,61	0,66		0,56	0,43		0,94	0,60		0,95	0,92		0,63	0,68	
ROE	15,41	7,65		6,32	-31,97		9,60	10,37		10,13	11,20		9,42	7,19		14,15	9,40		21,00	17,96		2,49	13,97	
NIM	2,05	1,30		2,64	2,35		2,20	1,87		2,81	2,54		2,43	2,24		2,71	2,55		3,54	3,53		2,07	2,05	
Cost Income	67,22	74,41		90,85	80,42		52,13	56,04		64,72	62,39		73,46	74,60		59,95	65,40		53,86	57,16		78,06	65,96	
Operating Margin	32,00	22,86		9,15	-18,25		41,24	45,98		28,36	32,21		17,40	16,15		34,98	27,86		19,08	29,65		16,20	31,41	
Pretax Margin	34,12	25,26		7,68	-18,93		44,70	49,26		28,84	32,85		22,45	16,97		35,05	27,58		19,08	22,08		32,40	38,04	
Profit Margin	25,93	20,35		6,75	-28,35		29,81	31,65		14,07	16,37		15,70	12,55		25,33	18,53		19,03	19,47		20,84	23,75	

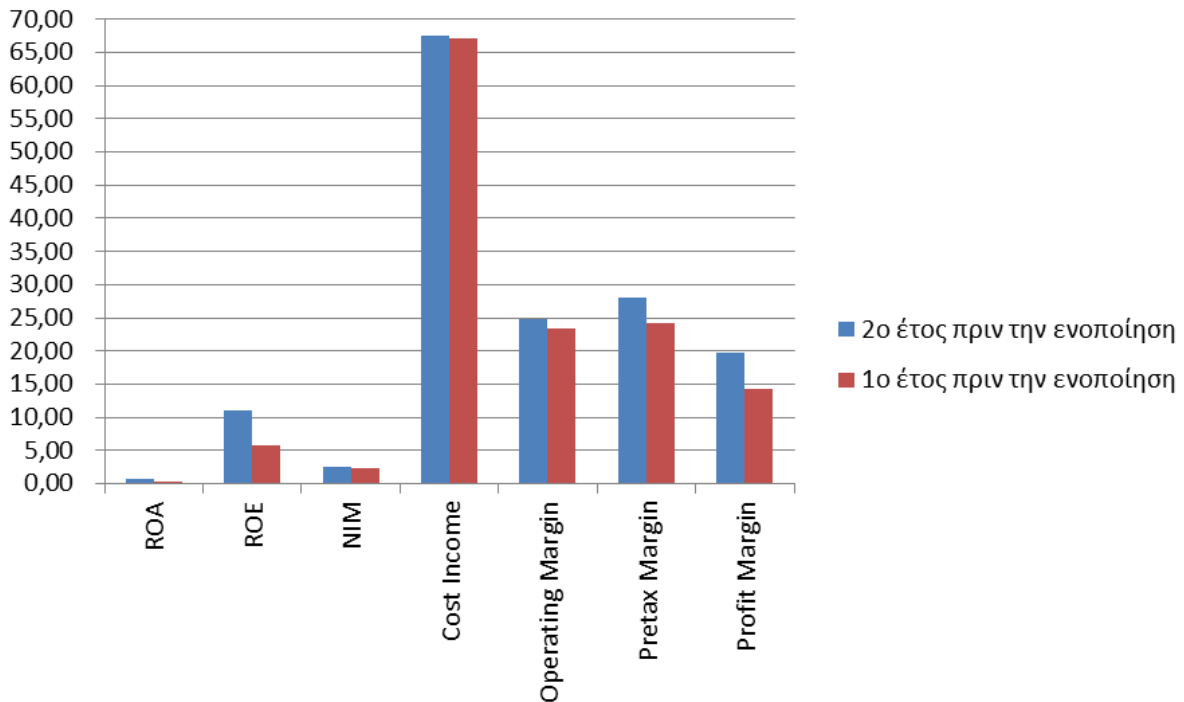
Από τον υπολογισμό των δεικτών αποδοτικότητας για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και συγκρίνοντας τις τιμές των δεικτών του δεύτερου έτους με τις αντίστοιχες τιμές του έτους ακριβώς πριν το έτος συγχώνευσης («έτος μηδέν»), παρατηρούμε ότι, σχεδόν οι μισές τράπεζες του δείγματος παρουσιάζουν μείωση των δεικτών αποδοτικότητας κατά το έτος ακριβώς πριν το έτος ενοποίησης, γεγονός που δηλώνει μια ενδεχόμενη αρνητική εικόνα της πορείας των τραπεζών. Οι δείκτες της δανέζικης τράπεζας “RealDanmark” εμφανίζουν πτωτική πορεία, με τους δείκτες λειτουργικού περιθωρίου (Operating Margin Ratio) και περιθωρίου κέρδους προ φόρων (Pretax Margin Ratio) να παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη πτώση, αφού από το 32,00% και 34,12% μειώθηκαν στο 22,86% και 25,26% αντίστοιχα, ένα χρόνο πριν την ενοποίηση. Την ίδια εικόνα παρουσιάζουν και οι τράπεζες “Banco Atlantico” και “Gjensidige NOR”. Η ελληνική τράπεζα “Ionian Bank” εμφανίζει τη χειρότερη εικόνα στο δείγμα, αφού, ακριβώς πριν το «έτος μηδέν», οι δείκτες της παρουσίαζαν αρνητικά ποσοστά, με το δείκτη περιθωρίου κέρδους (Profit Margin Ratio) να κινείται στο **-28,35%** και το δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) στο **-31,97%**.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν τράπεζες στο δείγμα μας, των οποίων οι δείκτες αποδοτικότητας εμφανίζουν υψηλότερες τιμές κατά το έτος ακριβώς πριν το έτος της Σ&Ε, γεγονός που σημαίνει ότι η πορεία των τραπεζών βαίνει θετική. Οι δείκτες των ιταλικών τραπεζών “Istituto Mobiliare Italiano” και “Banca Lombarda e Piemontese” εμφάνιζαν μια ικανοποιητική εικόνα. Τόσο οι δείκτες ROA και ROE, όσο και οι δείκτες Operating/Pretax/Profit Margin παρουσίαζαν μια ανοδική πορεία, με τους δεύτερους να κινούνται σε υψηλότερα ποσοστά συγκριτικά με το προηγούμενο έτος. Την ίδια εικόνα παρουσιάζει και η τράπεζα “Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario”. Όσον αφορά την σουηδική τράπεζα “Foreningsbanken” εμφανίζει διφορούμενη εικόνα, αφού οι δείκτες Operating/Pretax/Profit Margin κινούνταν ανοδικά, βελτιώνοντας την πορεία της, ενώ οι υπόλοιποι δείκτες κινούνταν καθοδικά, αναδεικνύοντας αντίθετα αποτελέσματα.

Προκειμένου να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την πορεία των συγχωνευόμενων τραπεζών, ο πίνακας 5.2.α.2., και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.2.α., απεικονίζουν το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών όλων των τραπεζών τόσο για το δεύτερο έτος πριν τη Σ&Ε, όσο και για το έτος ακριβώς πριν το έτος ενοποίησης («έτος μηδέν»).

Πίνακας 5.2.α.2. : Target Banks		
Μ.Ο. Δεικτών Αποδοτικότητας πριν την ενοποίηση		
Μεγέθη σε ποσοστά %		
Δείκτες	2^ο έτος πριν την ενοποίηση	1^ο έτος πριν την ενοποίηση
ROA	0,70	0,40
ROE	11,07	5,72
NIM	2,56	2,30
Cost Income	67,53	67,05
Operating Margin	24,80	23,48
Pretax Margin	28,04	24,14
Profit Margin	19,68	14,29

Διάγραμμα 5.2.α. : Target Banks - Profitability Ratios



Από τον υπολογισμό των δεικτών αποδοτικότητας, λοιπόν, για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και συγκρίνοντας τις τιμές των δεικτών του δεύτερου έτους με τις αντίστοιχες τιμές του έτους ακριβώς πριν το «έτος μηδέν», παρατηρούμε ότι, η πορεία των τραπεζών κινείται καθοδικά, δηλαδή αντίθετα από αυτό που θα επιθυμούσαν οι διοικήσεις των τραπεζών. Έτσι μπορούμε να υποθέσουμε ότι, η συμμετοχή αυτών των τραπεζών-στόχων σε μια ενοποίηση αποσκοπούσε στην αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη λειτουργία τους. Μια επερχόμενη Σ&Ε φαίνεται να αποτελεί τη λύση για προσέκλυση μελλοντικών επενδυτών και άντλησης νέων κεφαλαίων από την αγορά, συμπεράσματα τα οποία συνδέονται με την πτωτική τάση των δεικτών αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA) και ιδίων κεφαλαίων (ROE). Επιπλέον, η επίσης πτωτική τάση των δεικτών, που σχετίζονται με τα λειτουργικά έσοδα των τραπεζών (Operating/Pretax/Profit Margin Ratios), ίσως αναδεικνύει την αδυναμία των πιστωτικών ιδρυμάτων στο να κερδίζουν από τις δραστηριότητές τους, στο να καλύπτουν τα πάγια έξοδά τους και γενικά στο να παρουσιάζουν υψηλά έσοδα. Αφού το περιθώριο κέρδους τους τείνει μειούμενο, σημαίνει ότι η διοίκηση των τραπεζών

δυσκολεύεται να διατηρεί σε χαμηλά επίπεδα τα λειτουργικά κόστη και να μετατρέπει τις πωλήσεις σε καθαρό εισόδημα.

Για το δεύτερο σκέλος της μελέτης, δηλαδή για το κατά πόσο επηρεάζεται η πορεία μιας τράπεζας μετά την ολοκλήρωση μιας Σ&Ε, υπολογίσθηκαν αρχικά οι δείκτες αποδοτικότητας δύο ετών πριν την ενοποίηση για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και δύο ετών πριν και μετά την ενοποίηση για τις συγχωνεύουσες τράπεζες. Στη συνέχεια, υπολογίσθηκαν οι μέσοι όροι αυτών των δεικτών, προκειμένου να εξετάσουμε κατά πόσο μια Σ&Ε μεταβάλλει την ήδη υπάρχουσα πορεία των αγοραστριών τραπεζών.

Στους πίνακες 5.2.β.1 – 5.2.β.3. παρουσιάζονται οι μέσοι όροι των δεικτών για κάθε μια από τις οκτώ συγχωνευόμενες, συγχωνεύουσες και «νέες» τράπεζες αντίστοιχα του δείγματός μας. Στη συνέχεια, ακολουθούν τα αντίστοιχα διαγράμματα, ένα για κάθε δείκτη, όπου αναλύεται και η πορεία του.

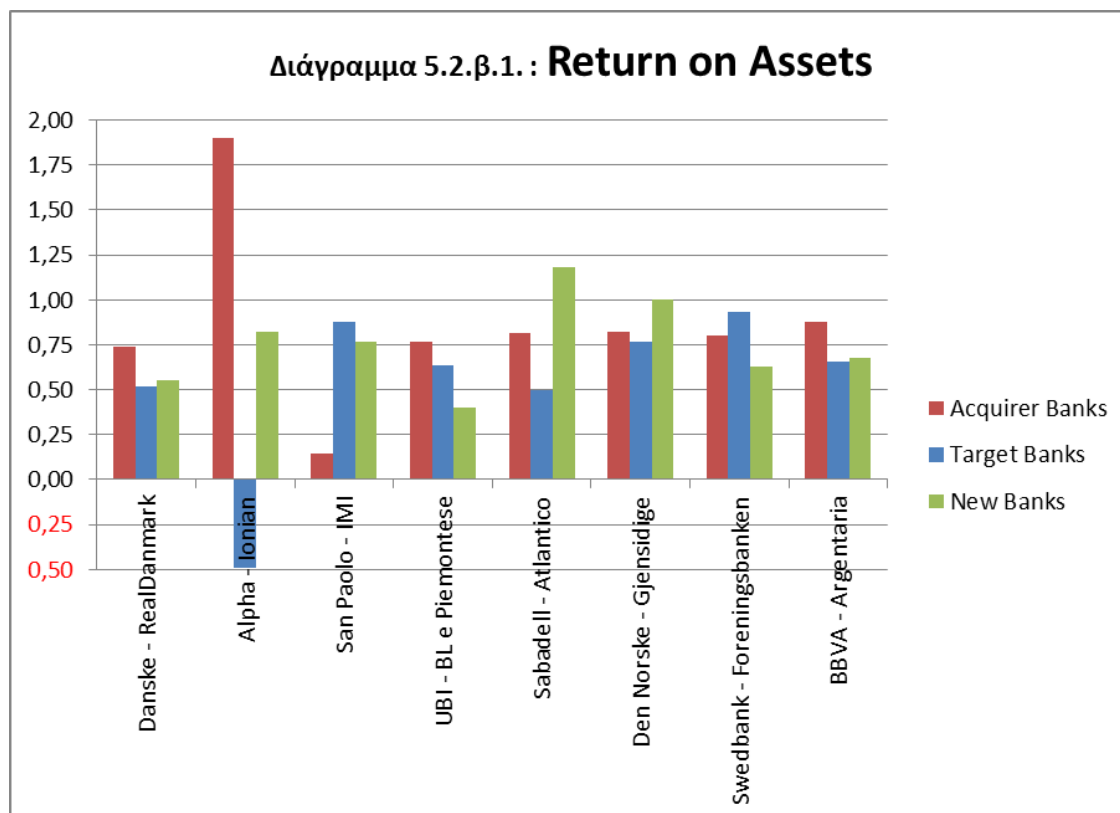
Πίνακας 5.2.β.1. : Target Banks								
Μ.Ο. Δεικτών Αποδοτικότητας πριν την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Μεγέθη σε ποσοστά %								
Δείκτες	RealDanmark	Ionian Bank	Istituto Mobiliare Italiano	Banca Lombarda e Piemontese	Banco Atlantico	Gjensidige NOR	Foreningsbanken	Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario
ROA	0,52	-0,49	0,88	0,64	0,50	0,77	0,94	0,66
ROE	11,53	-12,83	9,99	10,67	8,31	11,78	19,48	8,23
NIM	1,68	2,50	2,04	2,68	2,34	2,63	3,54	2,06
Cost Income	70,82	85,64	54,09	63,56	74,03	62,68	55,51	72,01
Operating Margin	27,43	-4,55	43,61	30,29	16,78	31,42	24,37	23,81
Pretax Margin	29,69	-5,63	46,98	30,85	19,71	31,32	20,58	35,22
Profit Margin	23,14	-10,80	30,73	15,22	14,13	21,93	19,25	22,30

Πίνακας 5.2.β.2. : Acquirer Banks								
Μ.Ο. Δεικτών Αποδοτικότητας πριν την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Μεγέθη σε ποσοστά %								
Δείκτες	Danske Bank	Alpha Bank	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Unione di Banche Italiane	Banco de Sabadell	Den Norske Bank Holding	Swedbank	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
ROA	0,74	1,90	0,15	0,77	0,82	0,82	0,80	0,88
ROE	15,04	30,48	3,95	12,19	9,60	11,80	19,37	18,14
NIM	1,71	3,29	1,94	2,66	2,86	2,18	2,73	3,43
Cost Income	64,76	47,17	74,12	72,91	72,69	69,73	57,43	68,22
Operating Margin	31,63	46,58	9,95	21,11	15,81	27,78	29,81	20,75
Pretax Margin	41,42	45,87	9,74	25,66	28,10	30,26	28,77	28,94
Profit Margin	31,95	28,51	5,17	14,96	20,66	24,49	21,41	17,87

Πίνακας 5.2.β.3. : New Banks								
Μ.Ο. Δεικτών Αποδοτικότητας μετά την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Μεγέθη σε ποσοστά %								
Δείκτες	Danske Bank	Alpha Bank	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Unione di Banche Italiane	Banco de Sabadell	Den Norske Bank Holding	Swedbank	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
ROA	0,55	0,83	0,77	0,40	1,19	1,00	0,63	0,68
ROE	15,31	14,97	15,71	4,15	16,82	18,20	15,89	11,55
NIM	1,50	2,70	1,90	2,63	2,00	1,65	1,69	3,22
Cost Income	60,42	65,20	68,84	73,37	57,12	60,58	69,69	65,65
Operating Margin	34,11	28,48	26,51	15,81	32,28	39,26	26,05	20,84
Pretax Margin	39,00	30,03	34,09	17,32	34,18	43,68	33,83	22,90
Profit Margin	29,31	16,62	20,10	10,80	37,21	33,99	24,25	14,99

Το διάγραμμα 5.2.β.1. απεικονίζει, για κάθε μια από τις οχτώ Σ&Ε, ποια ήταν, κατά μέσο όρο, η πορεία του δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού για τα δύο έτη πριν την

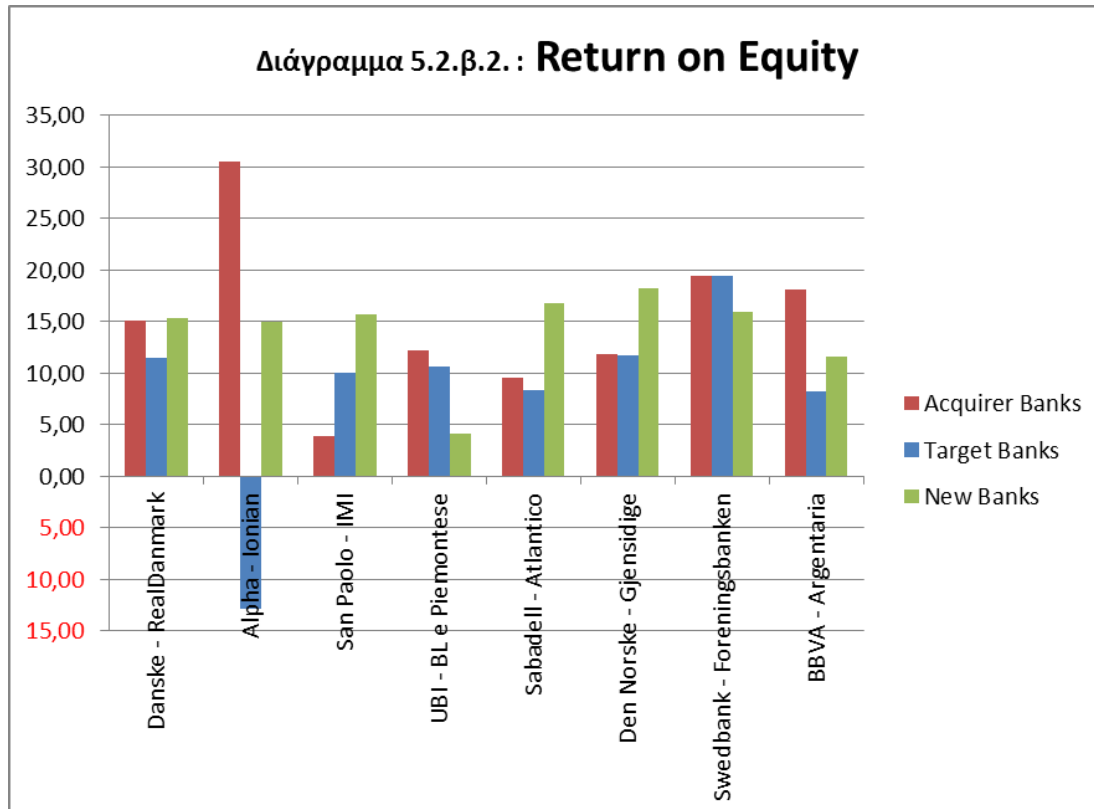
Σ&Ε, και πώς μεταβλήθηκε εντός των δύο επόμενων ετών μετά το έτος ολοκλήρωσης της Σ&Ε.



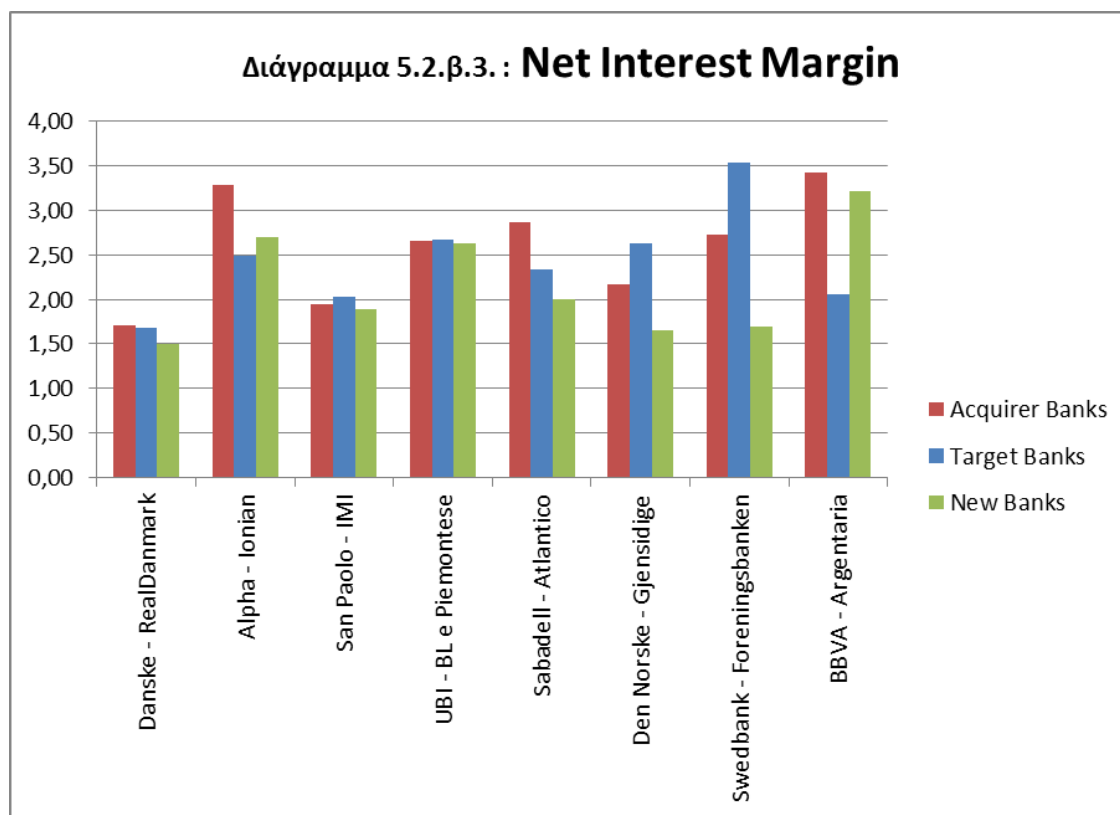
Σχετικά με τις Σ&Ε, οι οποίες έλαβαν χώρα στη Δανία (Danske Bank – RealDanmark), στην Ελλάδα (Alpha Bank - Ionian Bank) και την Ισπανία (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria - Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario), η μεταβολή του δείκτη ROA φαίνεται φυσιολογική, αφού μετά την ενοποίηση λαμβάνει μια ενδεικτικά ενδιάμεση τιμή των μέχρι τότε τιμών του. Ενδεικτικά, στην περίπτωση της ελληνικής Σ&Ε, ο δείκτης, για την “Alpha Bank”, κινούνταν στο 1,90% πριν τη συγχώνευση και στο 0,83% μετά τη συγχώνευση, με την συγχωνευόμενη “Ionian Bank” να βρίσκεται στο **-0,49%**. Σε αυτές τις περιπτώσεις των Σ&Ε, μπορούμε να υποθέσουμε ότι, οι συγχωνεύουσες τράπεζες απορρόφησαν ομαλά το ενεργητικό των συγχωνευόμενων, αυξάνοντας αναλογικά και φυσιολογικά τα αποτελέσματά τους. Σχετικά με τις ιταλικές Σ&Ε (Istituto Bancario San Paolo di Torino - Istituto Mobiliare Italiano και Unione di Banche Italiane - Banca Lombarda e Piemontese) και λαμβάνοντας υπόψη την μέχρι πριν την ενοποίηση πορεία του δείκτη, διαπιστώνουμε ότι, ο δείκτης κινείται σε υψηλότερα και χαμηλότερα αντίστοιχα επίπεδα απ’ ότι κινούνταν μέχρι τότε. Στη δεύτερη περίπτωση, για παράδειγμα, παρόλο που ο δείκτης ROA κινούνταν στο 0,77% για την

συγκωνεύουσα και στο 0,64% για την συγκωνευόμενη, για την νεοϊδρυθείσα τράπεζα διαμορφώθηκε στο 0,40%. Παρόμοια εικόνα εμφανίζει ο δείκτης και στην περίπτωση των σουηδικών τραπεζών (Swedbank – Foreningsbanken), ο οποίος από 0,80% και 0,94% αντίστοιχα διαμορφώθηκε στο 0,63%. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η μεταβολή των αποτελεσμάτων των νέων τραπεζών δεν ήταν ανάλογη της μεταβολής του ενεργητικού, γεγονός που σημαίνει ότι οι νεοϊδρυθείσες τράπεζες εμφάνισαν μικρότερα κέρδη συγκριτικά με τα περιουσιακά τους στοιχεία. Αυτό μπορεί να έχει αρνητική εξήγηση, παρουσιάζοντας τις τράπεζες ως μη κερδοφόρες για το μέλλον. Αντίθετη εικόνα παρουσιάζουν οι υπόλοιπες τράπεζες του δείγματος, στις οποίες ο δείκτης κινείται υψηλότερα συγκριτικά με την μέχρι τότε πορεία του. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες “Den Norske Bank Holding” και “Gjensidige NOR” κινούνταν στο 0,82% και 0,77% αντίστοιχα και, μετά την ολοκλήρωση της ενοποίησης, ο δείκτης διαμορφώθηκε στο 1,00%. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί ως επιτυχημένη Σ&Ε και να χαρακτηρίσει τις τράπεζες βιώσιμες για μεγάλο χρονικό διάστημα.

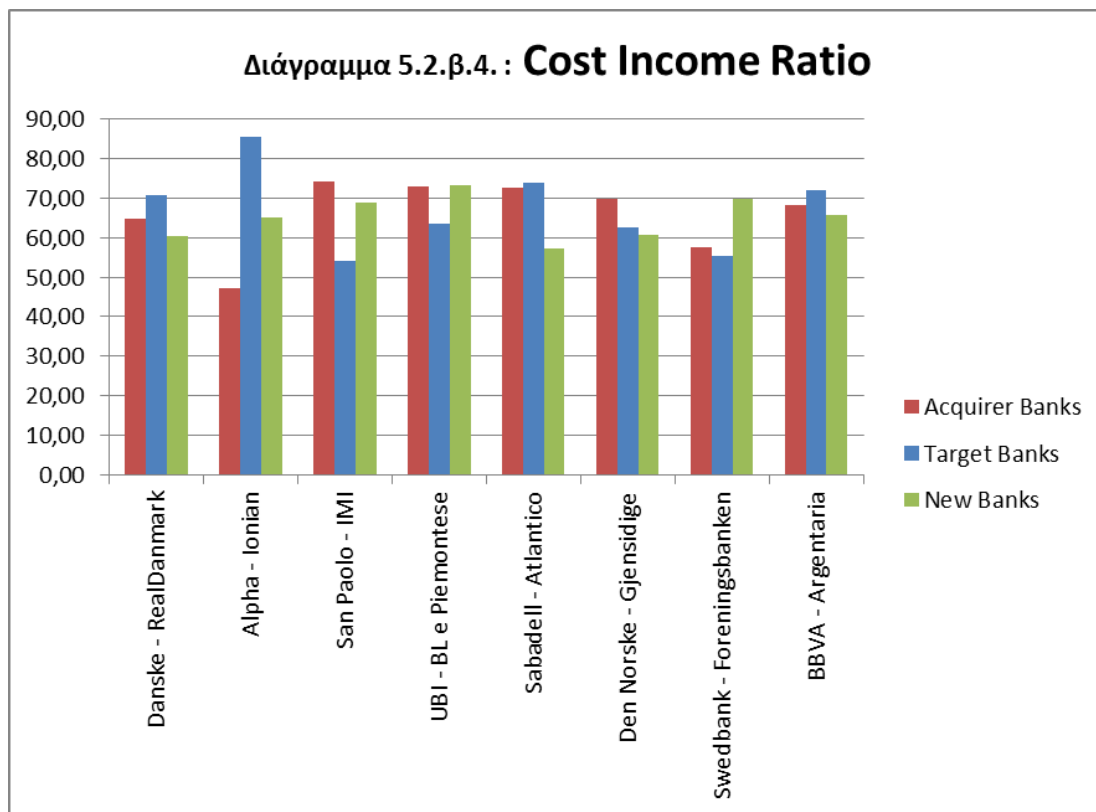
Τα ίδια αποτελέσματα με το δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού παρουσιάζει και ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE), ο οποίος απεικονίζεται στο διάγραμμα 5.2.β.2..



Σχετικά με τον αριθμοδείκτη καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου (NIM), ο οποίος μετρά το καθαρό τραπεζικό εισόδημα που προέρχεται από τους τόκους σε συνάρτηση με τα κερδοφόρα στοιχεία του ενεργητικού της τράπεζας, η πορεία του φαίνεται να μην επηρεάζεται θετικά από μια ενοποίηση. Όπως φαίνεται και παρακάτω στο διάγραμμα 5.2.β.3., στις περισσότερες περιπτώσεις του δείγματος, οι τιμές του δείκτη κινήθηκαν χαμηλότερα απ’ ότι κινούνταν μέχρι τότε. Η σημαντικότερη περίπτωση ήταν αυτή των σουηδικών τραπεζών (Swedbank – Foreningsbanken), στην οποία ο δείκτης NIM πριν τη Σ&Ε κινούνταν στο 2,73% και 3,94% αντίστοιχα και μετά τη Σ&Ε διαμορφώθηκε στο 1,69%. Αυτό δείχνει ότι, οι νεοϊδρυθείσες τράπεζες παρουσίασαν έσοδα από τόκους, των οποίων η μεταβολή δεν ήταν ανάλογη της μεταβολής των κερδοφόρων στοιχείων του ενεργητικού τους. Αντίθετη εικόνα παρουσιάζουν μόνο δύο τράπεζες, στις οποίες η μεταβολή του δείκτη NIM φαίνεται φυσιολογική, αφού μετά την ενοποίηση λαμβάνει μια ενδεικτικά ενδιάμεση τιμή των μέχρι τότε τιμών του. Μια τέτοια περίπτωση είναι η ενοποίηση των ελληνικών τραπεζών, όπου ο δείκτης, πριν τη συγχώνευση, κινούνταν στο 3,29% για την “Alpha Bank” και στο 2,50% για την “Ionian Bank” και, μετά τη συγχώνευση, στο 2,70%.



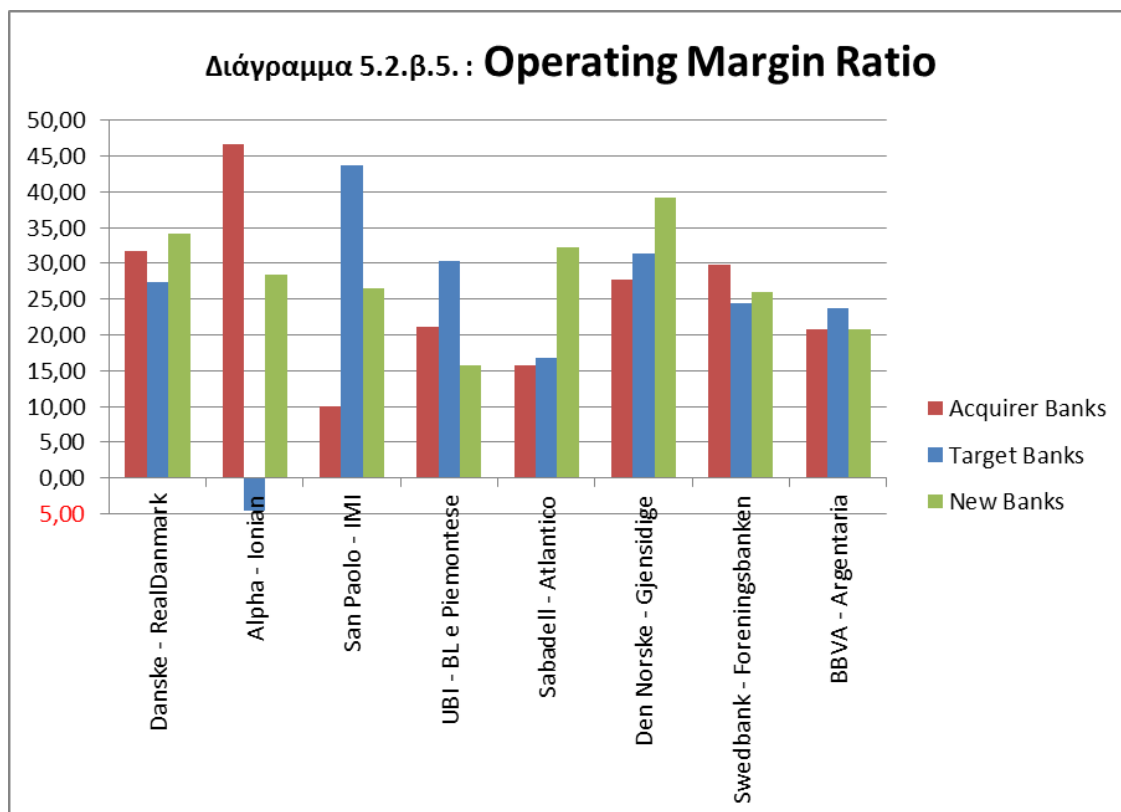
Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ο δείκτης κόστους προς εισόδημα (Cost Income) αποτελεί βασικό οικονομικό μέγεθος για την αποτίμηση των πιστωτικών ιδρυμάτων και η πορεία του σε χαμηλές τιμές αποτελεί θετικό αποτέλεσμα για τις τράπεζες. Στις περιπτώσεις του δείγματός μας τα αποτελέσματα ποικίλουν. Όπως αρχικά παρατηρούμε και στο διάγραμμα 5.2.β.4., υπάρχουν περιπτώσεις νεοϊδρυθεισών τραπεζών, οι οποίες μέσω των Σ&Ε κατάφεραν να επιτύχουν μείωση του δείκτη Cost Income. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ισπανική τράπεζα “Banco de Sabadell”, της οποίας ο δείκτης κινούνταν στο 72,69% και, μετά την ενοποίηση, διαμορφώθηκε στο 57,12%, παρόλο που και ο δείκτης της συγχωνευόμενης “Banco Atlantico” κινούνταν στο 74,03%. Αυτό σημαίνει ότι, η ενοποίηση είχε θετικό αντίκτυπο στη συγχωνεύουσα τράπεζα, η οποία βελτίωσε την εικόνα της, παρουσιάζοντας μικρότερα έξοδα ως ποσοστό των εσόδων και, συνεπώς, μεγαλύτερα κέρδη.



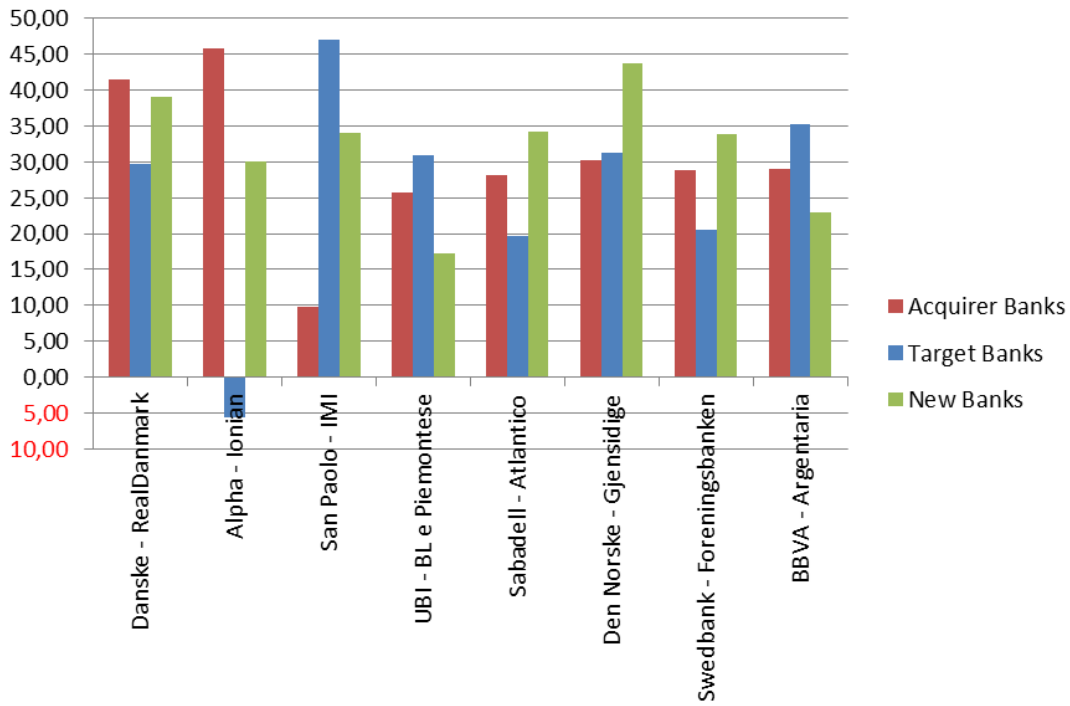
Οι περισσότερες, βέβαια, τράπεζες του δείγματος παρουσιάζουν σχετικά φυσιολογική μεταβολή του δείκτη κόστους προς εισόδημα, αφού μετά την ενοποίηση ο δείκτης κυμαίνεται σε μια ενδεικτικά ενδιάμεση τιμή των μέχρι τότε τιμών του. Αυτό φυσικά δε σημαίνει ότι αποτελεί θετικό αποτέλεσμα για όλες τις αγοράστριες τράπεζες.

Ενδεικτικά, στην περίπτωση της ελληνικής Σ&Ε, ο δείκτης κινούνταν στο 47,17% για την “Alpha Bank” και στο 85,64% για την “Ionian Bank” και, μετά τη συγχώνευση, στο 65,20%, αποτέλεσμα αναμενόμενο και φυσιολογικό αλλά αρνητικό για την αγοράστρια “Alpha Bank” αφού αύξησε το δείκτη της. Σε αυτές τις περιπτώσεις των Σ&Ε, μπορούμε να υποθέσουμε ότι, οι συγχωνεύουσες τράπεζες ίσως ενδιαφέρονται να προσελκύσουν νέες επιχειρήσεις σε μακροχρόνιο ορίζοντα.

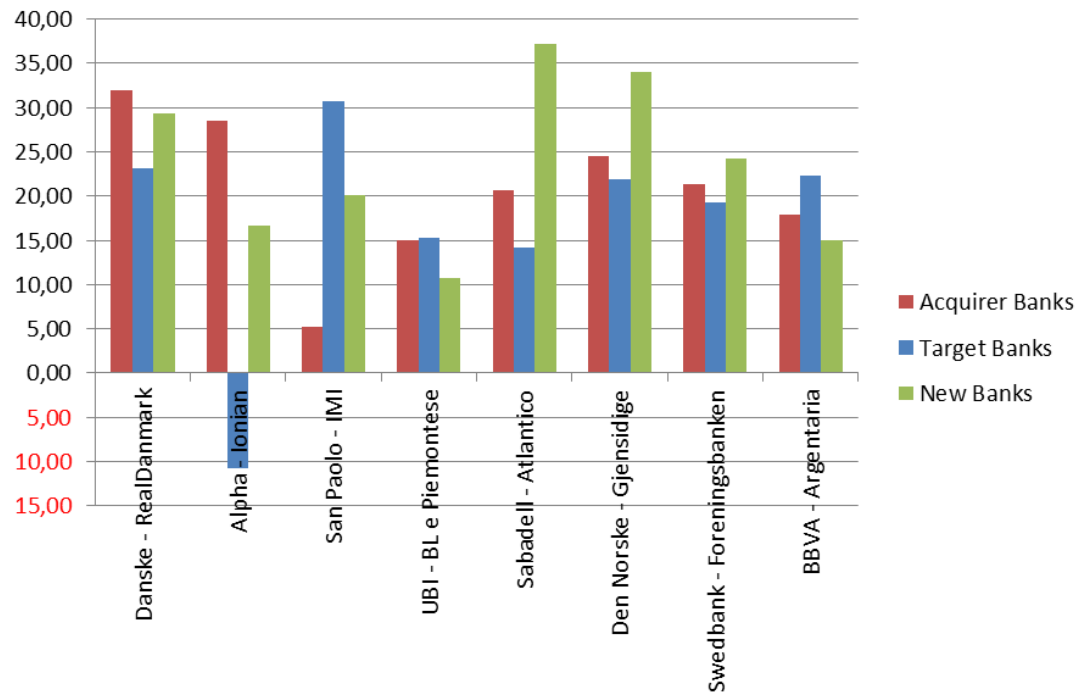
Τα ακόλουθα διαγράμματα 5.2.β.5., 5.2.β.6. και 5.2.β.7. παρουσιάζουν, για κάθε μια από τις οχτώ Σ&Ε, την πορεία τριών δεικτών, του δείκτη λειτουργικού περιθωρίου (Operating Margin), του δείκτη περιθωρίου κέρδους προ φόρων (Pretax Margin) και του δείκτη περιθωρίου κέρδους (Profit Margin) αντίστοιχα. Οι δείκτες αυτοί παρουσιάζονται και σχολιάζονται μαζί, δεδομένου ότι προκύπτουν βάσει των λειτουργικών εσόδων των τραπεζών και, επιπλέον, η μεταβολή τους, μετά την ενοποίηση, είναι σχεδόν όμοια.



Διάγραμμα 5.2.β.6.: Pretax Margin Ratio



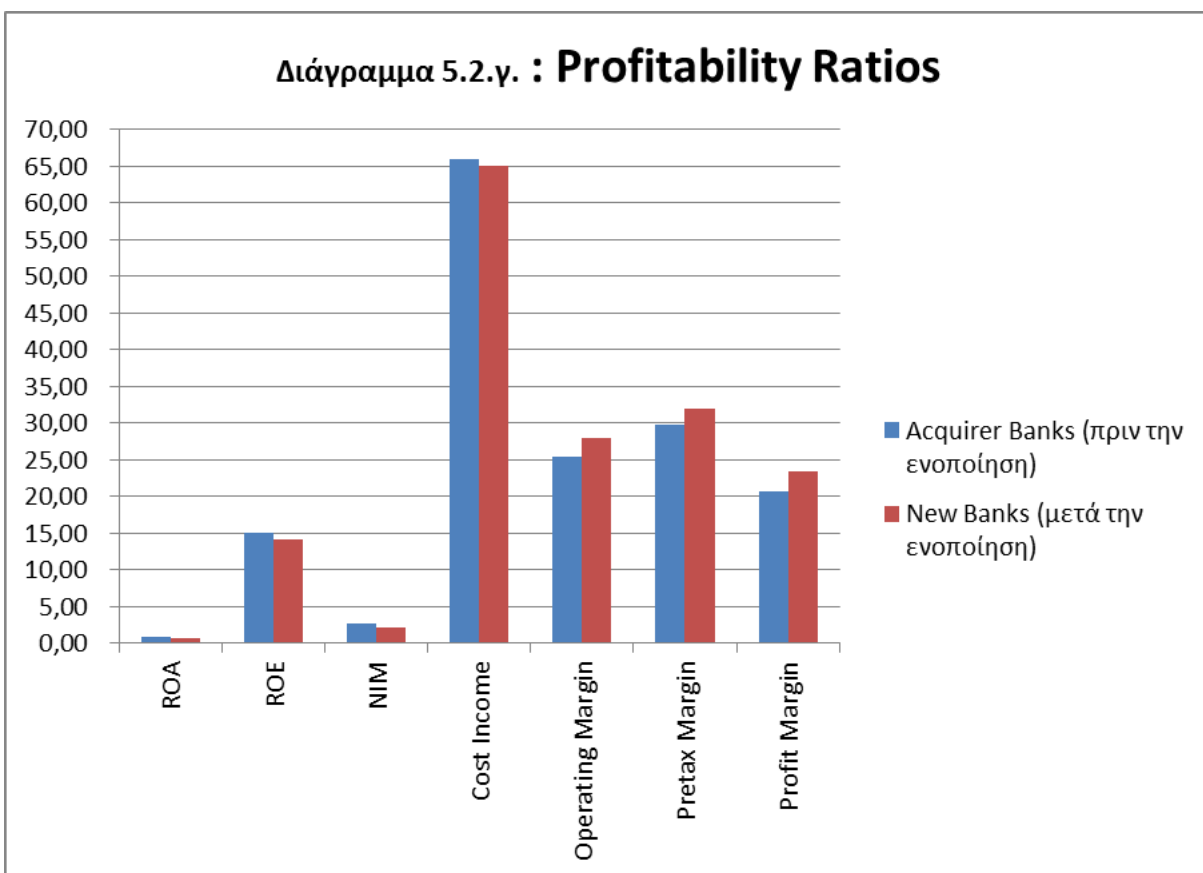
Διάγραμμα 5.2.β.7.: Profit Margin Ratio



Όπως και στους παραπάνω δείκτες, έτσι και σε αυτούς, οι νέες τράπεζες παρουσιάζουν ποικίλα αποτελέσματα. Σχετικά με τις Σ&Ε, οι οποίες έλαβαν χώρα στη Δανία (Danske Bank – RealDanmark), την Ελλάδα (Alpha Bank – Ionian Bank), την Ιταλία (Istituto Bancario San Paolo di Torino - Istituto Mobiliare Italiano) και την Ισπανία (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria - Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario), η μεταβολή των δεικτών φαίνεται φυσιολογική, αφού μετά την ενοποίηση λαμβάνουν μια θεωρητικά ενδιάμεση τιμή των μέχρι τότε τιμών τους. Πρέπει, βέβαια, να επισημάνουμε ότι, αυτή η πορεία των δεικτών αποτελεί αναμενόμενο και φυσιολογικό αποτέλεσμα, αλλά δεν αποτελεί θετικό αποτέλεσμα για την πλειοψηφία των αγοραστριών τραπεζών, αφού η τελική εικόνα των δεικτών τους ήταν πτωτική. Υπάρχουν, φυσικά, και περιπτώσεις, στις οποίες οι δείκτες παρουσίασαν ανοδική πορεία. Ενδεικτικά, οι τράπεζες “Banco de Sabadell” και “Banco Atlantico” κινούνταν στο 20,66% και 14,13% αντίστοιχα στο δείκτη Profit Margin και, μετά την ολοκλήρωση της ενοποίησης, ο δείκτης διαμορφώθηκε στο 37,21%. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί ως επιτυχημένη Σ&Ε και να χαρακτηρίσει την τράπεζα αποτελεσματική, δηλώνοντας θετική ποιότητα των επενδύσεών της και μια θετική τάση των κερδών της. Αντίθετη εικόνα παρουσιάζουν άλλες τράπεζες, όπως για παράδειγμα, η ιταλική “Unione di Banche Italiane”, της οποίας οι δείκτες παρουσιάζουν πτωτική εικόνα μετά την ενοποίησή της με την “Banca Lombarda e Piemontese”. Σε αυτές τις περιπτώσεις σημαίνει ότι, οι νεοϊδρυθείσες τράπεζες εμφάνισαν μικρότερα λειτουργικά κόστη και προ ή μετά φόρων κέρδη συγκριτικά με τα λειτουργικά τους έσοδα. Αυτό μπορεί να έχει αρνητική εξήγηση, με τις αγοράστριες τράπεζες να χαρακτηρίζονται από χαμηλό περιθώριο ασφάλειας, παρουσιάζοντας υψηλά έξοδα και πιθανή μείωση των πωλήσεών τους.

Ανακεφαλαιώνοντας, προκειμένου να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την πορεία των αγοραστριών τραπεζών, ο πίνακας 5.2.γ., και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.2.γ., απεικονίζουν το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών όλων των τραπεζών τόσο για τα έτη πριν, όσο και για τα έτη μετά τη Σ&Ε.

Πίνακας 5.2.γ. : Acquirer & New Banks Μ.Ο. Δεικτών Αποδοτικότητας πριν & μετά την ενοποίηση Μεγέθη σε ποσοστά %		
Δείκτες	Acquirer Banks (πριν την ενοποίηση)	New Banks (μετά την ενοποίηση)
ROA	0,86	0,75
ROE	15,07	14,07
NIM	2,60	2,16
Cost Income	65,88	65,11
Operating Margin	25,42	27,92
Pretax Margin	29,84	31,88
Profit Margin	20,63	23,41



Ανακεφαλαιώνοντας την εικόνα των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας, παρατηρούμε μια αρνητική επιροή της ενοποίησης στους δείκτες ROA, ROE και NIM και μια θετική επιροή στους δείκτες Operating Margin, Pretax Margin και Profit Margin. Προκύπτει, λοιπόν, ότι οι αγοράστριες τράπεζες δεν καταφέρνουν μέσω των Σ&Ε να αυξήσουν τόσο τα περιουσιακά τους στοιχεία όσο και τα κεφάλαιά τους αναλογικά με τα κέρδη τους. Αυτό δείχνει ότι, οι τράπεζες δεν ευνοούνται όσο ίσως να αναμένουν από τη διαδικασία της ενοποίησης. Με άλλα λόγια, οι τράπεζες είτε δεν καταφέρνουν να αξιοποιήσουν με αποτελεσματικό τρόπο τους νέους ορίζοντες που δημιουργούνται μέσω της Σ&Ε, είτε δεν είχαν αξιολογήσει ορθά της συγχωνευόμενες τράπεζες και τι αντίκτυπο θα είχε μια επερχόμενη ενοποίηση. Βέβαια, μέσω των δεικτών λειτουργικού περιθωρίου και περιθωρίου κέρδους προκύπτει ότι, τα νέα πιστωτικά ιδρύματα είναι σε θέση να καλύψουν τα μεταβλητά και πάγια έξοδα τους, συνεχίζοντας παράλληλα να παρουσιάζουν κέρδη, ενώ ο πτωτικός δείκτης κόστους προς εισόδημα αποτελεί μια σαφή εικόνα του πόσο επικερδείς είναι οι αγοράστριες τράπεζες και πόσο μπορεί να γίνουν στο μέλλον.

5.3. Αποτελέσματα Αριθμοδεικτών Ρευστότητας

Για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών ρευστότητας χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από τον ισολογισμό των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως το σύνολο του ενεργητικού, οι συνολικές καταθέσεις και τα συνολικά δάνεια που έχουν χορηγήσει στους πελάτες τους, και στοιχεία από τα αποτελέσματα χρήσεως, όπως οι σωρευμένες προβλέψεις.

Για το πρώτο σκέλος της μελέτης, δηλαδή για το κατά πόσο η πορεία μιας τράπεζας-στόχου σχετίζεται με το γεγονός μιας Σ&Ε, υπολογίσθηκαν αρχικά οι δείκτες ρευστότητας των συγχωνευόμενων τραπεζών του δείγματος για τα δύο έτη πριν την ενοποίηση. Στη συνέχεια, εξετάσαμε εάν και κατά πόσο η μέχρι τότε θετική ή αρνητική πορεία των δεικτών σχετίζεται με το γεγονός της Σ&Ε.

Ο πίνακας 5.3.α.1. απεικονίζει αρχικά τους δείκτες αυτούς για κάθε μια από τις οκτώ συγχωνευόμενες τράπεζες του δείγματός μας.

Πίνακας 5.3.α.1. : Target Banks
Δείκτες Ρευστότητας πριν την ενοποίηση

Μεγέθη σε ποσοστά %

Δείκτες	RealDanmark		Ionian Bank		Istituto Mobiliare Italiano		Banca Lombarda e Piemontese		Banco Atlantico		Gjensidige NOR		Foreningsbanken		Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario	
	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν
Loans to Deposits	430,13	468,51	30,87	47,58	339,29	238,73	179,98	180,83	96,32	98,83	179,80	172,58	131,23	134,59	176,63	199,10
Assets to Loans	138,38	133,12	407,63	317,24	169,25	187,04	128,86	134,28	170,35	163,00	121,09	123,06	132,90	131,00	175,00	178,50
NPLs to Loans	100,82	100,74	102,10	108,36	100,66	100,46	100,00	101,16	101,76	100,00	101,18	101,18	102,84	103,10	101,84	101,46
Provisions to Loans	0,02	0,06	0,00	6,33	0,31	-0,10	0,37	0,28	0,54	0,52	0,22	0,26	1,86	0,80	0,31	0,13

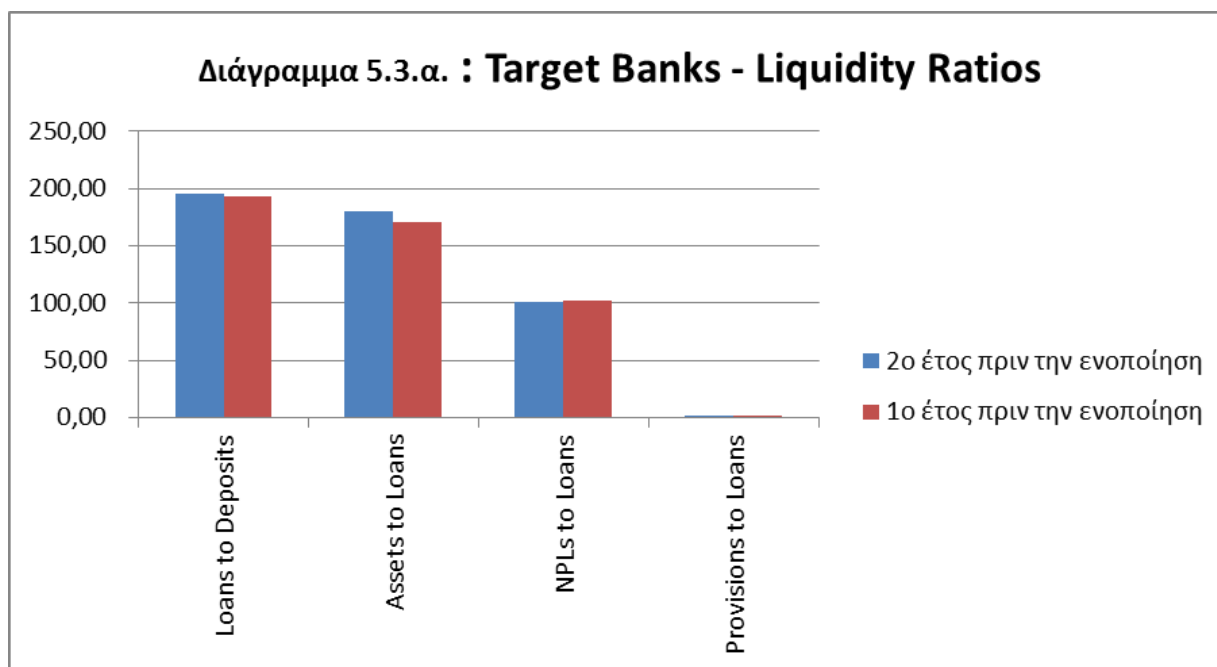
Από τον υπολογισμό των δεικτών ρευστότητας για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και συγκρίνοντας τις τιμές των δεικτών του δεύτερου έτους με τις αντίστοιχες τιμές του έτους ακριβώς πριν το έτος συγχώνευσης («έτος μηδέν»), παρατηρούμε ότι η πλειοψηφία των περιπτώσεων δεν παρουσιάζει κάποια σημαντική μεταβολή κατά το έτος ακριβώς πριν το «έτος μηδέν». Οι δείκτες ρευστότητας των περισσότερων τραπεζών του δείγματος παρουσιάζουν μια σχετικά σταθερή πορεία, Τέτοιο παράδειγμα αποτελεί ο δείκτης των μη-εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs-to-Loans), ο οποίος καθ' όλη τη διάρκεια των δύο ετών φαίνεται να κινείται σε σχετικά ίδια επίπεδα τιμών. Παρόλο αυτά, υπάρχουν τράπεζες-στόχοι στο δείγμα μας, οι οποίες εμφανίζουν κάποια μεταβολή κυρίως στους δείκτες δάνεια προς καταθέσεις (Loans-to-Deposits) και προβλέψεις προς δάνεια (Provisions-to-Loans). Από τις ευνοϊκότερες μεταβολές είναι η μεταβολή του δείκτη Loans-to-Deposits της ιταλικής τράπεζας "Istituto Mobiliare Italiano", ο οποίος εμφανίζει πτωτική πορεία, αφού από το 339,29% μειώθηκε στο 238,73% ένα χρόνο πριν την ενοποίηση. Παρόμοια περίπτωση αποτελεί και η τράπεζα "Foreningsbanken", της οποίας ο δείκτης Provisions-to-Loans φαίνεται να κινούνταν από το 1,86% στο 0,80%, κατά το έτος ακριβώς πριν το έτος της Σ&Ε.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν τράπεζες-στόχοι στο δείγμα μας, των οποίων οι δείκτες ρευστότητας εμφανίζουν τέτοια αποτελέσματα, τα οποία οδηγούν σε αρνητικά συμπεράσματα για την πορεία των τραπεζών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ελληνική τράπεζα "Ionian Bank", της οποίας οι δείκτες ενεργητικού προς δάνεια (Assets-to-Loans) και προβλέψεων προς δάνεια (Provisions-to-Loans) εμφανίζουν αντίθετα αποτελέσματα από τα επιθυμητά. Συγκεκριμένα, ο δείκτης Assets-to-Loans

κινήθηκε σε χαμηλότερα ποσοστά συγκριτικά με το προηγούμενο έτος, δηλαδή από το 407,63% στο 317,24%, το οποίο αποτελεί αρνητικό αποτέλεσμα για την τράπεζα. Αντίθετη πορεία με το δείκτη Assets-to-Loans αλλά επίσης αρνητικό αποτέλεσμα για την τράπεζα, παρουσιάζει και ο δείκτης Provisions -to-Loans, ο οποίος ακριβώς πριν το «έτος μηδέν», εμφάνισε ανοδική πορεία κινούμενος κατά μέσο όρο στο 6,33%.

Προκειμένου να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την πορεία των συγχωνευόμενων τραπεζών, ο πίνακας 5.3.α.2., και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.3.α., απεικονίζουν το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών όλων των τραπεζών τόσο για το δεύτερο έτος πριν τη Σ&Ε, όσο και για το έτος ακριβώς πριν το έτος ενοποίησης («έτος μηδέν»).

Πίνακας 5.3.α.2. : Target Banks		
Μ.Ο. Δεικτών Ρευστότητας πριν την ενοποίηση		
Μεγέθη σε ποσοστά %		
Δείκτες	2^ο έτος πριν την ενοποίηση	1^ο έτος πριν την ενοποίηση
Loans to Deposits	195,53	192,59
Assets to Loans	180,43	170,91
NPLs to Loans	101,40	102,06
Provisions to Loans	0,45	1,04



Από τον υπολογισμό των δεικτών ρευστότητας, λοιπόν, για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και συγκρίνοντας τις τιμές των δεικτών του δεύτερου έτους με τις αντίστοιχες τιμές του έτους ακριβώς πριν το «έτος μηδέν», παρατηρούμε ότι, τα αποτελέσματα της πορείας των τραπεζών είναι αντίθετα από τα επιθυμητά. Έτσι, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η συμμετοχή αυτών των τραπεζών-στόχων σε μια ενοποίηση αποσκοπούσε στην ενίσχυση της χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων τους και στην κάλυψη των υποχρεώσεών τους. Εκτός από την μικρή πτωτική πορεία που εμφανίζει ο δείκτης Loans-to-Deposits και αποτελεί θετική εικόνα για τις τράπεζες, οι υπόλοιποι δείκτες παρουσιάζουν αρνητική εικόνα. Η μείωση του δείκτη Assets-to-Loans αποτελεί αρνητικό αποτέλεσμα, αφού δηλώνει ότι οι τράπεζες κατακρατούν στο ενεργητικό τους μεγάλο αριθμό δανείων, δίνοντας ίσως την εξήγηση ότι οι πελάτες τους καθυστερούν να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Επιπλέον, η ανοδική πορεία του δείκτη Provisions -to-Loans δηλώνει είτε αύξηση των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια, είτε προβλήματα καθυστερήσεων πληρωμών ή αθέτησης δανείων. Πρέπει, βέβαια, να αναφέρουμε ότι, όλοι οι δείκτες παρουσιάζουν μικρή οριακή μεταβολή.

Για το δεύτερο σκέλος της μελέτης, δηλαδή για το κατά πόσο επηρεάζεται η πορεία μιας τράπεζας μετά την ολοκλήρωση μιας Σ&Ε, υπολογίσθηκαν αρχικά οι δείκτες ρευστότητας δύο ετών πριν την ενοποίηση για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και δύο ετών πριν και μετά την ενοποίηση για τις συγχωνεύουσες τράπεζες. Στη συνέχεια,

υπολογίσθηκαν οι μέσοι όροι των παραπάνω δεικτών, προκειμένου να εξετάσουμε κατά πόσο μια Σ&Ε μεταβάλλει την ήδη υπάρχουσα πορεία των τραπεζών.

Στους πίνακες 5.3.β.1 – 5.3.β.3. παρουσιάζονται οι μέσοι όροι των δεικτών για κάθε μια από τις οκτώ συγχωνευόμενες, συγχωνεύουσες και «νέες» τράπεζες αντίστοιχα του δείγματός μας. Στη συνέχεια, ακολουθούν τα αντίστοιχα διαγράμματα, ένα για κάθε δείκτη, όπου αναλύεται και η πορεία του.

Πίνακας 5.3.β.1. : Target Banks								
Μ.Ο. Δεικτών Ρευστότητας πριν την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Μεγέθη σε ποσοστά %								
Δείκτες	RealDanmark	Ionian Bank	Istituto Mobiliare Italiano	Banca Lombarda e Piemontese	Banco Atlantico	Gjensidige NOR	Foreningsbanken	Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario
Loans to Deposits	449,32	39,23	289,01	180,41	97,58	176,19	132,91	187,87
Assets to Loans	135,75	362,44	178,15	131,57	166,68	122,08	131,95	176,75
NPLs to Loans	100,78	105,23	100,56	100,58	100,88	101,18	102,97	101,65
Provisions to Loans	0,04	3,17	0,11	0,33	0,53	0,24	1,33	0,22

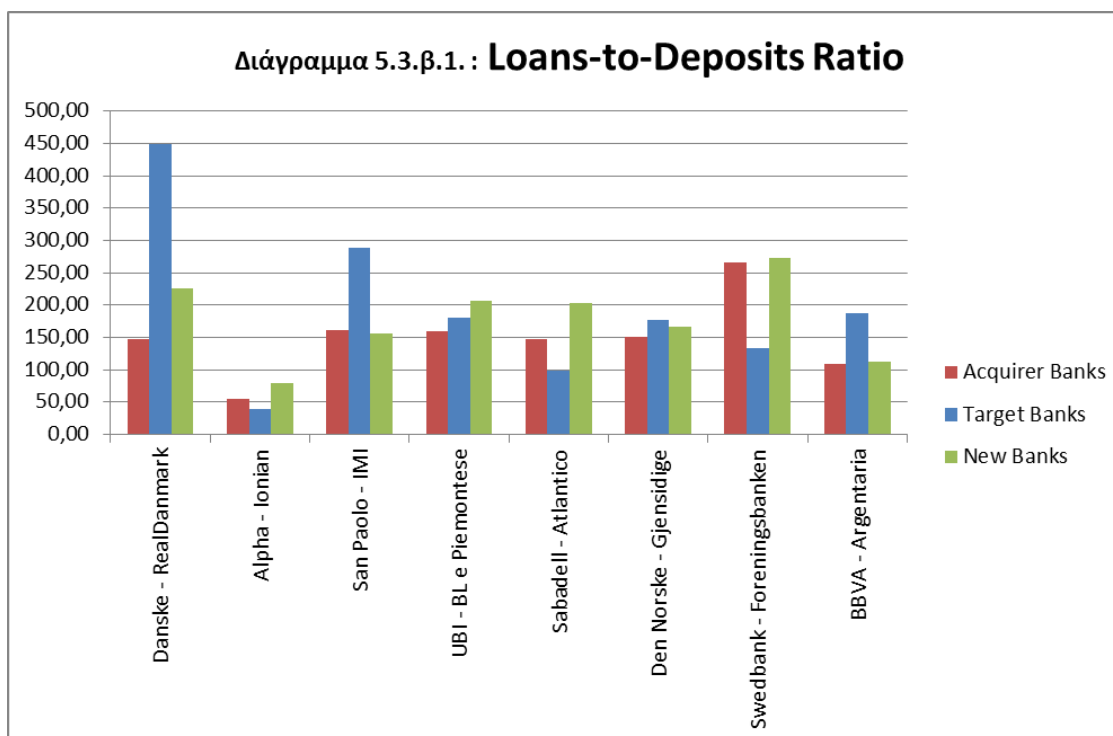
Πίνακας 5.3.β.2. : Acquirer Banks								
Μ.Ο. Δεικτών Ρευστότητας πριν την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Μεγέθη σε ποσοστά %								
Δείκτες	Danske Bank	Alpha Bank	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Unione di Banche Italiane	Banco de Sabadell	Den Norske Bank Holding	Swedbank	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Loans to Deposits	146,57	55,18	160,41	159,04	147,73	150,71	265,65	108,57
Assets to Loans	184,58	249,29	189,89	144,52	128,99	128,70	126,90	208,92
NPLs to Loans	102,81	101,33	103,46	100,96	101,70	101,36	102,23	102,88
Provisions to Loans	0,15	0,95	0,89	0,45	0,58	0,08	0,60	1,07

Πίνακας 5.3.β.3. : New Banks
Μ.Ο. Δεικτών Ρευστότητας μετά την ενοποίηση ανά τράπεζα

Μεγέθη σε ποσοστά %

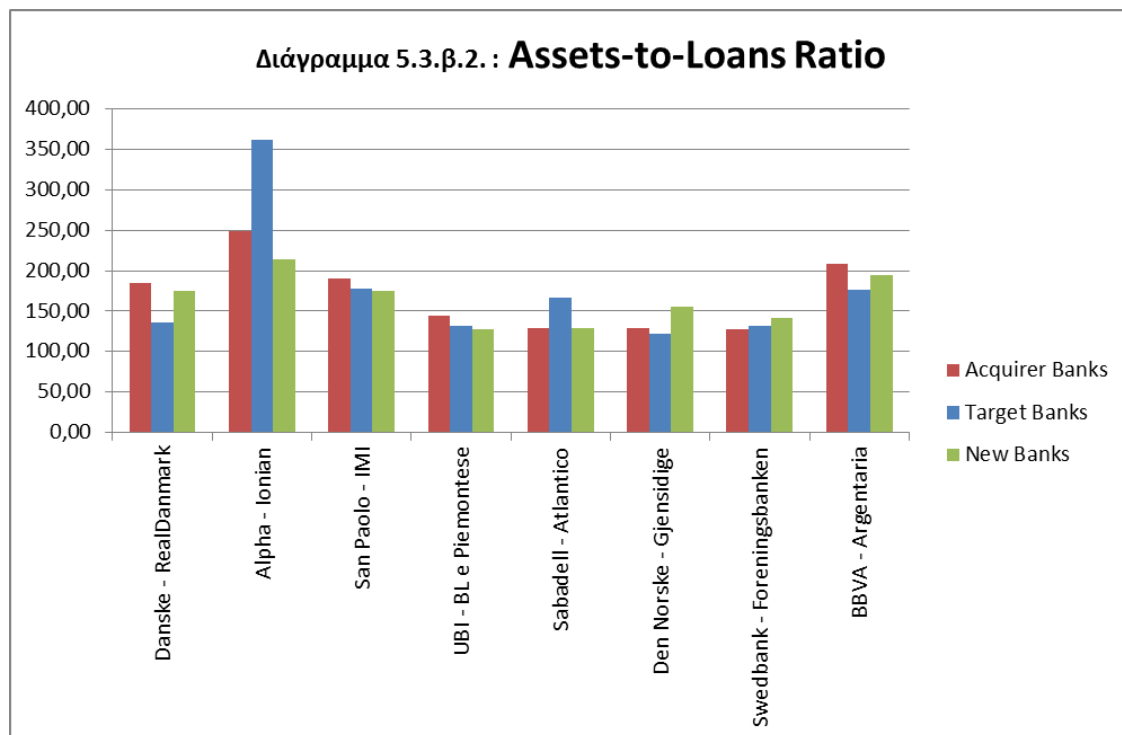
Δείκτες	Danske Bank	Alpha Bank	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Unione di Banche Italiane	Banco de Sabadell	Den Norske Bank Holding	Swedbank	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Loans to Deposits	226,17	79,53	156,73	207,30	203,31	166,41	272,95	112,80
Assets to Loans	175,52	214,04	175,52	127,66	128,51	155,74	141,84	194,65
NPLs to Loans	100,00	101,78	104,10	101,62	101,99	100,86	100,72	103,67
Provisions to Loans	0,17	0,61	0,32	0,47	0,40	0,01	0,15	1,26

Σχετικά με το δείκτη Loans-to-Deposits, ο οποίος δείχνει το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιούνται οι καταθέσεις από την τράπεζα, η πορεία του φαίνεται να μην επηρεάζεται θετικά από μια ενοποίηση. Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.3.β.1., το οποίο δείχνει για κάθε Σ&Ε, ποια ήταν, κατά μέσο όρο, η πορεία του δείκτη για τα δύο έτη πριν την Σ&Ε, και πώς μεταβλήθηκε εντός των δύο επόμενων ετών μετά την Σ&Ε, ο δείκτης κινήθηκε σε υψηλότερα επίπεδα απ' ό,τι κινούνταν μέχρι τότε.



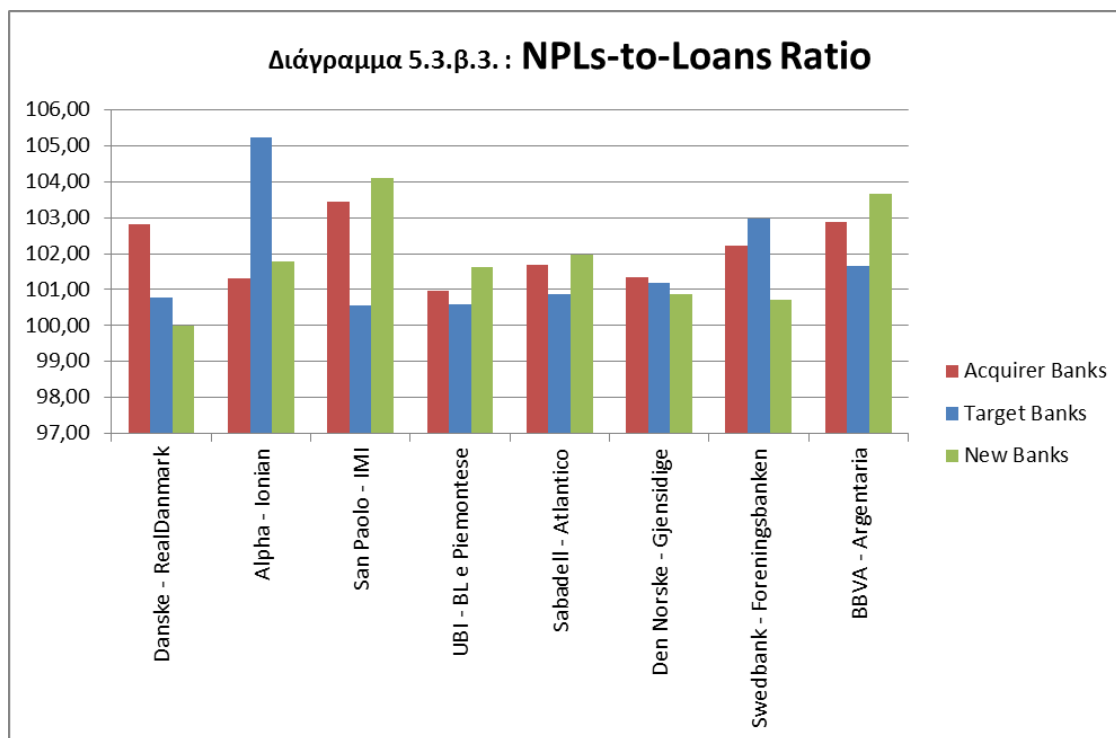
Μοναδική εξαίρεση αποτελεί η ισπανική τράπεζα “Istituto Bancario San Paolo di Torino”, η οποία διαμόρφωσε το δείκτη της στο 156,73% από 160,41% που ήταν πριν την Σ&Ε, παρόλο που η συγχωνευόμενη της “Istituto Mobiliare Italiano” κινούνταν στο 289,01%. Στις υπόλοιπες περιπτώσεις του δείγματος, ο δείκτης Loans-to-Deposits παρουσιάζει ανοδική πορεία, που σημαίνει ότι η μεταβολή των χορηγήσεων των νέων δανείων δεν ήταν ανάλογη της μεταβολής των καταθέσεών τους. Αυτό έχει αρνητική εξήγηση, παρουσιάζοντας τις αγοράστριες τράπεζες με μειωμένη ρευστότητα και μεγάλο αριθμό ανείσπρακτων δανείων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ισπανική τράπεζα “Banco de Sabadell” της οποίας ο δείκτης κινούνταν στο 147,73% και, μετά την ενοποίηση, διαμορφώθηκε στο 203,31%, παρόλο που και ο δείκτης της συγχωνευόμενης “Banco Atlantico” κινούνταν στο 97,58%. Υπάρχουν φυσικά και περιπτώσεις, όπως αυτή των δανέζικων τραπεζών, όπου ο δείκτης κινούνταν στο 146,57% για την “Danske Bank” και στο 449,32% για την “RealDanmark” και, μετά τη συγχώνευση, διαμορφώθηκε στο 226,17%, αποτέλεσμα αναμενόμενο και φυσιολογικό αλλά αρνητικό για την αγοράστρια “Danske Bank” αφού αύξησε το δείκτη της.

Σχετικά με το δείκτη ενεργητικού προς δάνεια (Assets-to-Loans) φαίνεται να παρουσιάζει λίγο πιο βελτιωμένη εικόνα από το δείκτη Loans-to-Deposits, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.3.β.2..



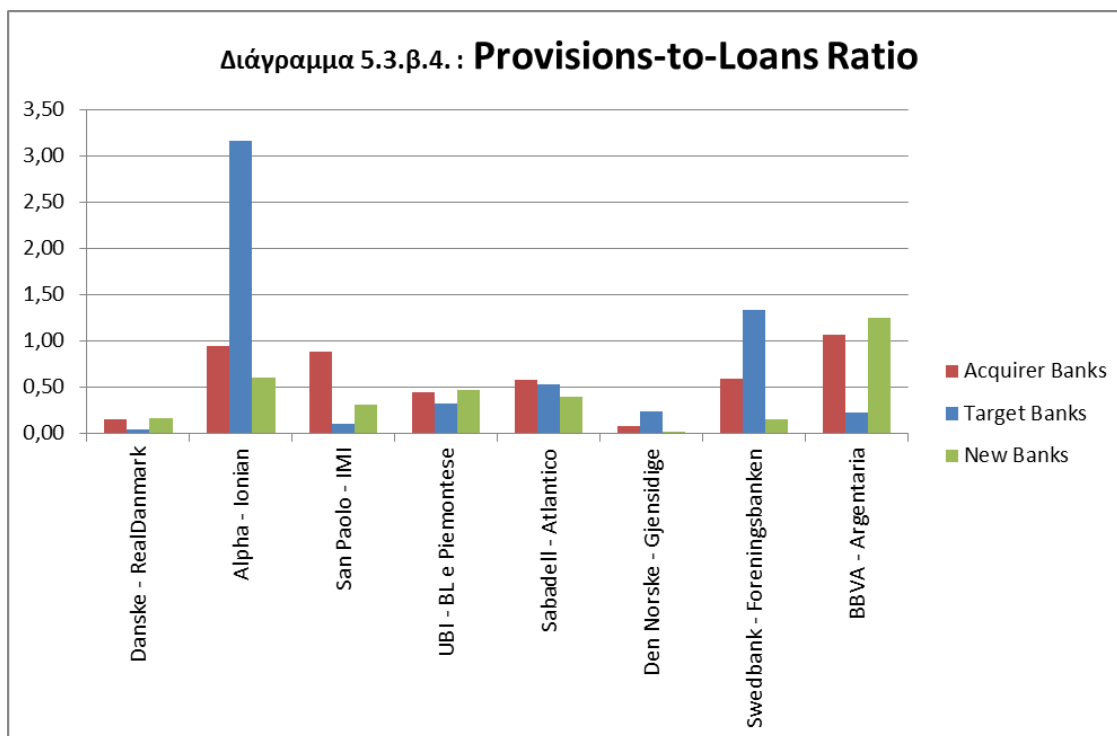
Πιο αναλυτικά, υπάρχουν περιπτώσεις, στις οποίες ο δείκτης για τις νεοϊδρυθείσες τράπεζες κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα απ' ό τι πριν την ενοποίηση, αλλά υπάρχουν και περιπτώσεις, στις οποίες η πορεία του δείκτη φαίνεται ανοδική. Οι πρώτες τράπεζες του δείγματός μας εμφανίζουν αρνητική εικόνα, αφού η διαδικασία της ενοποίησης προκάλεσε περαιτέρω μείωση του δείκτη Assets-to-Loans. Παράδειγμα τέτοιας περίπτωσης αποτελεί η ελληνική Σ&Ε, στην οποία ο δείκτης κινούνταν από 249,29% για την "Alpha Bank" και στο 362,44% για την "Ionian Bank" και, μετά την ολοκλήρωση της ενοποίησης, διαμορφώθηκε στο 214,04%. Αυτό σημαίνει ότι, τα χορηγούμενα δάνεια που ενοποίησε η συγχωνεύουσα τράπεζα αποτελούν πλέον μεγάλο μέρος των περιουσιακών της στοιχείων. Γεγονός που δείχνει ότι, η απαιτούμενη ρευστότητα της τράπεζας για τη χρηματοδότηση των στοιχείων του ενεργητικού της περιορίζεται, αφού τα δάνεια που περιμένει να εισπράξει από τους πελάτες της έχουν αυξηθεί. Αντίθετη εικόνα παρουσιάζουν οι υπόλοιπες αγοράστριες τράπεζες του δείγματός μας, οι οποίες παρουσιάζουν μια, έστω και μικρή, αύξηση του δείκτη τους, μετά την ενοποίηση. Τη θετικότερη εικόνα την παρουσιάζει η τράπεζα "Den Norske Bank Holding", η οποία κατάφερε μέσω της ενοποίησης να αυξήσει το δείκτη της από 128,70% σε 155,74%, παρά το γεγονός ότι η συγχωνευομένη της "Gjensidige NOR" κινούνταν ακόμα χαμηλότερα στο 122,08%.

Ο επόμενος δείκτης είναι ο δείκτης των μη-εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs-to-Loans), με τη βοήθεια του οποίου μελετάται η ποιότητα του ενεργητικού των δανειακών χαρτοφυλακίων της τράπεζας και διαπιστώνονται τυχόν προβλήματα. Βασική επιδίωξη των αγοραστριών τραπεζών είναι να επιτύχουν μείωση του δείκτη NPLs-to-Loans, το οποίο ερμηνεύεται ως μείωση των επισφαλών δανείων. Στις περιπτώσεις του δείγματός μας, όμως, η πλειοψηφία των τραπεζών φαίνεται να μην κατάφερε να πετύχει αυτό το στόχο, αφού οι δείκτες δεν παρουσιάζουν κάποια θετική μεταβολή. Αντίθετα, φαίνεται να αυξάνουν την αναλογία των μη-εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο των δανείων και, κατ' επέκταση, την πιθανότητα μεγαλύτερων απωλειών και δημιουργίας αρνητικού αποτελέσματος. Όπως φαίνεται και παρακάτω στο διάγραμμα 5.3.β.3., στις περισσότερες περιπτώσεις, η πορεία του δείκτη μετά τις Σ&Ε κινείται σε υψηλότερα επίπεδα, το οποίο σαφώς δεν αποτελεί και πολύ θετικό αποτέλεσμα για τις νεοϊδρυθείσες τράπεζες.



Χαρακτηριστικό παράδειγμα αύξησης δείκτη αποτελούν οι Σ&Ε, που έλαβαν χώρα στην Ιταλία (Istituto Bancario San Paolo di Torino - Istituto Mobiliare Italiano και Unione di Banche Italiane - Banca Lombarda e Piemontese), των οποίων οι δείκτες κινούνταν στο 103,46% και 100,96% αντίστοιχα και, μετά την ενοποίηση, διαμορφώθηκαν στο 104,10% και 101,62% αντίστοιχα. Παρά το γεγονός ότι, η αύξηση είναι μικρή, το γεγονός ότι ο δείκτης κινείται σε υψηλότερες τιμές απ' ότι κινούνταν πριν τη Σ&Ε, δηλώνει ότι μεγάλο μέρος των δανείων που ενοποίησαν οι νέες τράπεζες αποτελούνταν από μη-εξυπηρετούμενα δάνεια.

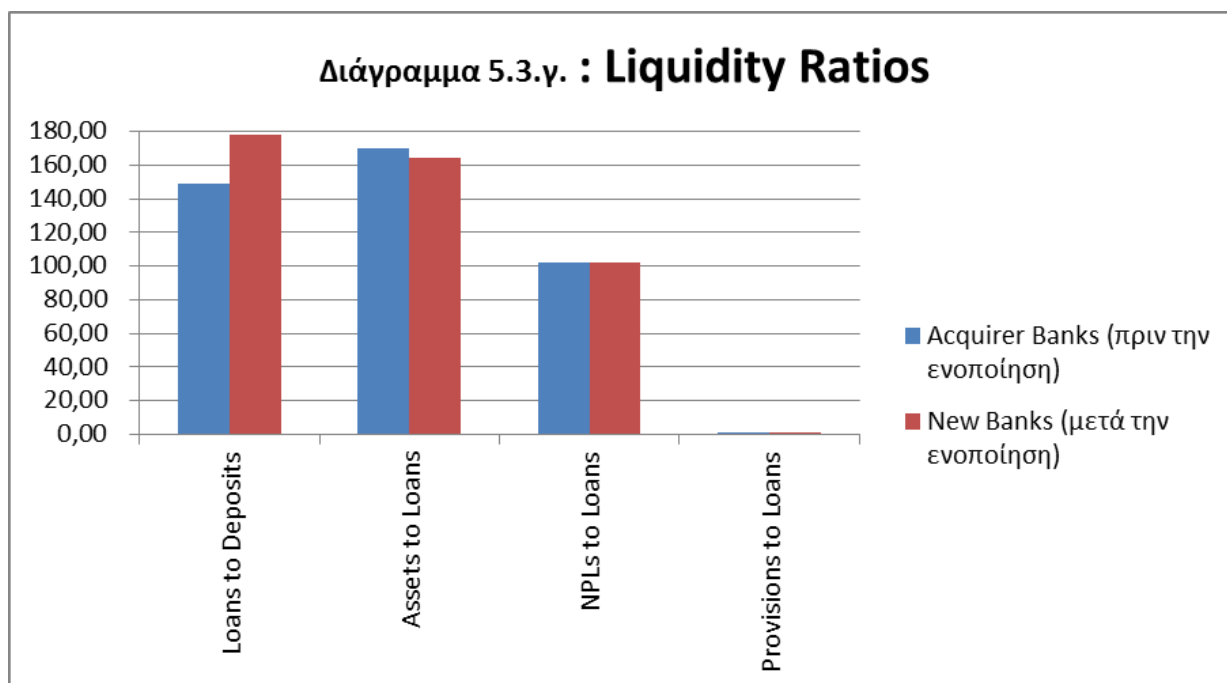
Παρόλο που ο δείκτης των μη-εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs-to-Loans) παρουσιάζει αρνητική εικόνα, το διάγραμμα 5.3.β.4. δείχνει ότι ο δείκτης των σωρευμένων προβλέψεων (Provisions-to-Loans) παρουσιάζει καθοδική τάση, γεγονός τουλάχιστον φαινομενικά θετικό για τις νέες τράπεζες.



Στην έρευνά μας, οι Σ&Ε των ελληνικών και σουηδικών τραπεζών αποτελούν τα καλύτερα παραδείγματα αγοραστριών τραπεζών, οι οποίες κατάφεραν να μειώσουν το δείκτη Provisions-to-Loans. Συγκεκριμένα, ο δείκτης της “Swedbank” κινούνταν στο 0,60%, της “Foreningsbanken” στο 1,33% και, μετά την ενοποίηση, στο 0,15%. Αυτό σημαίνει ότι, από το σύνολο των «καθαρών δανείων», τα οποία απεικονίζει στο ενεργητικό της η συγχωνεύουσα τράπεζα “Swedbank”, δεν αναμένονται απώλειες και καθυστερήσεις πληρωμών. Συνεπώς, τα αποτελέσματα χρήσεως δεν επιβαρύνονται με προβλέψεις για επισφαλή δάνεια, μειώνοντας το καθαρό της αποτέλεσμα.

Συνοψίζοντας, προκειμένου να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την πορεία των αγοραστριών τραπεζών, ο πίνακας 5.3.γ., και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.3.γ., απεικονίζουν το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών όλων των τραπεζών τόσο για τα έτη πριν, όσο και για τα έτη μετά τη Σ&Ε.

Πίνακας 5.2.γ. : Acquirer & New Banks		
Μ.Ο. Δεικτών Ρευστότητας πριν & μετά την ενοποίηση		
Μεγέθη σε ποσοστά %		
Δείκτες	Acquirer Banks (πριν την ενοποίηση)	New Banks (μετά την ενοποίηση)
Loans to Deposits	149,23	178,15
Assets to Loans	170,22	164,18
NPLs to Loans	102,09	101,84
Provisions to Loans	0,59	0,42



Ανακεφαλαιώνοντας την εικόνα των αριθμοδεικτών ρευστότητας καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, μια Σ&Ε δεν επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό θετικά τη βραχυχρόνια οικονομική θέση των τραπεζών. Παρόλο που ο δείκτης Provisions-to-Loans παρουσιάζει καθοδική πορεία, αποτέλεσμα τουλάχιστον εκ πρώτης οριακά θετικό για τις αγοράστριες τράπεζες, η υπόλοιπη συνολική εικόνα της ρευστότητας των τραπεζών τείνει αρνητική. Με άλλα λόγια, οι τράπεζες, μέσω των ενοποιήσεων, φαίνεται να αυξάνουν το μέγεθος των δανείων που έχουν χορηγήσει σε πελάτες τους, τα οποία

αποτελούν όλο και μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών τους στοιχείων. Αυτό συνδυάζεται με την ανοδική πορεία του δείκτη Loans-to-Deposits, ο οποίος δηλώνει μειωμένη ρευστότητα. Συνεπώς, οι τράπεζες φαίνεται να μην μπορούν άμεσα να εξασφαλίσουν την απαιτούμενη ρευστότητα για την κάλυψη των αναγκών τους. Επιπλέον, σημαντικό μέρος αυτών των δανείων χαρακτηρίζεται ως μη-εξυπηρετούμενα δάνεια, αφού οι τράπεζες εκτιμούν ότι δεν πρόκειται να αποπληρωθούν και να δημιουργήσουν έσοδο για αυτές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι τράπεζες να αντιμετωπίζουν καθυστερήσεις πληρωμών δόσεων ή μη-είσπραξη αυτών των δανείων.

5.4. Αποτελέσματα Επενδυτικών Αριθμοδεικτών

Για τον υπολογισμό των επενδυτικών αριθμοδεικτών χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία των πιστωτικών ιδρυμάτων εκτός ισολογισμού και αποτελεσμάτων χρήσεως. Τα στοιχεία αυτά ήταν η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή των τραπεζών, η λογιστική τους αξία και τα κέρδη ανά μετοχή.

Για το πρώτο σκέλος της μελέτης, δηλαδή για το κατά πόσο η πορεία μιας τράπεζας-στόχου σχετίζεται με το γεγονός μιας Σ&Ε, υπολογίσθηκαν αρχικά οι επενδυτικοί δείκτες των συγχωνευόμενων τραπεζών του δείγματος για τα δύο έτη πριν την ενοποίηση. Στη συνέχεια, εξετάσαμε εάν και κατά πόσο η μέχρι τότε θετική ή αρνητική πορεία των δεικτών σχετίζεται με το γεγονός της Σ&Ε.

Ο πίνακας 5.4.α.1. απεικονίζει αρχικά τους δείκτες αυτούς για κάθε μια από τις οκτώ συγχωνευόμενες τράπεζες του δείγματός μας.

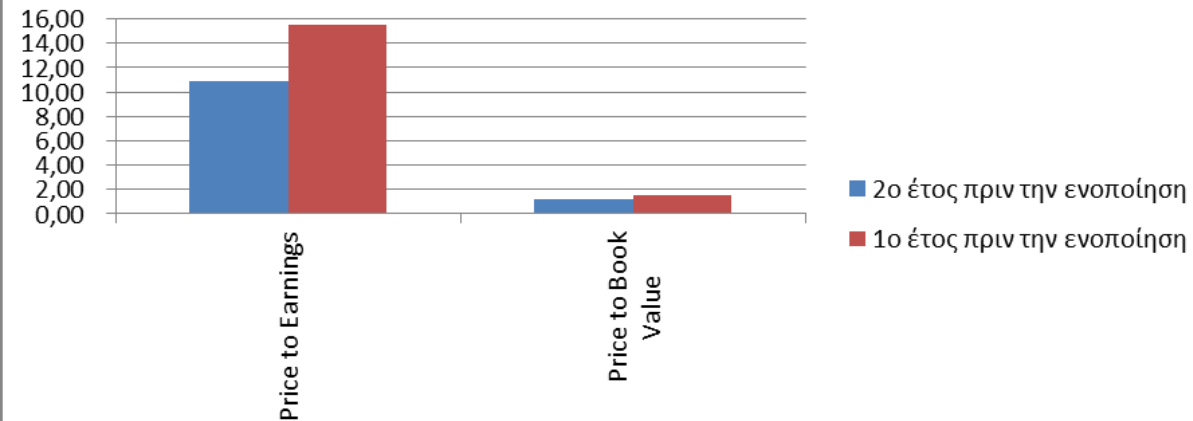
Πίνακας 5.4.α.1. : Target Banks																								
Επενδυτικοί Δείκτες πριν την ενοποίηση																								
Δείκτες	RealDanmark			Ionian Bank			Istituto Mobiliare Italiano			Banca Lombarda e Piemontese			Banco Atlantico			Gjensidige NOR			Foreningsbanken			Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario		
	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ
Price to Earnings	7,40	11,10		0,78	-0,05		11,73	16,88		15,61	16,22		11,57	35,69		11,11	13,16		4,82	8,75		24,58	22,17	
Price to Book Value	0,76	0,84		0,00	0,02		1,17	1,63		1,54	1,74		1,07	2,51		1,51	1,22		0,92	1,48		3,10	2,94	

Από τον υπολογισμό των επενδυτικών δεικτών για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και συγκρίνοντας τις τιμές των δεικτών του δεύτερου έτους με τις αντίστοιχες τιμές του έτους ακριβώς πριν το έτος συγχώνευσης («έτος μηδέν»), παρατηρούμε ότι, η πορεία σχεδόν όλων των συγχωνευόμενων τραπεζών του δείγματος παρουσιάζεται θετική, αφού οι δείκτες εμφανίζουν ανοδική πορεία. Η πορεία της ισπανικής τράπεζας “Banco Atlantico” αποτελεί παράδειγμα τέτοιας περίπτωσης. Ο δείκτης της «τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή» (P/E) παρουσιάζει από τις μεγαλύτερες ανόδους του δείγματός μας, αφού κινούνταν στο 11,57% και, ένα χρόνο πριν την ενοποίηση, ανέβηκε στο 35,69%. Όμοια πορεία είχε και ο δείκτης της «τιμή μετοχής προς λογιστική αξία μετοχής» (P/BV), ο οποίος από 1,07% κινήθηκε στο 2,51%. Υπάρχουν, βέβαια, και ορισμένες περιπτώσεις τραπεζών, οι οποίες δεν επηρεάσθηκαν και πολύ θετικά από την ανακοίνωση μιας επερχόμενης Σ&Ε. Τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η επίσης ισπανική τράπεζα της έρευνάς μας, η “Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario”. Ακριβώς πριν το «έτος μηδέν», οι δείκτες της παρουσίαζαν καθοδική πορεία, με το δείκτη P/E να διαμορφώνεται στο 22,17% από 24,58% και το δείκτη P/BV να διαμορφώνεται στο 2,94% από 3,10%.

Προκειμένου να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την πορεία των συγχωνευόμενων τραπεζών, ο πίνακας 5.4.α.2., και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.4.α., απεικονίζουν το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών όλων των τραπεζών τόσο για το δεύτερο έτος πριν τη Σ&Ε, όσο και για το έτος ακριβώς πριν το έτος ενοποίησης («έτος μηδέν»).

Πίνακας 5.4.α.2. : Target Banks		
Μ.Ο. Επενδυτικών Δεικτών πριν την ενοποίηση		
Δείκτες	2^ο έτος πριν την ενοποίηση	1^ο έτος πριν την ενοποίηση
Price to Earnings	10,95	15,49
Price to Book Value	1,26	1,55

Διάγραμμα 5.4.α. : Target Banks - Investment Ratios



Από τον υπολογισμό των επενδυτικών δεικτών, λοιπόν, για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και συγκρίνοντας τις τιμές των δεικτών του δεύτερου έτους με τις αντίστοιχες τιμές του έτους ακριβώς πριν το έτος συγχώνευσης («έτος μηδέν»), παρατηρούμε ότι, η πορεία των τραπεζών κινείται ανοδικά, το οποίο αποτελεί θετικό γενικά αποτέλεσμα. Η ανοδική πορεία τόσο του δείκτη P/E όσο και του δείκτη P/BV δηλώνει την προσδοκία των επενδυτών για μελλοντική αύξηση των αποδόσεών τους, πιστεύοντας στην ικανότητα των εν λόγω τραπεζών να πραγματοποιήσουν κέρδη. Γενικά, μια ανοδική πορεία των δεικτών μπορεί να δηλώνει και την προοπτική της εξαγοράς. Παρόλο αυτά, πρέπει να αναφέρουμε ότι, ειδικά στην περίπτωση των επενδυτικών δεικτών τα αποτελέσματα μπορούν να ερμηνευθούν ποικιλοτρόπως. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, σαφώς μια άνοδος των δεικτών P/E και P/BV αποτελεί θετική εικόνα, αλλά μια «υπερτιμημένη» τράπεζα δεν σημαίνει απαραίτητα ότι θα έχει και θετικές μακροπρόθεσμες προοπτικές στον τραπεζικό κλάδο. Έτσι μπορούμε να υποθέσουμε ότι, η συμμετοχή αυτών των τραπεζών-στόχων σε μια ενοποίηση αποσκοπούσε στην περαιτέρω εδραίωσή τους στον τραπεζικό κλάδο και στην ισχυροποίηση των συνολικών τους κεφαλαίων.

Για το δεύτερο σκέλος της μελέτης, δηλαδή για το κατά πόσο επηρεάζεται η πορεία μιας τράπεζας μετά την ολοκλήρωση μιας Σ&Ε, υπολογίσθηκαν αρχικά οι επενδυτικοί δείκτες δύο ετών πριν την ενοποίηση για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και δύο ετών πριν και μετά την ενοποίηση για τις συγχωνεύουσες τράπεζες. Στη συνέχεια, υπολογίσθηκαν οι μέσοι όροι αυτών των δεικτών, προκειμένου να εξετάσουμε κατά πόσο μια Σ&Ε μεταβάλλει την ήδη υπάρχουσα πορεία των τραπεζών.

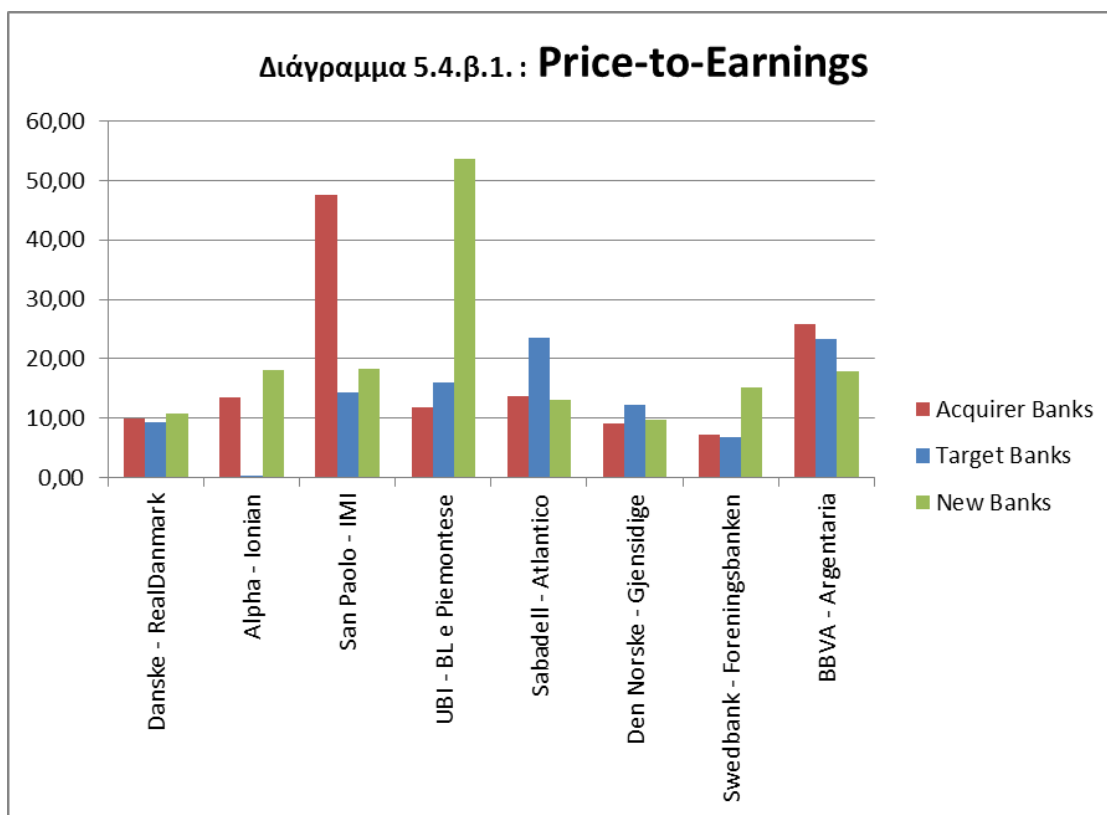
Στους πίνακες 5.4.β.1 – 5.4.β.2. παρουσιάζονται οι μέσοι όροι των δεικτών για κάθε μια από τις οκτώ συγχωνευόμενες, συγχωνεύουσες και «νέες» τράπεζες αντίστοιχα του δείγματός μας. Στη συνέχεια, ακολουθούν τα αντίστοιχα διαγράμματα, ένα για κάθε δείκτη, όπου αναλύεται και η πορεία του.

Πίνακας 5.4.β.1. : Target Banks								
Μ.Ο. Επενδυτικών Δεικτών πριν την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Δείκτες	RealDanmark	Ionian Bank	Istituto Mobiliare Italiano	Banca Lombarda e Piemontese	Banco Atlantico	Gjensidige NOR	Foreningsbanken	Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario
Price to Earnings	9,25	0,37	14,31	15,92	23,63	12,14	6,79	23,38
Price to Book Value	0,80	0,01	1,40	1,64	1,79	1,37	1,20	3,02

Πίνακας 5.4.β.2. : Acquirer Banks								
Μ.Ο. Επενδυτικών Δεικτών πριν την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Δείκτες	Danske Bank	Alpha Bank	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Unione di Banche Italiane	Banco de Sabadell	Den Norske Bank Holding	Swedbank	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Price to Earnings	9,99	13,48	47,58	11,74	13,72	9,20	7,29	25,76
Price to Book Value	1,40	3,47	1,10	1,30	1,34	1,14	1,39	3,67

Πίνακας 5.4.β.3. : New Banks								
Μ.Ο. Επενδυτικών Δεικτών μετά την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Δείκτες	Danske Bank	Alpha Bank	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Unione di Banche Italiane	Banco de Sabadell	Den Norske Bank Holding	Swedbank	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Price to Earnings	10,68	18,13	18,23	53,66	13,05	9,77	15,19	17,83
Price to Book Value	1,57	3,10	2,95	0,81	2,21	1,66	2,35	2,09

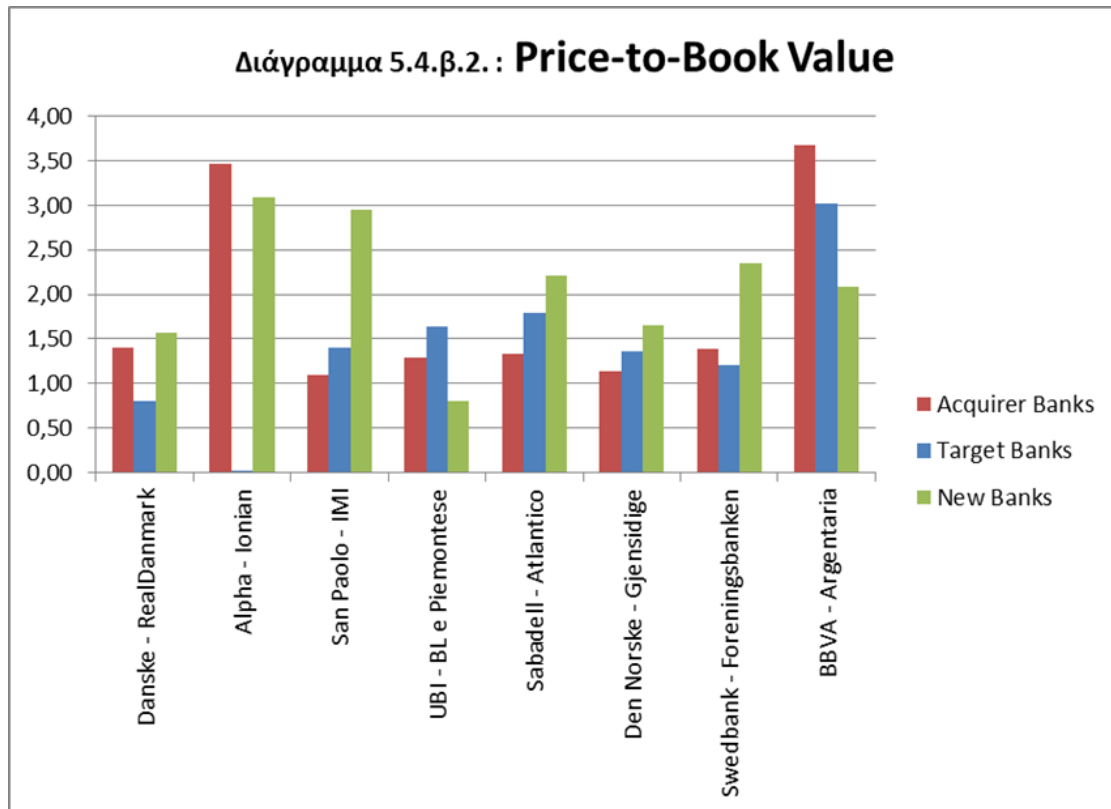
Το διάγραμμα 5.4.β.1. απεικονίζει, για κάθε μια από τις οκτώ Σ&Ε, ποια ήταν, κατά μέσο όρο, η πορεία του δείκτη τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) για τα δύο έτη πριν την Σ&Ε, και πώς μεταβλήθηκε εντός των δύο επόμενων ετών μετά το έτος ολοκλήρωσης της Σ&Ε.



Παρατηρώντας στο διάγραμμα την πορεία του δείκτη P/E των αγοραστριών τραπεζών μετά την ολοκλήρωση των ενοποιήσεων, διαπιστώνουμε ότι τα αποτελέσματα είναι συγκεχυμένα. Βασικός στόχος των τραπεζών είναι η αύξηση του δείκτη, η οποία συνεπάγεται με τη βελτίωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εν λόγω τραπεζών. Υπάρχουν περιπτώσεις στο δείγμα μας, οι οποίες μέσω των Σ&Ε καταφέρνουν να πραγματοποιήσουν αυτό τους το στόχο. Παράδειγμα αποτελεί η συγχώνευση των τραπεζών “Danske Bank” και “RealDanmark”, με την οποία προκλήθηκε αύξηση του δείκτη της αγοράστριας τράπεζας από το 9,99% στο 10,68%. Αυτό σημαίνει ότι, η ζήτηση των επενδυτών για τις μετοχές της “Danske Bank” αυξήθηκε, με τους επενδυτές να προσδοκούν μελλοντική επίσης αύξηση των αποδόσεών τους, ελπίζοντας σε μελλοντική ικανότητα της τράπεζας να παράγει κέρδη. Παράδειγμα απότομης αύξησης του δείκτη P/E αποτελεί η ιταλική τράπεζα “Unione di Banche Italiane”, η οποία μετά την ολοκλήρωση της ενοποίησής της με την “Banca Lombarda e Piemontese” διαμόρφωσε ένα δείκτη P/E στο 53,66% από το 11,74% που κινούνταν πριν. Από τις οικονομικές της καταστάσεις προκύπτει ότι, η αύξηση αυτή οφείλεται σε μείωση των κερδών της ανά μετοχή. Η απότομη αυτή αύξηση μπορεί, αρχικά, να δημιουργεί την εντύπωση για χαμηλότερες αποδόσεις στο μέλλον, παρόλο αυτά, δεν είναι κατ’ ανάγκη

αρνητική, γιατί ενδεχομένως κάποιες τράπεζες να «δικαιούνται» να έχουν μεγαλύτερη αποτίμηση λόγω των προσδοκιών που συγκεντρώνουν για το μέλλον.^{34 35}

Στις περισσότερες περιπτώσεις της έρευνάς μας, η πορεία του δείκτη τιμή μετοχής προς λογιστική αξία μετοχής (P/BV) παρουσιάζει τα ίδια αποτελέσματα με το δείκτη P/E. Πρέπει να επισημάνουμε ότι, οι προσδοκίες των αγοραστριών τραπεζών για την πορεία του δείκτη P/BV είναι παρόμοιες με του δείκτη P/E, που σημαίνει ότι, οι τράπεζες ελπίζουν σε μελλοντική αύξηση του δείκτη, το οποίο θα αποτελεί ένδειξη ισχυροποίησης της θέσης τους στον τραπεζικό κλάδο. Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.4.β.2., τα αποτελέσματα του δείκτη, μετά την ολοκλήρωση των ενοποιήσεων, παρουσιάζουν παρόμοια εικόνα με αυτά του δείκτη P/E.



Περίπτωση αύξησης του δείκτη αποτελεί η ισπανική τράπεζα “Banco de Sabadell”, η οποία, μετά την ολοκλήρωση της Σ&Ε, διαμόρφωσε το δείκτη της στο 2,21% από το 1,34% στο οποίο κινούνταν πριν. Εάν παρατηρήσουμε και την πορεία του δείκτη της

³⁴ www.capital.gr

³⁵ www.euro2day.gr

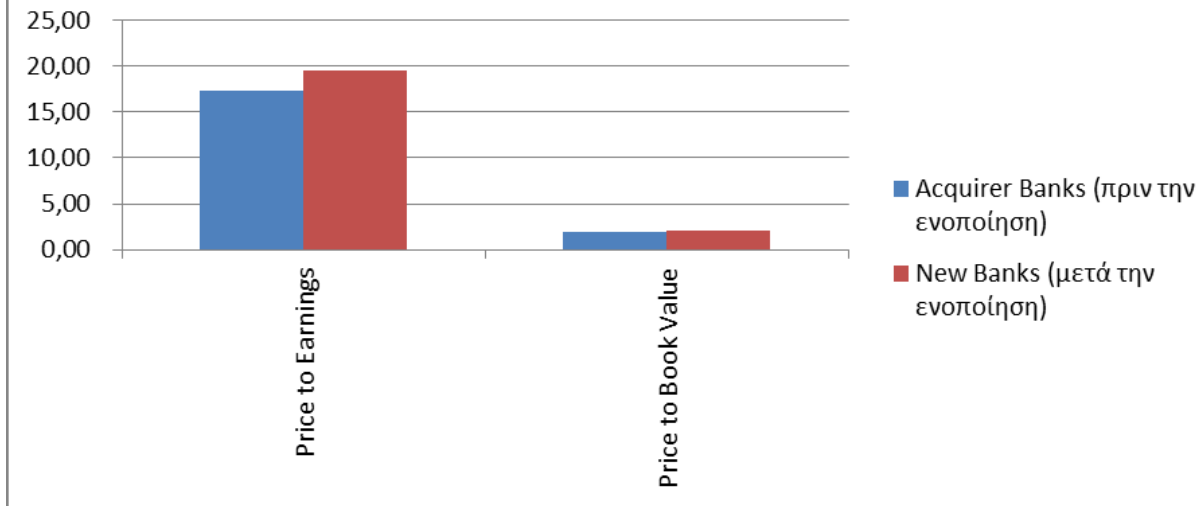
P/E, συμπεραίνουμε ότι, ως αγοράστρια τράπεζα κατάφερε να βελτιώσει την επενδυτική της εικόνα και να κερδίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών της. Η αύξηση του δείκτη P/BV σημαίνει ότι, το επενδυτικό της κοινό θεωρεί ότι η τράπεζα αξίζει, χαρακτηρίζοντας τις μετοχές της ως «υπερτιμημένες» και την απόδοση των συνολικών της κεφαλαίων ως «υψηλή». Αντίθετα αποτελέσματα από την παραπάνω περίπτωση εμφανίζει η επίσης ισπανική τράπεζα “Banco Bilbao Vizcaya Argentaria”. Ο δείκτης της τράπεζας κινήθηκε πτωτικά μετά την ολοκλήρωση της ενοποίησης, από το 3,67% στο 2,09% κατά μέσο όρο, και σε συνδυασμό με την επίσης πτωτική τάση του δείκτη P/E, η μετοχή της τράπεζας εμφανίζεται, εκ πρώτης, «υποτιμημένη». Σύμφωνα, όμως, και με έρευνα των Fama & French, μια μετοχή με χαμηλή τιμή δείκτη P/BV δεν αποτελεί οπωσδήποτε αρνητικό αποτέλεσμα, αφού υπάρχουν παραδείγματα μετοχών με χαμηλό δείκτη οι οποίες εμφάνισαν μεγαλύτερες αποδόσεις από μετοχές με υψηλότερο δείκτη.³⁶ Πρέπει βέβαια να επισημάνουμε ότι, σε περίπτωση όπου αυτό συμβαίνει μακροχρόνια, τότε υπάρχει κάποιο θεμελιώδες πρόβλημα με την αντίστοιχη τράπεζα.

Ανακεφαλαιώνοντας, προκειμένου να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την πορεία των αγοραστριών τραπεζών, ο πίνακας 5.4.γ., και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.4.γ., απεικονίζουν το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών όλων των τραπεζών τόσο για τα έτη πριν, όσο και για τα έτη μετά τη Σ&Ε.

Πίνακας 5.4.γ. : Acquirer & New Banks		
Μ.Ο. Επενδυτικών Δεικτών πριν & μετά την ενοποίηση		
Δείκτες	Acquirer Banks (πριν την ενοποίηση)	New Banks (μετά την ενοποίηση)
Price to Earnings	17,34	19,56
Price to Book Value	1,85	2,09

³⁶ Fama E.F. & French K.R. (1998), «Value versus growth: The international evidence», The Journal of Finance

Διάγραμμα 5.4.γ. : Investment Ratios



Ανακεφαλαιώνοντας την εικόνα των επενδυτικών αριθμοδεικτών, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι, μια Σ&Ε μπορεί να προκαλέσει ανοδική πορεία των δεικτών. Παρόλο αυτά, πρέπει να αναφέρουμε ότι, ειδικά στην περίπτωση των επενδυτικών δεικτών τα αποτελέσματα μπορούν να ερμηνευθούν ποικιλοτρόπως. Από μόνη της μια «υπερτιμημένη» ή «υποτιμημένη» μετοχή δεν μπορεί να μας δώσει με βεβαιότητα μια ολοκληρωμένη εικόνα των μακροπρόθεσμων προοπτικών των πιστωτικών ιδρυμάτων στον τραπεζικό κλάδο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, σαφώς μια άνοδος των δεικτών P/E και P/BV αποτελεί θετική εικόνα, αλλά δεν μπορούμε να εκφραστούμε με βεβαιότητα για το τι πιστεύουν οι επενδυτές για την επίδοση της τράπεζας και για το ποιες είναι οι μελλοντικές προοπτικές της. Η διαμόρφωση μιας πιο ολοκληρωμένης εικόνας για τους επενδυτικούς δείκτες θα μπορούσε, ίσως, να προκύψει από τη μελέτη της πορείας των δεικτών για περισσότερα έτη ή, ακόμα καλύτερα, από τη σύγκρισή τους και με άλλους επενδυτικούς δείκτες όπως ο δείκτης PEG (ο δείκτης P/E προς τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των κερδών), ο δείκτης κεφαλαιοποίησης ή ακόμα και κάποιος δείκτης όπως αυτός της μερισματικής απόδοσης.

5.5. Αποτελέσματα Αριθμοδεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης

Για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών χρηματοοικονομικής μόχλευσης χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από τον ισολογισμό των τραπεζών και συγκεκριμένα το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων, το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων τους και το συνολικό χρέος που έχουν αναλάβει.

Για το πρώτο σκέλος της μελέτης, δηλαδή για το κατά πόσο η πορεία μιας τράπεζας-στόχου σχετίζεται με το γεγονός μιας Σ&Ε, υπολογίσθηκαν αρχικά οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης των συγχωνευόμενων τραπεζών του δείγματος για τα δύο έτη πριν την ενοποίηση. Στη συνέχεια, εξετάσαμε εάν και κατά πόσο η μέχρι τότε θετική ή αρνητική πορεία των δεικτών σχετίζεται με το γεγονός της Σ&Ε.

Ο πίνακας 5.5.α.1. απεικονίζει αρχικά τους δείκτες αυτούς για κάθε μια από τις οκτώ συγχωνευόμενες τράπεζες του δείγματός μας.

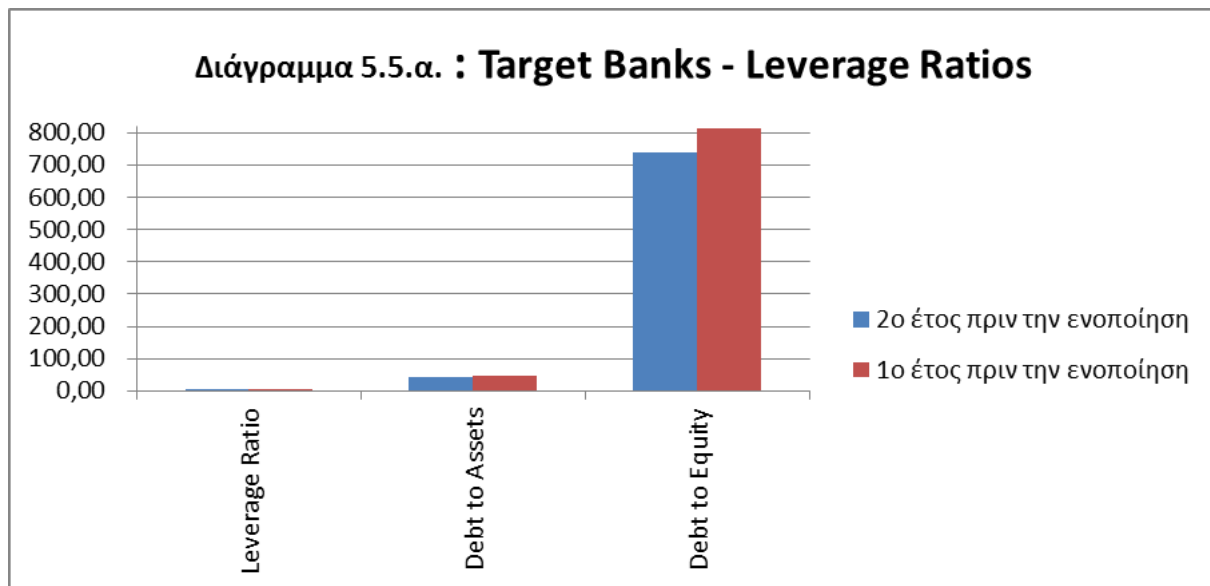
Πίνακας 5.5.α.1. : Target Banks																							
Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης πριν την ενοποίηση																							
Δείκτες	RealDanmark		Ionian Bank			Istituto Mobiliare Italiano			Banca Lombarda e Piemontese			Banco Atlantico			Gjensidige NOR			Foreningsbanken			Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario		
	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	2ο έτος πριν	1ο έτος πριν	ΕΤΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ			
	Μεγέθη σε ποσοτά %																						
Leverage Ratio	4,48	4,50	4,32	3,70		8,66	8,81		7,07	6,98		5,86	6,16		6,59	6,23		5,03	5,17		6,30	5,92	
Debt to Assets	75,04	76,37	5,54	27,16		64,31	57,47		44,04	46,43		29,51	27,68		42,86	40,03		33,96	33,16		57,53	61,15	
Debt to Equity	1.674,40	1.698,59	128,31	733,86		742,62	652,72		623,03	665,15		503,82	449,60		649,95	643,03		675,05	641,30		912,42	1.033,18	

Από τον υπολογισμό των δεικτών χρηματοοικονομικής μόχλευσης για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και συγκρίνοντας τις τιμές των δεικτών του δεύτερου έτους με τις αντίστοιχες τιμές του έτους ακριβώς πριν το έτος συγχώνευσης («έτος μηδέν»), παρατηρούμε ότι, υπάρχει μια σχεδόν σταθερή εικόνα στην πορεία των δεικτών. Εκτός από ορισμένες μεμονωμένες περιπτώσεις, στις οποίες παρατηρείται σημαντική μεταβολή στις τιμές των δεικτών, τα επίπεδα ανάληψης χρέους των τραπεζών φαίνεται να μην μεταβάλλονται σημαντικά. Ειδικά ο δείκτης μόχλευσης (Leverage Ratio) των συγχωνευόμενων τραπεζών φαίνεται σχεδόν αμετάβλητος, με την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων, τα οποία χρηματοδοτούνται από τα κεφάλαια των μετόχων τους, να παραμένει στα ίδια επίπεδα. Μια περίπτωση τράπεζας-στόχου, της οποίας οι δείκτες παρουσιάζουν αξιόλογη μεταβολή, είναι η ελληνική τράπεζα “Ionian

Bank”. Οι δείκτες της εμφανίζουν ανοδική τάση, αφού ακριβώς πριν το «έτος μηδέν», ο δείκτης χρέους προς ενεργητικό (Loans-to-Assets) διαμορφώθηκε στο 27,16% και ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (Loans-to-Equity) στο 733,86%, από 5,54% και 128,31% που κινούνταν αντίστοιχα το προηγούμενο έτος. Αυτό σημαίνει ότι, η πορεία της τράπεζας βαίνει αρνητική, αφού τα συνολικά της κέρδη αυξήθηκαν, δηλώνοντας ότι η τράπεζα εξαρτάται πλέον σε μεγαλύτερο βαθμό από το δανεισμό της.

Προκειμένου να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την πορεία των συγχωνευόμενων τραπεζών, ο πίνακας 5.5.α.2., και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.5.α., απεικονίζουν το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών όλων των τραπεζών τόσο για το δεύτερο έτος πριν τη Σ&Ε, όσο και για το έτος ακριβώς πριν το έτος ενοποίησης («έτος μηδέν»).

Πίνακας 5.5.α.2. : Target Banks		
Μ.Ο. Δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης πριν την ενοποίηση		
Μεγέθη σε ποσοστά %		
Δείκτες	2^ο έτος πριν την ενοποίηση	1^ο έτος πριν την ενοποίηση
Leverage Ratio	6,04	5,93
Debt to Assets	44,10	46,18
Debt to Equity	738,70	814,68



Από τον υπολογισμό των δεικτών χρηματοοικονομικής μόχλευσης, λοιπόν, για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και συγκρίνοντας τις τιμές των δεικτών του δεύτερου έτους με τις αντίστοιχες τιμές του έτους ακριβώς πριν το «έτος μηδέν», προκύπτει ότι, οι τράπεζες διατηρούν, σε γενικές γραμμές, μια σταθερή πορεία, με εξαίρεση το δείκτη Debt-to-Equity, ο οποίος παρουσιάζει ανοδική πορεία, δηλαδή αρνητικό αποτέλεσμα για τις τράπεζες. Γενικά, μπορούμε να πούμε ότι ο βαθμός χρηματοδότησης των συγχωνευόμενων τραπεζών με ξένα κεφάλαια δεν παρουσιάζει κάποια αξιοσημείωτη μεταβολή. Λαμβάνοντας υπόψη ότι, η χρηματοοικονομική μόχλευση των τραπεζών συσχετίζεται με τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν, μπορούμε να σημειώσουμε ότι, η διαδικασία ανάληψης χρέους των τραπεζών δεν μεταβάλλεται ούτε σχετίζεται με το γεγονός της συμμετοχής αυτών των τραπεζών-στόχων σε μια ενοποίηση.

Για το δεύτερο σκέλος της μελέτης, δηλαδή για το κατά πόσο επηρεάζεται η πορεία μιας τράπεζας μετά την ολοκλήρωση μιας Σ&Ε, υπολογίσθηκαν αρχικά οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης δύο ετών πριν την ενοποίηση για τις συγχωνευόμενες τράπεζες και δύο ετών πριν και μετά την ενοποίηση για τις συγχωνεύουσες τράπεζες. Στη συνέχεια, υπολογίσθηκαν οι μέσοι όροι των παραπάνω δεικτών, προκειμένου να εξετάσουμε κατά πόσο μια Σ&Ε μεταβάλλει την ήδη υπάρχουσα πορεία των αγοραστριών τραπεζών.

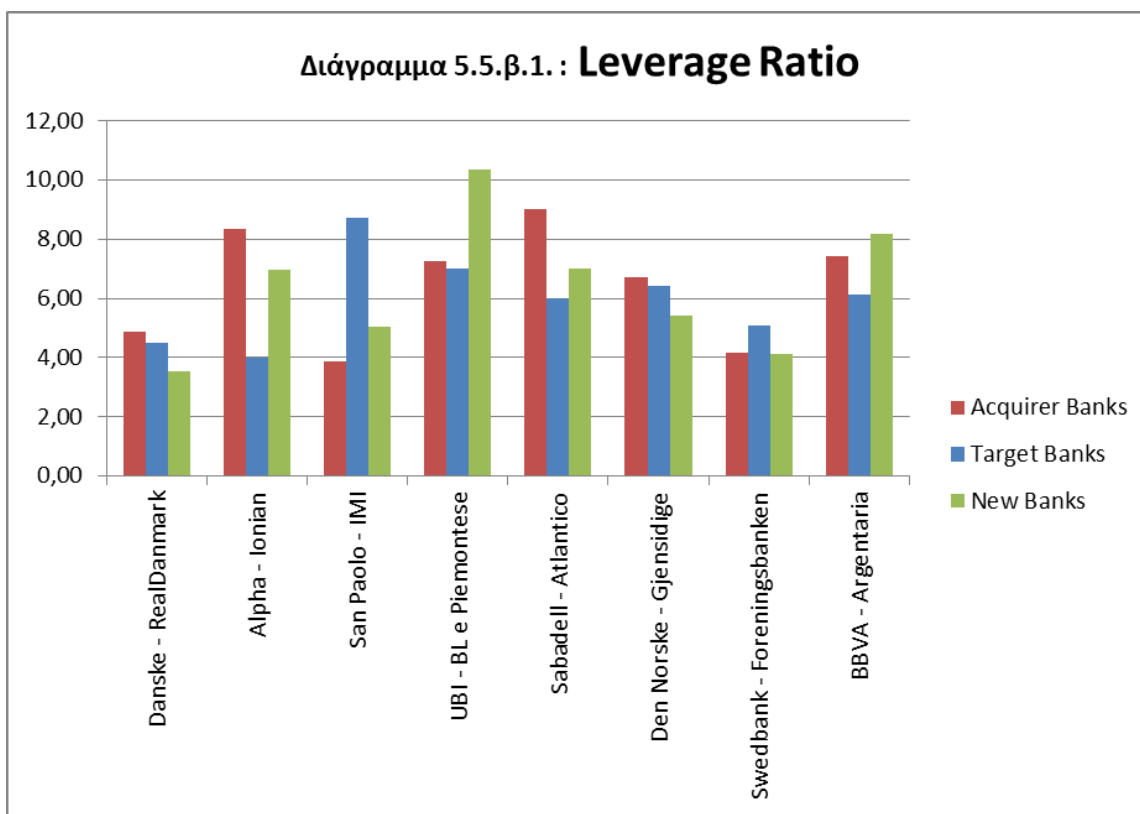
Στους πίνακες 5.5.β.1. – 5.5.β.3. παρουσιάζονται οι μέσοι όροι των δεικτών για κάθε μια από τις οκτώ συγχωνευόμενες, συγχωνεύουσες και «νέες» τράπεζες αντίστοιχα του δείγματός μας. Στη συνέχεια, ακολουθούν τα αντίστοιχα διαγράμματα, ένα για κάθε δείκτη, όπου αναλύεται και η πορεία του.

Πίνακας 5.5.β.1. : Target Banks								
Μ.Ο. Δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης πριν την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Δείκτες	RealDanmark	Ionian Bank	Istituto Mobiliare Italiano	Banca Lombarda e Piemontese	Banco Atlantico	Gjensidige NOR	Foreningsbanken	Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario
Leverage Ratio	4,49	4,01	8,74	7,03	6,01	6,41	5,10	6,11
Debt to Assets	75,71	16,35	60,89	45,24	28,60	41,45	33,56	59,34
Debt to Equity	1.686,50	431,09	697,67	644,09	476,71	646,49	658,18	972,80

Πίνακας 5.5.β.2. : Acquirer Banks								
Μ.Ο. Δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης πριν την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Μεγέθη σε ποσοστά %								
Δείκτες	Danske Bank	Alpha Bank	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Unione di Banche Italiane	Banco de Sabadell	Den Norske Bank Holding	Swedbank	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Leverage Ratio	4,88	8,33	3,88	7,27	9,02	6,72	4,17	7,42
Debt to Assets	45,76	14,69	50,40	40,23	34,98	30,83	60,25	43,35
Debt to Equity	945,14	176,62	1.302,34	553,96	389,27	468,79	1.447,72	584,23

Πίνακας 5.5.β.3. : New Banks								
Μ.Ο. Δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης μετά την ενοποίηση ανά τράπεζα								
Μεγέθη σε ποσοστά %								
Δείκτες	Danske Bank	Alpha Bank	Istituto Bancario San Paolo di Torino	Unione di Banche Italiane	Banco de Sabadell	Den Norske Bank Holding	Swedbank	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Leverage Ratio	3,53	6,95	5,06	10,34	6,99	5,40	4,13	8,17
Debt to Assets	60,77	30,14	42,68	44,46	48,29	31,76	60,13	35,49
Debt to Equity	1.721,89	433,96	856,23	430,70	692,30	588,17	1.459,57	436,54

Ο πρώτος δείκτης που μελετήθηκε είναι ο αριθμοδείκτης μόχλευσης (Leverage Ratio), ο οποίος αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα μέτρα του χρηματοοικονομικού κινδύνου των τραπεζών, συγκρίνοντας το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων τους με το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων. Το παρακάτω διάγραμμα 5.5.β.1. απεικονίζει, για κάθε μια από τις οχτώ Σ&Ε, ποια ήταν, κατά μέσο όρο, η πορεία αυτού του δείκτη για τα δύο έτη πριν την Σ&Ε, και πώς μεταβλήθηκε εντός των δύο επόμενων ετών μετά το έτος ολοκλήρωσης της Σ&Ε.

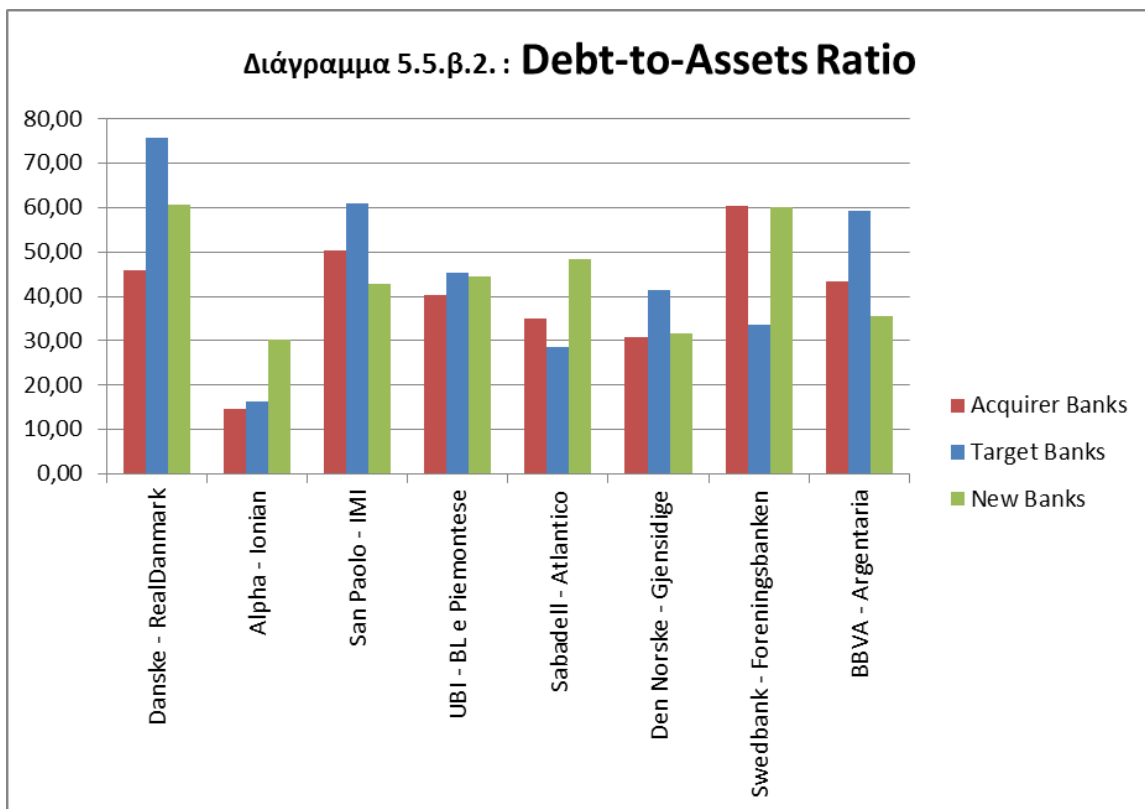


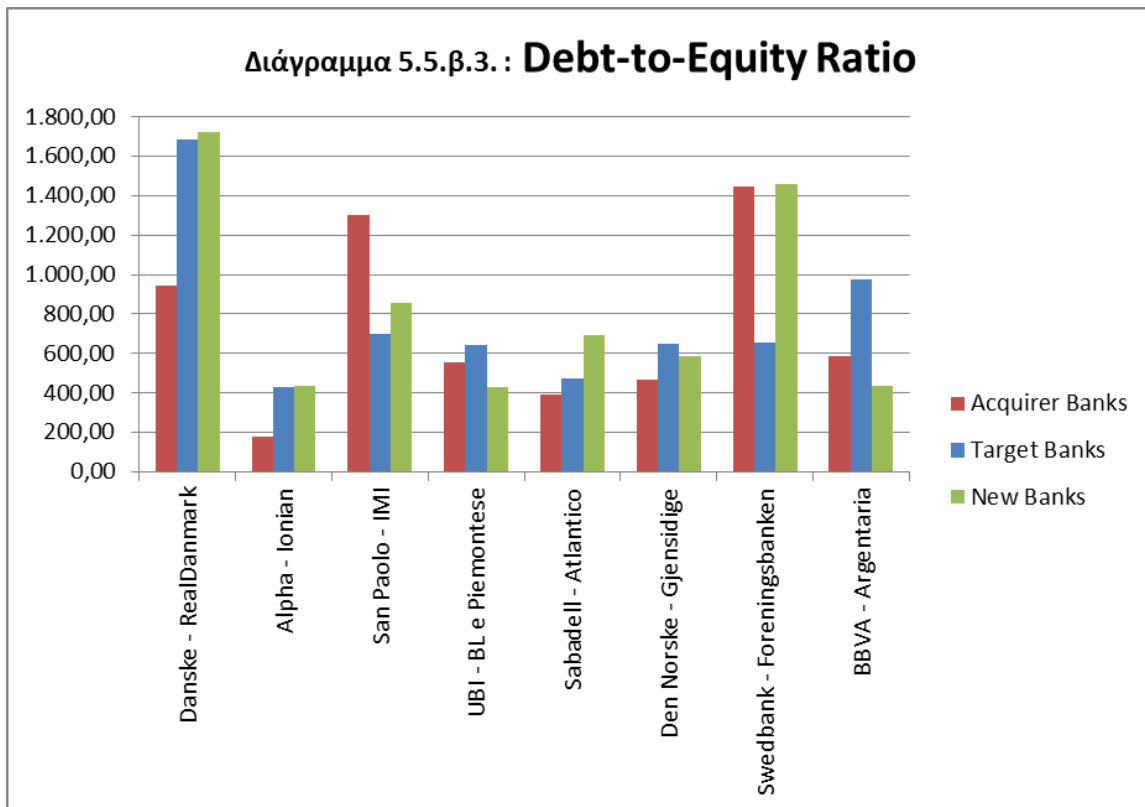
Όπως και σε προηγούμενους, έτσι και σε αυτόν το δείκτη, υπάρχουν περιπτώσεις, στις οποίες η μεταβολή του φαίνεται φυσιολογική, αφού λαμβάνει μια ενδεικτικά ενδιάμεση τιμή των μέχρι τότε τιμών του. Αυτό, βέβαια δεν αποτελεί πάντα θετικό αποτέλεσμα για την αγοράστρια τράπεζα, όπως στην περίπτωση των ελληνικών τραπεζών, όπου ο δείκτης, πριν τη συγχώνευση, κινούνταν στο 8,33% για την “Alpha Bank” και στο 4,01% για την “Ionian Bank” και, μετά τη συγχώνευση, διαμορφώθηκε στο 6,95%, λογικό αποτέλεσμα αλλά αρνητικό για την “Alpha Bank”. Μια περίπτωση ανόδου του δείκτη είναι η ενοποίηση της ισπανικής τράπεζας “Banco Bilbao Vizcaya Argentaria” με την “Argentaria Caja Postal y Banco Hipotecario”. Η αγοράστρια τράπεζα κατάφερε να βελτιώσει το δείκτη της, ο οποίος από 7,42% αυξήθηκε στο 8,17%, εμφανίζοντας υψηλά ποσοστά ιδίων κεφαλαίων, που σημαίνει ότι η ενοποίηση ενίσχυσε την οικονομική της δύναμη και προσέλκυσε επενδυτές για χρηματοδότηση.

Από την άλλη, υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες ο δείκτης κινείται σε χαμηλότερα επίπεδα απ’ ότι κινούνταν μέχρι τότε. Αυτό σημαίνει ότι, η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων των νεοϊδρυθθεισών τραπεζών δεν ήταν ανάλογη της μεταβολής του ενεργητικού τους. Η ενοποίηση των νορβηγικών τραπεζών (Den Norske Bank Holding –

Gjensidige NOR) αποτελεί τέτοια περίπτωση, στην οποία ο δείκτης leverage πριν τη Σ&Ε κινούνταν στο 6,72% και στο 6,41% αντίστοιχα και μετά τη Σ&Ε διαμορφώθηκε στο 5,40%. Σε αυτή την περίπτωση προκύπτει ότι, η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της αγοράστριας τράπεζας στηρίζεται στο χρέος της και όχι στα ίδια της κεφάλαια, με αποτέλεσμα να αναλαμβάνει υψηλά επίπεδα χρέους προκειμένου να παραμείνει ενεργή.

Όμοια αποτελέσματα παρουσιάζουν και οι επόμενοι δύο δείκτες, των οποίων η πορεία απεικονίζεται στα διαγράμματα, το 5.5.β.2. & 5.5.β.3., λαμβάνοντας υπόψη ότι οι αγοράστριες τράπεζες προσδοκούν μείωση των συγκεκριμένων δεικτών.





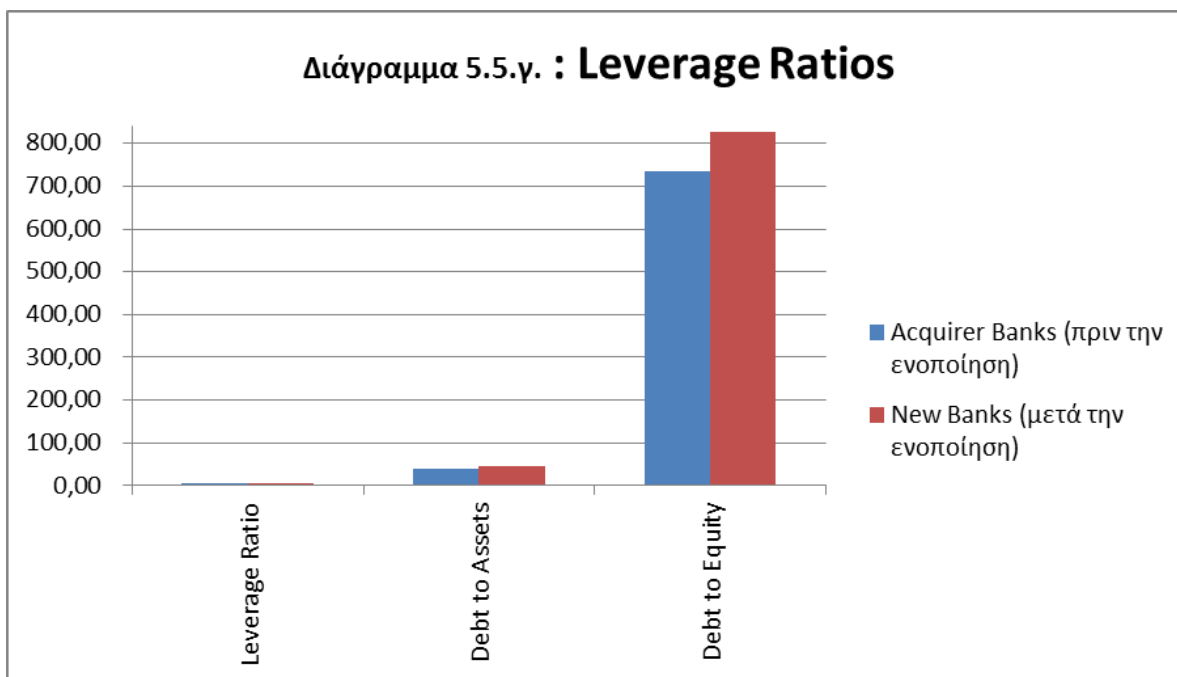
Τα διαγράμματα των δύο παραπάνω δεικτών χρηματοοικονομικής μόχλευσης, του δείκτη χρέους προς ενεργητικό (Debt-to-Assets) και του δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια (Debt-to-Equity), δείχνουν ότι, μια ενοποίηση δεν σημαίνει ότι θα επιφέρει απαραίτητα χαμηλά επίπεδα μόχλευσης για τις νέες τράπεζες, όπως προφανώς προσδοκούν. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ισπανική τράπεζα “Banco de Sabadell”, η οποία με την ενοποίησή της με την “Banco Atlantico”, προκάλεσε αύξηση των δεικτών χρέους της. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης debt-to-assets κινούνταν στο 34,98% και, μετά την ενοποίηση, κινήθηκε στο 48,29%. Αντίστοιχα, ο δείκτης debt-to-equity κινούνταν στο 389,27% και διαμορφώθηκε στο 692,30%. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, η αγοράστρια τράπεζα να εμφανίζει υψηλά επίπεδα χρέους και, κατά συνέπεια, ύπαρξη μεγαλύτερου οικονομικού κινδύνου. Αυτό σημαίνει ότι, η τράπεζα ενδεχομένως να δυσκολεύεται να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της και να αποπληρώσει τα δάνειά της.

Παράδειγμα μείωσης των δεικτών και εμφάνισης επιθυμητού αποτελέσματος αποτελεί η ισπανική τράπεζα “Banco Bilbao Vizcaya Argentaria”, η οποία κατάφερε να μειώσει τους δείκτες σε 35,49% το δείκτη debt-to-assets και σε 436,54% το δείκτη debt-to-

equity, από 43,35% και 584,23% όπου κινούνταν αντίστοιχα πριν τη διαδικασία της Σ&Ε. Η πορεία αυτή των δεικτών αποτελεί σαφώς θετική εικόνα για την εν λόγω τράπεζα, η οποία με αυτό τον τρόπο κατάφερε να ελαχιστοποιήσει τις δανειακές της υποχρεώσεις, δηλώνοντας ότι είναι λιγότερο εξαρτημένη από το δανεισμό και η χρηματοδότησή της στηρίζεται κατά κύριο λόγο στους μετόχους της.

Ανακεφαλαιώνοντας, προκειμένου να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την πορεία των αγοραστριών τραπεζών, ο πίνακας 5.5.γ., και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.5.γ., απεικονίζουν το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών όλων των τραπεζών τόσο για τα έτη πριν, όσο και για τα έτη μετά τη Σ&Ε.

Πίνακας 5.5.γ. : Acquirer & New Banks Μ.Ο. Δεικτών Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης πριν & μετά την ενοποίηση Μεγέθη σε ποσοστά %		
Δείκτες	Acquirer Banks (πριν την ενοποίηση)	New Banks (μετά την ενοποίηση)
Leverage Ratio	6,46	6,32
Debt to Assets	40,06	44,21
Debt to Equity	733,51	827,42



Ανακεφαλαιώνοντας την εικόνα των αριθμοδεικτών χρηματοοικονομικής μόχλευσης, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, μια ενοποίηση μάλλον δεν επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό θετικά τα επίπεδα δανεισμού των τραπεζών. Πρέπει, βέβαια, να αναφέρουμε ότι ο δείκτης μόχλευσης παραμένει σταθερός, αποτέλεσμα ούτε θετικό ούτε αρνητικό, δηλώνοντας ότι οι νεοϊδρυθείσες τράπεζες συνεχίζουν να κινούνται σε βιώσιμα επίπεδα, χωρίς να στηρίζουν τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους στο χρέος τους. Όσο αφορά την εικόνα των υπόλοιπων δεικτών, όμως, η πορεία τους τείνει, αν και οριακά, ανοδική, αποτέλεσμα αντίθετο από το επιθυμητό. Οι αγοράστριες τράπεζες, μετά την ενοποίηση, φαίνονται περισσότερο εξαρτημένες από τη μόχλευση. Αυτό σημαίνει ότι, οι τράπεζες δυσκολεύονται να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις κάνοντας χρήση των περιουσιακών τους στοιχεία και η συνέχιση ή επέκταση των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων στηρίζεται στο μεγαλύτερο μέρος στους δανειστές τους. Γενικά, οι τράπεζες μέσω των Σ&Ε φαίνεται να μην κατάφεραν να επιτύχουν χαμηλά επίπεδα χρέους, δηλαδή χαμηλά επίπεδα οικονομικού κινδύνου. Αυτό δείχνει, μια επιθετική συμπεριφορά των τραπεζών ως προς τη δανειακή τους χρηματοδότηση, η οποία προφανώς μπορεί να οδηγήσει σε ασταθές κέρδος.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στόχος της παρούσας διατριβής ήταν να εξετάσει, αρχικά, τη σχέση ανάμεσα στην πορεία μιας τράπεζας-στόχου και στο γεγονός της συμμετοχής της σε μια ενοποίηση και, στη συνέχεια, την επιρροή μιας ολοκληρωμένης ενοποίησης στις αγοράστριες τράπεζες. Τα συμπεράσματα αυτής της έρευνας παρουσιάζονται παρακάτω αλλά με μια επιφύλαξη, λαμβάνοντας υπόψη το μικρό δείγμα της έρευνας και το γεγονός ότι, η πορεία των αγοραστριών τραπεζών μελετήθηκε σε βραχυχρόνιο ορίζοντα δύο ετών.

Αναφορικά με τις τράπεζες-στόχους του δείγματός μας, τα αποτελέσματα έδειξαν, στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, θετική σχέση ανάμεσα στην ενοποίησή τους από μια άλλη τράπεζα και στην πορεία της αποδοτικότητάς τους. Αυτό σημαίνει ότι, οι τράπεζες φαίνεται να οδηγούνται στη λύση της ενοποίησης, ελπίζοντας στη βελτίωση της μέχρι τότε πορείας τους. Οι διοικήσεις των τραπεζών θεωρούν ότι, μια επερχόμενη ενοποίηση προσελκύει μελλοντικούς επενδυτές, διευκολύνοντας τις τράπεζες να αντλήσουν νέα κεφάλαια. Παράλληλα, τα επίπεδα των λειτουργικών εξόδων των τραπεζών μπορούν να μειωθούν, προκαλώντας ταυτόχρονη αύξηση και του καθαρού αποτελέσματός τους. Όσον αφορά τη ρευστότητα των συγχωνευόμενων τραπεζών, μια ενοποίηση μπορεί να ενισχύσει τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους και την κάλυψη των υποχρεώσεών τους. Οι τράπεζες φαίνεται να κατακρατούν όλο και μεγαλύτερο αριθμό δανείων στο ενεργητικό τους, δηλώνοντας την όλο και μεγαλύτερη καθυστέρηση στην αποπληρωμή τους. Αντίθετη εικόνα παρουσίασαν οι τράπεζες, ως προς τα δάνεια, τα οποία παίρνουν για λογαριασμό δικό τους. Το επίπεδο ανάληψης χρέους τους δεν μεταβλήθηκε σημαντικά, αφού ο βαθμός χρηματοδότησής τους με ξένα κεφάλαια δεν παρουσίασε κάποια αξιοσημείωτη μεταβολή. Αυτό δείχνει ότι, η χρηματοοικονομική μόχλευση των τραπεζών δεν σχετίζεται με το γεγονός της ενοποίησής τους. Τέλος, από την εικόνα που παρουσίασαν οι επενδυτικοί δείκτες, προέκυψε ότι, μια επερχόμενη ενοποίηση αυξάνει τις προσδοκίες των επενδυτών για μελλοντική αύξηση των αποδόσεων και των τραπεζών για εδραίωση της θέσης τους στον τραπεζικό κλάδο.

Αναφορικά με το δεύτερο σκέλος της έρευνας και ξεκινώντας από την αποδοτικότητα των αγοραστριών τραπεζών μετά την ενοποίηση, τα αποτελέσματα παρουσιάσθηκαν διφορούμενα. Γενικά, παρατηρούμε μια αρνητική επιρροή της ενοποίησης στους δείκτες ROA, ROE και NIM και μια θετική επιρροή στους δείκτες Operating Margin, Pretax Margin και Profit Margin. Προέκυψαν, λοιπόν, τράπεζες, οι οποίες μέσω των Σ&Ε

δεν κατάφεραν να αυξήσουν ούτε τα περιουσιακά τους στοιχεία και τα ίδια τους κεφάλαια, αλλά ούτε και τα κέρδη τους, τα οποία στην ουσία τα μείωσαν. Δεν κατάφεραν να εκμεταλλευτούν τους νέους ορίζοντες, που παρουσιάζονται γενικά μέσω μιας Σ&Ε, και να δημιουργήσουν υψηλά περιθώρια ασφάλειας, αλλά κατάφεραν να παρουσιάσουν κέρδη, αναδεικνύοντας το πόσο επικερδείς μπορούν να γίνουν στο μέλλον. Η εικόνα αναφορικά με τη ρευστότητά τους ήταν, κατά κύριο λόγο, αρνητική. Η Σ&Ε δεν επηρέασε σε μεγάλο βαθμό θετικά τη βραχυχρόνια οικονομική θέση των τραπεζών. Παρόλο που οι σωρευμένες προβλέψεις παρουσίασαν καθοδική πορεία, η πορεία των υπόλοιπων δεικτών ρευστότητας ήταν αντίθετη από την επιθυμητή. Η ανοδική πορεία του δείκτη Loans-to-Deposits δηλώνει μειωμένη ρευστότητα και αύξηση των δανείων, σημαντικό μέρος των οποίων χαρακτηρίζεται ως μη-εξυπηρετούμενα, αφού οι τράπεζες εκτιμούν ότι θα αντιμετωπίσουν καθυστερήσεις πληρωμών δόσεων ή μη-είσπραξη αυτών. Όσον αφορά την εικόνα των επενδυτικών δεικτών, τα αποτελέσματα έδειξαν μια άνοδο των δεικτών μετά τη διαδικασία της ενοποίησης, δηλώνοντας τουλάχιστον αρχικά την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και την ισχυροποίηση της θέσης των τραπεζών στον κλάδο. Τέλος, από τους δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης, προέκυψε αρνητική επίδραση των Σ&Ε, ως προς τα επίπεδα του χρέους των τραπεζών. Αυτό σημαίνει ότι, οι τράπεζες αύξησαν τις δανειακές τους υποχρεώσεις, αυξάνοντας παράλληλα τον οικονομικό τους κίνδυνο και την πιθανότητα παρουσίασης ασταθούς αποτελέσματος.

Ανακεφαλαιώνοντας, προκειμένου να κριθεί η επιβεβαίωση ή απόρριψη των αποτελεσμάτων της παρούσας έρευνας, θα μπορούσε η έρευνα να επεκταθεί λαμβάνοντας υπόψη τα εξής:

- ✓ Το μικρό δείγμα της έρευνας σαφώς περιορίζει την ορθότητα των συμπερασμάτων. Για το λόγο αυτό, θα μπορούσε ίσως το δείγμα να μην περιέχει μόνο ευρωπαϊκές τράπεζες ή μόνο ιδρύματα λιανικής τραπεζικής.
- ✓ Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, τα συμπεράσματα για τους επενδυτικούς δείκτες είναι γενικά λίγο διφορούμενα. Η διαμόρφωση μιας πιο ολοκληρωμένης εικόνας, λοιπόν, θα μπορούσε, ίσως, να προκύψει από τη μελέτη περισσότερων επενδυτικών δεικτών, όπως ο δείκτης PEG, ο δείκτης κεφαλαιοποίησης ή ακόμα και κάποιος δείκτης όπως αυτός της μερισματικής απόδοσης.
- ✓ Η πορεία των αγοραστριών τραπεζών μελετήθηκε μόνο για δύο έτη μετά το έτος ενοποίησης, λόγω του γεγονότος ότι, οι περισσότερες τράπεζες συμμετέχουν σε

κάποια Σ&Ε για συνεχόμενα έτη και αυτό ερχόταν σε αντίθεση με ένα από τα κριτήρια επιλογής του δείγματός μας. Παρόλο αυτά, το γεγονός ότι η πορεία των τραπεζών μελετήθηκε σε βραχυχρόνιο ορίζοντα κάνει τα αποτελέσματα περισσότερο αμφισβητούμενα. Η μελέτη της πορείας των δεικτών για περισσότερα έτη, ίσως, παρουσίαζε μια πιο ολοκληρωμένη και ορθή εικόνα του θέματος.

- ✓ Η πορεία τόσο των τραπεζών-στόχων όσο και των αγοραστριών τραπεζών μελετήθηκε μόνο συγκριτικά με αντίστοιχες τράπεζες που συμμετείχαν σε κάποια Σ&Ε, γεγονός το οποίο δυσκολεύει στην επιβεβαίωση της ορθότητας των συμπερασμάτων της παρούσας έρευνας. Για τη διαμόρφωση μιας πιο ολοκληρωμένης εικόνας των θετικών και αρνητικών επιρροών μιας ενοποίησης, θα μπορούσε να γίνει σύγκριση των επιδόσεων των τραπεζών του δείγματός μας με αντίστοιχες επιδόσεις τραπεζών που δεν έχουν συμμετάσχει σε Σ&Ε.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση

- Benston J. George (1965), «Branch Banking and Economies of Scale», The Journal of Finance, Vol.20, pp312-331
- Berger N. A., Demsetz S. R. & Strahan E. P. (1999), «The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences and implications for the future», Journal of Banking & Finance, Vol.23, pp135-194
- Bietel P., Schiereck D. & Wahrenburg M. (2004), «Explaining M&A Success in European Banks», European Financial Management, Vol.10, No.1, pp109-139
- Cornett M.M. & Tehranian H. (1992), «Changes in corporate performance associated with bank acquisitions», Journal of Financial Economics, Vol.31, pp211-234
- DeLong L.G. (2001), «Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers», Journal of Financial Economics, Vol.59, pp221-252
- Fama E.F. & French K.R. (1998), «Value versus growth: The international evidence», The Journal of Finance, Vol.51, No.1, pp55-844
- Hadlock C., Houston J. & Ryngaert M. (1999), «The role of managerial incentives in bank acquisitions», Journal of Banking & Finance, Vol.23, pp221-249
- Hannan T. & Wolken J. (1989), «Returns to bidders and targets in the acquisition process: Evidence from banking industry», Journal of Financial Services Research, Vol.3, pp5-16
- Houston F. Joel & Ryngaert D. Michael (1994), «The overall gains from large bank mergers», Journal of Banking & Finance, Vol.18, pp1155-1176
- Kaplan N. Steven (1991), «The staying power of leveraged buyouts», Journal of Financial Economics, Vol.29, pp287-313

- Leland E. Hayne (2007), «Financial Synergies & the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs and Structured Finance», The Journal of Finance, Vol.62, pp765-807
- Linder J. & Crane D. (1992), «Bank Mergers: Integration and profitability», Journal of Financial Services Research, Vol.7, pp35-55
- Mullineaux J. Donald (1978), «Economies of Scale and Organizational Efficiency in Banking: A Profit-Function Approach», The Journal of Finance, Vol.33, pp259-280
- Opler Tim & Titman Sheridan (1993), «The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs», The Journal of Finance, Vol.48, pp1985-1999
- Ramaswary Kannan (199), «The Performance Impact of Strategic Similarity in Horizontal Mergers: Evidence from the U.S. Banking Industry», Academy of Management Journal, Vol.40, pp697-715
- Rhoades S. (1993), «Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers», Journal of Banking and Finance, Vol.17, pp411-422
- Smith D. (1971), «The Performance of merging banks», Journal of Business, Vol.44, pp184-192

Ελληνική

- Αθανάσογλου Π. & Μπρισίμης Σ. (Ιανουάριος 2004), «Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα», Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο - Τεύχος 22, σελ.:7-34
- Ασημακόπουλος Ι., Μπρισίμης Σ. & Ντελής Μ. (Μάιος 2008), «Η αποτελεσματικότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και οι προσδιοριστικοί της παράγοντες», Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο – Τεύχος 30, σελ.:7-31
- Ελληνική Ένωση Τραπεζών (Ιούνιος 2011), «Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2010», σελ.:1-98

- Ελληνική Ένωση Τραπεζών (Ιούλιος 2008), «Η συμβολή του τραπεζικού συστήματος στην ελληνική οικονομία», σελ.:1-62
- Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2005), «Οι ελληνικές τράπεζες στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων και της Ν.Α. Ευρώπης», σελ.:33-43
- Ευθυμόγλου Πρ. & Λαζαρίδης Ι. (2000), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Πειραιάς
- Κυριαζής Δ. (2016), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδ. Διπλογραφία
- Κυριαζής Δ. (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδ. ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΜΠΙΛΙΑ & ΣΙΑ Ο.Ε. «Πανεπιστημιακό», Αθήνα 2007
- Κυριαζόπουλος Γ., Μαυρίδης Δ., Πετρόπουλος Δ. & Χλιάρας Χρ. (2010), «Διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών τραπεζών σε χώρες των Βαλκανίων μετά την εισαγωγή του ευρώ στην Ελλάδα», Εθνικό Συνέδριο Διοίκησης Οικονομίας, σελ.:249-270
- Κυριαζόπουλος Γ., Ζησόπουλος Δ. & Σαριφιαννίδης Ν. (2009), «Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στη διεθνή και την ελληνική οικονομία», Εθνικό Συνέδριο Διοίκησης Οικονομίας, σελ.:131-150
- Νιάρχος Ν. (1994), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Εκδ. ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, Αθήνα
- Ξανθάκης Μ. & Αλεξάκης Χρ. (2007), «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων», Εκδ. ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, Αθήνα
- Σακέλλης Ε. (2001), «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», Εκδ. ΣΑΚΕΛΛΗ Ε., Πειραιάς
- Gibson H. D. & Δεμέναγας Α. (2002), «Ο ανταγωνισμός στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα: Εμπειρική μελέτη για την περίοδο 1993-1999», Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο - Τεύχος 19

Ηλεκτρονική

- www.activemedia-guide.com
- www.bankofgreece.gr
- www.bankingnews.gr
- www.capital.gr
- www.ecb.europa.eu
- <http://eur-lex.europa.eu>
- www.euro2day.gr
- www.hba.gr
- www.imf.org
- www.intestinganswers.com
- www.investopedia.com
- www.moody.com
- <http://moneyseek.com>
- www.taxheaven.gr