



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ - ΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑΜΒΑ-TQM**

**Δ Ι Π Λ Ω Μ Α Τ Ι Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α**

**"ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ  
ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ"**

**ΑΝΤΩΝΙΟΣ Ι. ΜΠΑΒΑΣ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΑΡΤΙΚΗΣ**

**ΑΘΗΝΑ,ΜΑΙΟΣ 2013**

## Περιεχόμενα

<b>ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ .....</b>	<b>6</b>
<b>ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....</b>	<b>7</b>
<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....</b>	<b>11</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>12</b>
<b>1 ΤΟ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ.....</b>	<b>12</b>
<b>1.1 Επισκόπηση Διεθνούς Οικονομίας.....</b>	<b>13</b>
<b>1.2 Επισκόπηση της Ελληνικής Οικονομίας .....</b>	<b>15</b>
1.2.1 Το Ύψος του ΑΕΠ.....	15
1.2.2 Απασχόληση .....	16
1.2.3 Πληθωρισμός.....	17
1.2.4 Οι προοπτικές .....	18
<b>2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ</b>	
<b>ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ .....</b>	<b>20</b>
<b>2.1 Έννοια του Πιστωτικού Ιδρύματος.....</b>	<b>20</b>
<b>2.2 Διάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος 2011-2012 .....</b>	<b>22</b>
<b>2.3 Φορείς που Δραστηριοποιούνται στο Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα</b>	
<b>2011-2012.....</b>	<b>24</b>
2.3.1 Πιστωτικά ιδρύματα με έδρα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα.....	25
2.3.2 Πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ αποστάσεως	25
2.3.3 Λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	26
<b>2.4 Αριθμός τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, την ευρωζώνη και την Ελλάδα και</b>	
<b>εναλλακτικά δίκτυα διανομής χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπηρεσιών στην</b>	
<b>Ελλάδα</b>	<b>27</b>
<b>2.5 Μετοχολόγιο των Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών Εμπορικών</b>	
<b>Τραπεζών 2011-2012.....</b>	<b>29</b>
<b>2.6 Χρηματιστηριακές Εξελίξεις .....</b>	<b>30</b>
<b>2.7 Κεφαλαιοποίηση Ελληνικών Τραπεζών .....</b>	<b>31</b>
<b>2.8 Βασικοί οικονομικοί δείκτες των ελληνικών τραπεζών 2011-2012....</b>	<b>32</b>

2.8.1	Λόγος δανείων προς καταθέσεις.....	32
2.8.2	Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας 2011-2012 .....	32
2.8.3	Αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα ελληνικών τραπεζών 2011-2012	33
<b>2.9</b>	<b>Τραπεζικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα 2011-2012.....</b>	<b>34</b>
2.9.1	Χρηματοδότηση νοικοκυριών και επιχειρήσεων 2011-2012 .....	34
2.9.2	Καθυστερήσεις αποπληρωμής δανείων από νοικοκυριά και επιχειρήσεις 2011-2012	35
2.9.3	Ρυθμίσεις στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων 2011-2012.....	36
2.9.4	Κατανομή καταθέσεων φυσικών προσώπων ανά κατηγορία ποσού 2011-2012	37
2.9.5	Μερίσματα που καταβάλλουν οι τράπεζες 2011-2012.....	38
<b>2.10</b>	<b>Συμβολή του τραπεζικού συστήματος στα φορολογικά έσοδα 2011-2012</b>	<b>39</b>
<b>3</b>	<b>ΟΙΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ .....</b>	<b>41</b>
<b>3.1</b>	<b>ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ.....</b>	<b>41</b>
3.1.1	Ιστορικά Στοιχεία .....	41
3.1.2	Η Τράπεζα .....	42
<b>3.2</b>	<b>EFG EUROBANK .....</b>	<b>43</b>
3.2.1	Ο Τραπεζικός Όμιλος EurobankEFG .....	44
3.2.2	Όραμα .....	45
3.2.3	Στρατηγική.....	45
3.2.4	Δραστηριότητες .....	45
3.2.5	Μετοχική Σύθεση.....	46
<b>3.3</b>	<b>ALPHABANK.....</b>	<b>49</b>
3.3.1	Ιστορικά Στοιχεία - Εξέλιξη .....	49
3.3.2	Ο Σκοπός και οι Αξίες .....	50
3.3.3	Στρατηγική της Alpha Bank .....	50
3.3.4	Δραστηριότητες .....	51
3.3.5	Μετοχική Σύθεση.....	52
<b>3.4</b>	<b>ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ .....</b>	<b>54</b>
3.4.1	Ιστορικά στοιχεία - Εξέλιξη .....	54

3.4.2	Δίκτυο Καταστημάτων -Δραστηριότητες.....	55
3.4.3	Στρατηγική.....	56
3.4.4	Μετοχική Σύνθεση.....	57
<b>3.5</b>	<b>ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ .....</b>	<b>59</b>
3.5.1	Ιστορικά στοιχεία- Εξέλιξη .....	59
3.5.2	Η Τράπεζα .....	61
3.5.3	Δίκτυο Καταστημάτων .....	61
3.5.4	Στρατηγική.....	62
3.5.5	Μετοχική Σύνθεση.....	62
<b>4</b>	<b>ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ...</b>	<b>64</b>
<b>4.1</b>	<b>ΓΕΝΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ</b>	<b>64</b>
4.1.1	Κατηγορίες Ενδιαφερομένων .....	66
4.1.2	Χρηματοοικονομική Ανάλυση με Αριθμοδείκτες.....	69
<b>4.2</b>	<b>ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ .....</b>	<b>70</b>
4.2.1	Στατιστική Ανάλυση.....	70
4.2.2	Κριτική Διεύρυνση Δεικτών.....	71
<b>4.3</b>	<b>ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.....</b>	<b>72</b>
4.3.1	Δείκτες Αποδοτικότητας.....	73
4.3.2	<i>Η Αποδοτικότητα του Ενεργητικού</i> .....	74
4.3.3	Δείκτες Ρευστότητας.....	84
4.3.4	<i>Σύνολο Ενεργητικού / Σύνολο Χορηγήσεων</i> .....	86
4.3.5	Δείκτες Κεφαλαιακής Επάρκειας .....	87
4.3.6	<i>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων /Χορηγήσεις</i> .....	88
4.3.7	Δείκτες Ποιότητας Ενεργητικού.....	90
4.3.8	Ειδικό Δείκτης Αξιολόγησης .....	92
<b>5</b>	<b>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ .....</b>	<b>96</b>
<b>5.1</b>	<b>ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....</b>	<b>96</b>
<b>5.2</b>	<b>ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....</b>	<b>97</b>
<b>5.3</b>	<b>ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....</b>	<b>98</b>

5.3.1	Αποτίμηση με Βάση το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών....	101
5.3.2	Αποτίμηση με Βάση το Υπόδειγμα Gordon .....	103
5.3.3	Εκτίμηση του Ρυθμού Αύξησης του Μερισματος.....	104
5.3.4	Η Εκτίμηση του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων.....	106
5.3.5	Σχετική Αποτίμηση.....	116
<b>5.4</b>	<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....</b>	<b>124</b>
5.4.1	<i>Προεξόφληση Μερισμάτων – Εκτίμηση Θεμελιώδους Ρυθμού Μεγέθυνσης</i>	124
5.4.2	Εκτίμηση Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων .....	126
5.4.3	Αποτελέσματα Αποτίμησης.....	127
5.4.4	Αποτίμηση Βάσει Θεμελιώδους Δείκτη P/E .....	128
<b>6</b>	<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>129</b>
<b>6.1</b>	<b>ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ.....</b>	<b>132</b>
<b>6.2</b>	<b>ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ .....</b>	<b>133</b>
<b>7</b>	<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>135</b>

## ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1-1- Πραγματικό ΑΕΠ.....	16
Διάγραμμα 1-2 - Ποσοστό ανεργίας.....	17
Διάγραμμα 1-3 - Πληθωρισμός .....	18
Διάγραμμα 2-1 Πορεία Γενικού Δείκτη ΧΑ και FTSE/ΧΑ .....	1
Διάγραμμα 3-1 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <a href="http://www.capital.gr/">http://www.capital.gr/</a> .....	43
Διάγραμμα 3-2 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Eurobank EFG τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <a href="http://www.capital.gr/">http://www.capital.gr/</a> .....	48
Διάγραμμα 3-3 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Alpha Bank τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <a href="http://www.capital.gr/">http://www.capital.gr/</a> .....	53
Διάγραμμα 3-4 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Τράπεζας Κύπρου τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <a href="http://www.capital.gr/">http://www.capital.gr/</a> .....	63

## ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας1-1Ποσοστιαίες μεταβολές βασικών μακροοικονομικών μεγεθών .....	19
Πίνακας2-1Πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ αποστάσεως .....	26
Πίνακας2-2Λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	27
Πίνακας2-3Αριθμός καταστημάτων τραπεζών (2007-2011) .....	28
Πίνακας2-4Μέση Μετοχική Σύνθεση Πιστωτικών Ιδρυμάτων, Πηγή <a href="http://www.hba.gr">www.hba.gr</a> .....	30
Πίνακας 2-5Δείκτες μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών - Γενικός Δείκτης & Τραπεζικός Δείκτης .....	32
Πίνακας 2-6Βασικοί οικονομικοί δείκτες των ελληνικών εμπορικών τραπεζών και ομίλων.....	34
Πίνακας 2-7Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα .....	34
Πίνακας 2-8Λόγος συνολικής χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ....	35
Πίνακας 2-9Λόγος συνολικών χορηγήσεων στεγαστικών, καταναλωτικών και λοιπών δανείων προς νοικοκυριά προς το ΑΕΠ .....	35
Πίνακας 2-10Ρυθμίσεις στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων .....	37
Πίνακας 2-11Κατανομή καταθέσεων φυσικών προσώπων ανά κατηγορία ποσού.....	38
Πίνακας 2-12Φόροι τρέχουσας περιόδου & λοιπή φορολογία .....	40
Πίνακας 3-1 Μετοχική Σύνθεση Eurobank.....	47
Πίνακας 3-2 Μετοχική Σύνθεση Alpha Bank .....	53
Πίνακας 3-3Μετοχική Σύνθεση Τράπεζας Πειραιώς.....	58
Πίνακας 3-4 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς τη περίοδο 2006-2011,Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <a href="http://www.capital.gr/">http://www.capital.gr/</a> .....	58
Πίνακας 3-5Μετοχική Σύνθεση Τράπεζας Κύπρου .....	62
Πίνακας 4-1Πίνακας 4-1: Αριθμοδείκτης ROA Τραπεζών 2006-2011: .....	75
Πίνακας 4-2Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη ROA των εξεταζομένων Τραπεζών .....	76
Πίνακας 4-3Αριθμοδείκτης ROE Τραπεζών 2006-2011.....	78
Πίνακας 4-4Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη ROE των εξεταζομένων Τραπεζών .....	78
Πίνακας 4-5Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Επιτοκίου Τραπεζών 2006-2011: .....	79
Πίνακας 4-6Διαχρονική Εξέλιξη του Καθαρού Περιθωρίου Επιτοκίου των εξεταζομένων Τραπεζών.....	80
Πίνακας 4-7Αριθμοδείκτης Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια .....	80

Πίνακας 4-8 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Καθαρά Κέρδη προ Φόρων/Ιδια Κεφάλαια των εξεταζομένων Τραπεζών .....	81
Πίνακας 4-9 Αριθμοδείκτης Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Χορηγήσεις + Καταθέσεις:.....	82
Πίνακας 4-10 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / (Χορηγήσεις + Καταθέσεις) των εξεταζομένων Τραπεζών .....	83
Πίνακας 4-11 Αριθμοδείκτης Δείκτης Κόστους Εσόδων: .....	83
Πίνακας 4-12 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Κόστους Εσόδων των εξεταζομένων Τραπεζών .	84
Πίνακας 4-13 Αριθμοδείκτης Χορηγήσεις / Καταθέσεις: .....	85
Πίνακας 4-14 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Χορηγήσεις / Καταθέσεις των εξεταζομένων Τραπεζών .....	85
Πίνακας 4-15 Αριθμοδείκτης Συνόλου Ενεργητικού / Σύνολο Χορηγήσεων:.....	86
Πίνακας 4-16 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Συνόλου Ενεργητικού / Συνόλου Χορηγήσεων των εξεταζομένων Τραπεζών .....	87
Πίνακας 4-17 Αριθμοδείκτης Συνόλου Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού .....	87
Πίνακας 4-18 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Συνόλου Ιδ. Κεφαλαίων / Συνόλου Ενεργητικού	88
Πίνακας 4-19 Αριθμοδείκτης Συνόλου Ιδίων Κεφαλαίων / Χορηγήσεις:.....	88
Πίνακας 4-20 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Συνόλου Ιδ. Κεφαλαίων / Χορηγήσεις .....	89
Πίνακας 4-21 Αριθμοδείκτης Συνόλου Ιδίων Κεφαλαίων / Καταθέσεις .....	89
Πίνακας 4-22 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Συνόλου Ιδ. Κεφαλαίων / Καταθέσεις.....	90
Πίνακας 4-23 Αριθμοδείκτης Προβλέψεων / Λειτουργικά Έσοδα .....	90
Πίνακας 4-24 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα.....	91
Πίνακας 4-25 Αριθμοδείκτης Προβλέψεων / Σύνολο Ενεργητικού.....	92
Πίνακας 4-26 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού .....	92
Πίνακας 4-27 Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού .....	93
Πίνακας 4-28 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού.....	94
Πίνακας 4-29 Χορηγήσεις / Σύνολο Ενεργητικού: .....	95
Πίνακας 4-30 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού .....	95

\_Toc356322815



## *ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ*

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή μου του Πανεπιστημίου Πειραιώς, κ. Αρτίκη Παναγιώτη για την άριστη συνεργασία που είχαμε καθόλη την διάρκεια και κατά την εκπόνηση της παρούσας διατριβής. Επίσης, αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω και τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Διοίκησης Ολικής Ποιότητας του Πανεπιστημίου Πειραιώς, για το υψηλό επίπεδο σπουδών που μου προσέφεραν, καθώς και τους συμφοιτητές μου για την άριστη συνεργασία που είχαμε.

Θα ήθελα επίσης, να εκφράσω τις ευχαριστίες μου προς όλα τα μέλη της εξεταστικής επιτροπής για τον χρόνο που αφιέρωσαν στη μελέτη και κριτική της παρούσας διατριβής.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου, τους γονείς μου, τον αδερφό μου και την Δώρα για την υποστήριξη και την ψυχολογική συμπαράσταση που μου προσέφεραν σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

*Αφιερώνεται στους γονείς μου*

*Ιωάννη & Αιμιλία*

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου είναι η μεγάλη συγκέντρωση του καθώς οι 5 μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες, ήτοι Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, EFG Eurobank, Εμπορική Τράπεζα και Τράπεζα Πειραιώς, ελέγχουν το 70% περίπου της συνολικής τραπεζικής αγοράς (Γεωργιάδης, 2005).

Σε αυτή την εργασία θα αναλύσουμε την πορεία πέντε μεγάλων Ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων κατά την περίοδο 2006-2011. Τα εν λόγω ιδρύματα είναι η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η Τράπεζα Πειραιώς, η AlphaBank, η Τράπεζα Κύπρου, και η EFGEurobank. Οι λογιστικές καταστάσεις και άλλα χρηματοοικονομικά δεδομένα των εν λόγω τραπεζικών ιδρυμάτων έχουν αντληθεί από την βάση δεδομένων του Reuters. Επίσης, αποτιμούμε την δίκαιη αξία της μετοχής των υπό εξέταση Ελληνικών εισηγμένων τραπεζικών ιδρυμάτων χρησιμοποιώντας διαφορετικά υποδείγματα αποτίμησης μετοχής. Η πρώτη κατηγορία υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται είναι αυτή που στηρίζεται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών, όπως είναι για παράδειγμα το μέρισμα ή οι συνολικές ταμειακές ροές προς τους μετόχους. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι η εκτίμηση της δίκαιης αξίας μιας μετοχής ουσιαστικά μεταφράζεται σε αμφισβήτηση της ικανότητας της αγοράς να φθάσει αυτή σε μια δίκαιη αποτίμηση, η οποία θα αντανακλάται στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί ένα πολύτιμο εργαλείο για τον κόσμο των επιχειρήσεων. Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να πραγματοποιηθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) εμπορικών Ελληνικών τραπεζών. Η επιλογή του δείγματος των τραπεζών αφορά τη διάρκεια των χρήσεων 2006 έως και 2011.

Για τη χρηματοοικονομική ανάλυση και για την διαδικασία της αποτίμησης χρησιμοποιήθηκαν δημοσιευμένοι ισολογισμοί και καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως για τα έτη 2006-2011. Οι πέντε τράπεζες που έχουν επιλεγεί από το σύνολο των εισηγμένων τραπεζών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι οι εξής: Εθνική, EFG Eurobank, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς και Τράπεζα Κύπρου. Η χρηματοοικονομική ανάλυση των τραπεζών στηρίχθηκε εξολοκλήρου σε επιλεγμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες καθώς και η αποτίμηση σε μοντέλα αποτίμησης όπως το μοντέλο Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών (DCF), το μοντέλο Προεξόφλησης Ιδίων Κεφαλαίων (Gordon) καθώς και οι μέθοδοι σχετικής αποτίμησης P/E και P/BV.

Η προσέγγιση της συγκεκριμένης μελέτης στηρίζεται στην θεωρία της Top – Down Analysis. Στο πρώτο κεφάλαιο πραγματοποιείται αρχικά η ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και της παγκόσμιας οικονομίας και στην συνέχεια η ανάλυση της Ελληνικής οικονομίας. Σε αυτό το κεφάλαιο αναλύεται η Ελληνική οικονομία στις εξής συνιστώσες της: στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ), στο επίπεδο απασχόλησης καθώς και στο επίπεδο ανεργίας, στον πληθωρισμό, στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στις δημοσιονομικές εξελίξεις. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται η παρουσίαση του ελληνικού τραπεζικού κλάδου και η διάρθρωση τραπεζικών ιδρυμάτων καθώς επίσης γίνεται αναφορά στους βασικούς οικονομικούς δείκτες των ελληνικών τραπεζών. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η ανάλυση των εξεταζόμενων τραπεζών. Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται μια θεωρητική προσέγγιση χρηματοοικονομικής ανάλυσης, ανάλυση της μεθοδολογίας της χρηματοοικονομικής ανάλυσης καθώς και ανάλυση των εξεταζόμενων τραπεζών με αριθμοδείκτες. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναφέρεται το θεωρητικό πλαίσιο της αποτίμησης των τραπεζών, αναλύονται οι μέθοδοι αποτίμησης και εφαρμόζεται η αποτίμηση στις εξεταζόμενες τράπεζες με την μεθοδολογία Gordon για την εξαγωγή της δίκαιης τιμής με τους αριθμοδείκτες αποτίμησης P/E και P/BV.

## 1 ΤΟ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

## 1.1 Επισκόπηση Διεθνούς Οικονομίας

Η παγκόσμια οικονομία αναπτύχθηκε με ελαφρά υψηλότερους ρυθμούς το α' τρίμηνο του 2012 (2,9%) σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, με τις αβεβαιότητες όμως στο διεθνές περιβάλλον να παραμένουν υψηλές, επιβεβαιώνοντας τις εκτιμήσεις ότι η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας θα είναι αδύναμη και ασταθής, ως αποτέλεσμα την βαθιάς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Στις αναπτυγμένες οικονομίες, ο ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε στην περιοχή του 1,2% στο πρώτο τρίμηνο του έτους (από περίπου 0,8% στο τελευταίο τρίμηνο του 2011), ενώ στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ο ρυθμός μεγέθυνσης έφτασε στο 6% (από περίπου 5% το προηγούμενο τρίμηνο), σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις του ΔΝΤ. Ωστόσο, οι συγκεκριμένοι ρυθμοί είναι χαμηλότεροι σε σχέση με προηγούμενες προβλέψεις για φέτος (Σεπτέμβριος 2011, ΔΝΤ).

Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους και οι προσπάθειες διαχείρισής της αποτέλεσαν τη σημαντικότερη πηγή αβεβαιότητας στο πρώτο εξάμηνο του 2012. Οι εκλογές σε Ελλάδα και Γαλλία, η ρευστότητα γύρω από την ένταξη στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) της Ισπανίας και της Κύπρου, αλλά και η πολιτική κρίση στην Ολλανδία, αύξησαν τις εστίες κλυδωνισμών και την ανησυχία στην Ευρώπη. Η αλλαγή του πολιτικού σκηνικού στη Γαλλία και η επιστροφή μεγάλων οικονομιών (Ισπανία, Ιταλία, Μεγάλη Βρετανία, Ολλανδία) σε ύφεση, οδήγησαν την ΕΕ να αλλάξει την προσέγγισή της αναφορικά με την αποτελεσματική αντιμετώπιση της κρίσης χρέους. Οι πρόσφατες αποφάσεις των θεσμικών οργάνων της ΕΕ για στήριξη της ανάπτυξης με €120δισ. και ενίσχυση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών απευθείας από τα ευρωπαϊκά ταμεία στήριξης, χωρίς να επιβαρύνονται οι κρατικοί προϋπολογισμοί, καθώς και η παρέμβαση των ευρωπαϊκών μηχανισμών (EFSF/ESM) απευθείας στην αγορά ομολόγων (πρωτογενή, δευτερογενή) για την αποσυμπίεση του κόστους δανεισμού των κρατών, αποτελούν ορόσημα για την εξέλιξη της διαχείρισης της κρίσης χρέους στην ΕΖ-17. Επίσης, η μείωση του επιτοκίου αναφοράς από την ΕΚΤ κάτω από το 1% αναμένεται να συμβάλλει στη βελτίωση των συνθηκών ρευστότητας στην ΕΖ-17.

Για τη συνέχεια του 2012, οι προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας βελτιώνονται ελαφρώς. Ωστόσο, η δυναμική της ανάκαμψης παραμένει εύθραυστη, με το παγκόσμιο ΑΕΠ να εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,5% το 2012 (από 3,9% το 2011) και κατά 4,1% το 2013, σύμφωνα με το ΔΝΤ. Αυτές οι εκτιμήσεις είναι οριακά υψηλότερες από τις προηγούμενες (Ιανουάριος 2012). Οι αναπτυγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι θα επιτύχουν ρυθμούς μεγέθυνσης 1,4% το 2012 (από 1,6% το 2011), λόγω κυρίως της επιτάχυνσης της ανάπτυξης σε ΗΠΑ και Ιαπωνία, ενώ η ΕΖ-17 προβλέπεται να κινηθεί σε αρνητικό έδαφος, πρωτίστως λόγω των προγραμμάτων

δημοσιονομικής προσαρμογής. Μικρή επιβράδυνση εκτιμάται για τις αναδυόμενες οικονομίες το τρέχον έτος, στην περιοχή του το 5,7% (από 6,2% πέρυσι), κυρίως λόγω της σημαντικής αποκλιμάκωσης της οικονομικής δραστηριότητας στις χώρες της Κεντρικής-Ανατολικής Ευρώπης (στο 1,9% το 2012 από 5,3% το 2011). Η μικρή ενίσχυση των προοπτικών ανάκαμψης στο σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας προέρχεται από τη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και τις συγκριτικά ηπιότερες δημοσιονομικές πολιτικές που εφαρμόζονται λιτότητας σε σχέση με το προηγούμενο έτος, καθώς σε ειδικούς παράγοντες (πχ. ανοικοδόμηση περιοχών της Ιαπωνίας και της Ταϊλάνδης). Στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής, πολλές Κεντρικές Τράπεζες αντέδρασαν στην επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας με περαιτέρω μείωση του επιτοκίου αναφοράς και επέκταση των έκτακτων μέτρων νομισματικής ‘χαλάρωσης’.

Σε ότι αφορά το παγκόσμιο εμπόριο, η αύξηση του όγκου του αναμένεται να επιβραδυνθεί περαιτέρω το 2012, στο 4% (από 5,8% το 2011 και 12,9% το 2010), πλήττοντας ιδιαίτερα τις αναπτυγμένες χώρες με ισχυρό εξαγωγικό προσανατολισμό. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών στις αναπτυγμένες χώρες εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 2,3% το 2012 (από 5,3% το 2011), όταν οι αναπτυσσόμενες οικονομίες προβλέπεται να διατηρήσουν την εξαγωγική δυναμική τους (αύξηση 6,6% φέτος, έναντι 6,7% το 2011).

Σημαντική υποχώρηση προβλέπεται και στον ρυθμό αύξησης της τιμής του πετρελαίου το τρέχον έτος, στο 10,3%, μετά την ανοδική τάση που παρατηρήθηκε το 2011 (+31,6%). Γενικότερα, το επόμενο διάστημα προβλέπεται αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων στην παγκόσμια οικονομία, με αποτέλεσμα ο ρυθμός πληθωρισμού να διαμορφώνεται στο 1,9% το 2012 (από 2,7% το 2011). Ωστόσο, οι κλιμακούμενες γεωπολιτικές εντάσεις στην περιοχή της Μέσης Ανατολής αποτελούν σημαντικό παράγοντα δυνητικής αστάθειας, που ενδέχεται να ασκήσει ανοδικές πιέσεις στην τιμή του πετρελαίου.

Επισημαίνεται πάντως ότι οι εκτιμήσεις για την παγκόσμια οικονομία ενσωματώνουν σημαντικές πηγές αποκλίσεων, η κυριότερη των οποίων είναι η επιφυλακτικότητα για την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης της κρίσης χρέους στην ΕΖ-17 και τη ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού της τομέα. Η εντεινόμενη μεταβλητότητα και ανησυχία στην ΕΖ-17 έχουν οδηγήσει σε επιδείνωση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά. Οι συνθήκες πιστωτικής επιβράδυνσης (ή και συρρίκνωσης) επηρεάζουν ακολούθως τα μεγέθη της πραγματικής οικονομίας. Επιπλέον, η ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού των ευρωπαϊκών τραπεζών (δάνεια) εξακολουθεί να αποτελεί παράγοντα ανησυχίας, ενώ η εντεινόμενη τάση απομόχλευσής τους και ο περιορισμός της πιστωτικής επέκτασης στις αναδυόμενες αγορές, ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά την αύξηση της επενδύσεων.

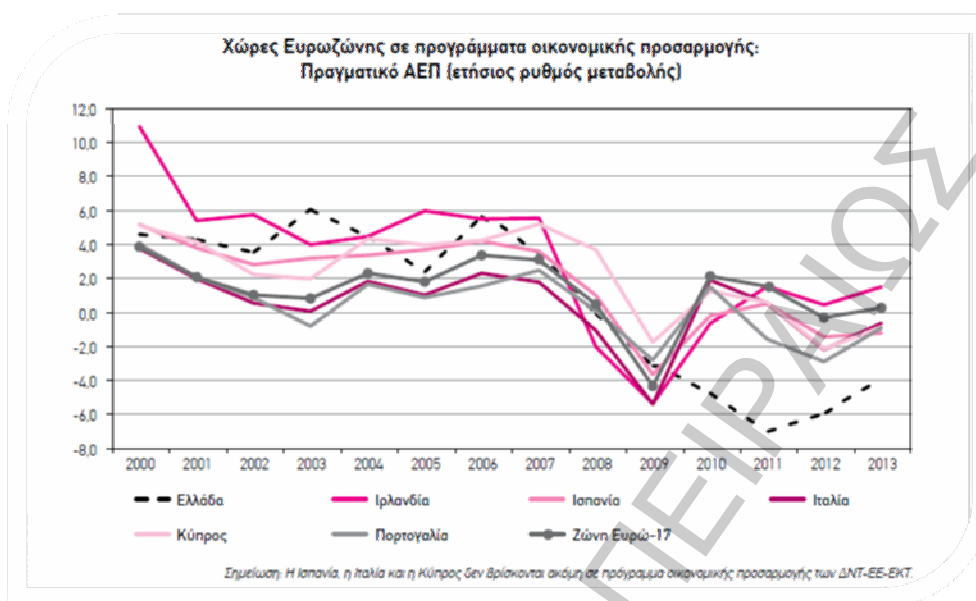
## 1.2 Επισκόπηση της Ελληνικής Οικονομίας

Η ελληνική οικονομία παρέμεινε σε βαθιά ύφεση και το 2012 και το ΑΕΠ υποχώρησε για πέμπτο συνεχόμενο έτος, ενώ η ανεργία σκαρφάλωσε σε νέα ιστορικά υψηλά. Η δημοσιονομική προσαρμογή και οι εφαρμοζόμενες δομικές μεταρρυθμίσεις, που ουσιαστικά είχαν επιβραδυνθεί ή ανασταλεί το 2011, συνεχίστηκαν εντονότερα το 2012 ώστε να εξασφαλιστεί η απομείωση του δημόσιου χρέους, αλλά και το νέο πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης από την τριμερή (ΕΕ-27, ΔΝΤ και ΕΚΤ). Η κορύφωση όμως της πολιτικής αστάθειας και της οικονομικής αβεβαιότητας ως προς τις πιθανές εξελίξεις το πρώτο εξάμηνο το έτους, η μειωμένη αξιοπιστία στο εσωτερικό και το εξωτερικό της χώρας, καθώς και η συνέχιση της μη «οικειοποίησης» από τις πολιτικές δυνάμεις των αναγκαίων διαρθρωτικών μέτρων, επέτειναν τις υφεσιακές επιπτώσεις της εφαρμογής του σταθεροποιητικού προγράμματος. Αρνητικά επέδρασε επίσης η αδυναμία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος να ανταποκριθεί στις ανάγκες χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα λόγω των ζημιών που υπέστη τόσο από την εφαρμογή του προγράμματος απομείωσης του δημόσιου χρέους (Private Sector Involvement– PSI), όσο και από την αναμενόμενη μεγάλη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, λόγω της βαθιάς και πολυετούς ύφεσης. Επιπλέον, οι φόβοι για τον κίνδυνο άτακτης χρεοκοπίας και εξόδου από τη Ζώνη του Ευρώ έπληξαν καίρια την εμπιστοσύνη, έχοντας δραματική επίπτωση τόσο στη συνολική ζήτηση όσο και στη συνολική προσφορά της οικονομίας. Επιβάρυναν περαιτέρω αφενός την εγχώρια ζήτηση, μέσω της αναστολής πραγματοποίησης δαπανών για διαρκή καταναλωτικά και επενδυτικά αγαθά, και αφετέρου την εκροή των καταθέσεων και τη διαθέσιμη για την πραγματική οικονομία ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος.

### Το Ύψος του ΑΕΠ

Το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει κατά 6,0% το 2012, έναντι υποχώρησης κατά 7,1% το 2011. Από όλες τις χώρες της Ζώνης του Ευρώ, μόνο η Ελλάδα και η Πορτογαλία βρέθηκαν σε ύφεση και το 2011 και το 2012 (βλ. Διάγραμμα 1.5). Στην Ελλάδα η μεγάλη πτώση όλων των συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης αντισταθμίστηκε, εν μέρει, από τη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών και των αποθεμάτων. Η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι υποχώρησε κατά 5,7% και η δημόσια περί 11% το 2012 (σε σταθερές τιμές). Αντιθέτως, η μεγάλη ύφεση περιόρισε δραστικά το εμπορικό έλλειμμα. Ο όγκος των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών

εκτιμάται ότι μειώθηκε κατά 18,9%, ενώ ο όγκος των εξαγωγών ενισχύθηκε κατά 7,9%. Ως αποτέλεσμα το εμπορικό έλλειμμα θα περιοριστεί δραστικά στο 3% του ΑΕΠ.

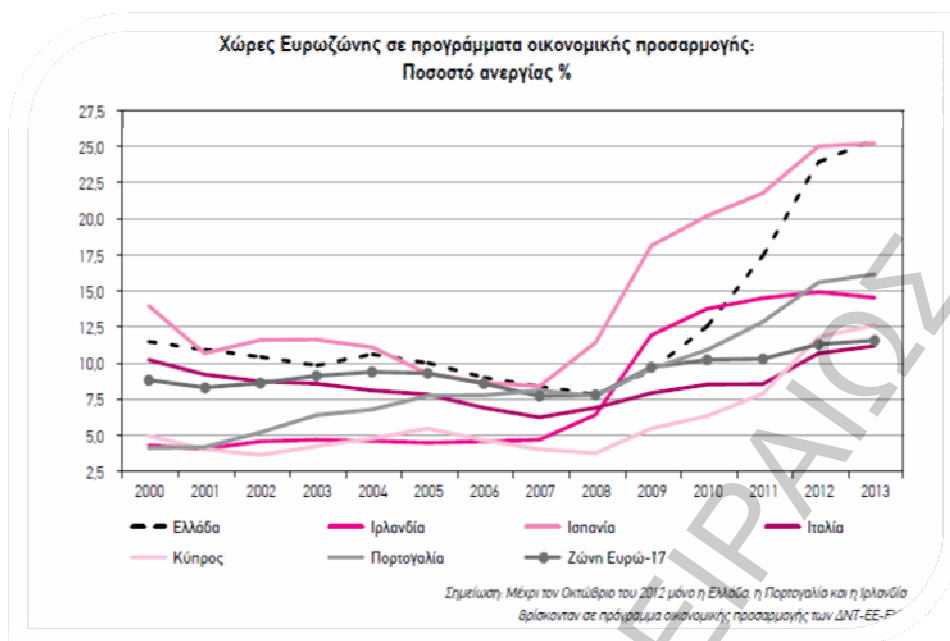


Διάγραμμα 1-1- Πραγματικό ΑΕΠ

## Απασχόληση

Η συνολική απασχόληση επλήγη δραματικά και το 2012, αφού εκτιμάται ότι μειώθηκε περαιτέρω κατά 8,6%. Η μείωση της απασχόλησης έπληξε αποκλειστικά τον ιδιωτικό τομέα και ήταν το αποτέλεσμα του κλεισίματος ή της συρρίκνωσης πολλών επιχειρήσεων λόγω της αβεβαιότητας, της βαθιάς ύφεσης και των έκτακτων φορολογικών μέτρων. Μόνον οι εγγεγραμμένοι άνεργοι στον ΟΑΕΔ έφθασαν το Σεπτέμβριο του 2012 τις 892.000. Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι αυξήθηκε σε νέο ιστορικό υψηλό, στο 23,8%, έναντι 17,3% το 2011 και μόλις 7,7% το 2008. Το 44% της ανεργίας αυτής υπολογίζεται ότι αφορά μακροχρόνια ανέργους. Η Ελλάδα το 2011 και το 2012 έχει το δεύτερο υψηλότερο ποσοστό ανεργίας σε όλη την ΕΕ-27, μετά την Ισπανία.



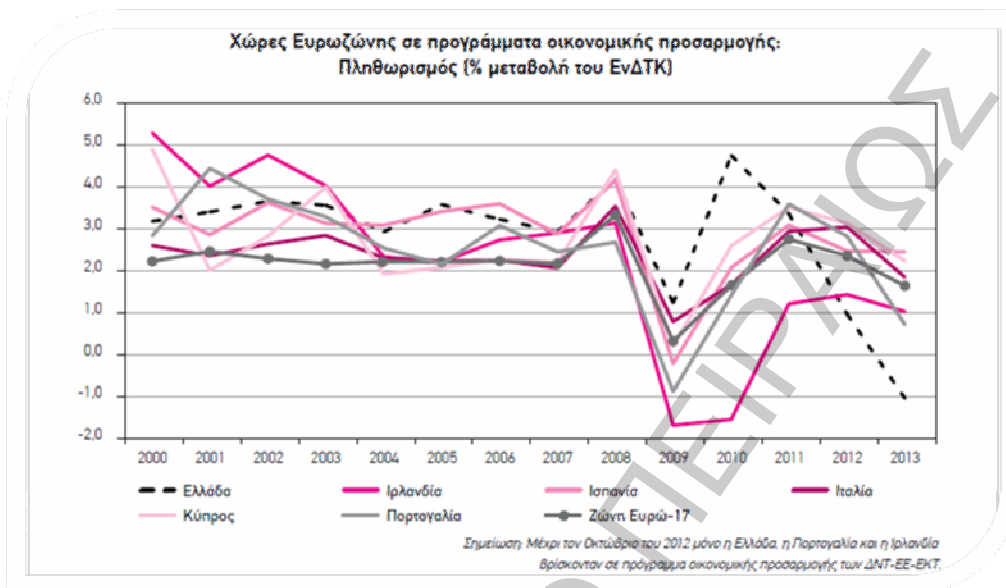


Διάγραμμα 1-2 - Ποσοστό ανεργίας

## Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός (βάσει του Εναρμονισμένου ΔΤΚ) υποχώρησε το 2012 στο 0,9% από 3,3% το 2011 κυρίως λόγω της πτώσης της τελικής ζήτησης και της επικράτησης συνθηκών υπερβάλλουσας προσφοράς, αλλά και της σταδιακής εξάλειψης της επίδρασης βάσης από τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων και καυσίμων την προηγούμενη περίοδο. Λόγω της μεγάλης υποαπασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών, το «παραγωγικό κενό», δηλαδή η ποσοστιαία απόσταση μεταξύ δυνητικού και πραγματικού προϊόντος, διευρύνθηκε στο 6,7% το 2012 από 2,1% το 2011. Στην πτώση της εγχώριας ζήτησης και του πληθωρισμού συνέβαλε η σημαντική μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (κατά 8,1%). Αυτή προήλθε αφενός από τις μειώσεις στις αποδοχές των δημοσίων υπαλλήλων και των υπαλλήλων των ΔΕΚΟ λόγω της δημοσιονομικής προσαρμογής, αφετέρου από τις πτωτικές πιέσεις που ασκεί στις αποδοχές του ιδιωτικού τομέα ο μεγάλος αριθμός ανέργων που αναζητεί εργασία, όσο και οι θεσμικές αλλαγές στο καθεστώς των συλλογικών διαπραγματεύσεων που επέφερε η εφαρμογή των δεσμεύσεων του Μνημονίου. Το γενικό επίπεδο τιμών δεν υποχώρησε ούτε το 2012, παρά την υποχώρηση του μισθολογικού κόστους, διότι οι επιχειρήσεις βρέθηκαν με μικρότερα ή και αρνητικά περιθώρια κέρδους λόγω πολλών άλλων έκτακτων επιβαρύνσεων, όπως το υψηλότερο κόστος εισαγόμενων πρώτων υλών, οι δυσχέρειες στη χρηματοδότηση, η αύξηση των φορολογικών επιβαρύνσεων, η μη επιστροφή ΦΠΑ κ.λπ. Η συνέχιση της μεγάλης ύφεσης και το 2013

εκτιμάται ότι θα έχει ως αποτέλεσμα η Ελλάδα να σημειώσει για πρώτη φορά αρνητικό πληθωρισμό, όπως σημείωσαν η Ισπανία και η Πορτογαλία το 2009, αλλά και η Ιρλανδία το 2009 και το 2010.



Διάγραμμα1-3 - Πληθωρισμός

## Οι προοπτικές

Το 2011 το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) μειώθηκε κατά 7,1% εξαιτίας κυρίως της μείωσης των εισοδημάτων. Το 2012 προβλέπεται και πάλι αρνητική μεταβολή, εξαιτίας της περαιτέρω μείωσης της ζήτησης στο εσωτερικό της χώρας και του αρνητικού κλίματος στον τομέα των επενδύσεων. Ωστόσο, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η μεταβολή θα είναι μικρότερη από το 2011 και θα αγγίζει το -6,0%. Το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης κατά το 2011 διαμορφώθηκε στο 9,4%, έναντι του 10,7% που είχε καταγραφεί για το 2010, εμφανίζοντας τάση αποκλιμάκωσης η οποία φαίνεται ότι θα διατηρηθεί και το 2012, όπου εκτιμάται ότι το έλλειμμα θα διαμορφωθεί στο 6,8% του ΑΕΠ.

Οι αναθεωρημένες προβλέψεις για το 2013 και το 2014 παρουσιάζουν το έλλειμμα στο 5,5% και 4,6% αντίστοιχα. Το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ανήλθε στο 170,6% του ΑΕΠ έναντι του 148,3% που καταγράφηκε για το 2010. Το 2012 αναμένεται να κινηθεί και πάλι ανοδικά, φθάνοντας στο 176,7%, τάση που φαίνεται να συνεχίζεται έως και το 2014, όπου αναμένεται να αντιστραφεί, λόγω της προβλεπόμενης βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας και της

συνεχιζόμενης μείωσης του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κυμάνθηκε στο 11,7% του ΑΕΠ το 2011 έναντι του 12,8% το 2010, ενώ προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 8,3% εντός του 2012 και στο 6,3% εντός του 2013. Ο πληθωρισμός (Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή) διαμορφώθηκε το 2011 στο 3,1%, μειωμένος σε σχέση με τον αντίστοιχο του 2010 (4,7%), μείωση που οφείλεται, μεταξύ άλλων, στις τιμές του πετρελαίου και στη μείωση της κατανάλωσης, ενώ αναμένεται να εμφανιστούν αποπληθωριστικές τάσεις από το 2013 (-0,8%) και μετά (2014: -0,4%), σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Για το 2012, ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 1,1%. Τέλος, στον τομέα της απασχόλησης, το ποσοστό της ανεργίας το 2011 εμφανίστηκε αυξημένο στο επίπεδο του 17,7% έναντι του 12,6% το 2010, με τάση περαιτέρω αύξησης, στο 23,6% για το 2012, και τάση αποκλιμάκωσης από το 2013 και έπειτα.

<b>Ποσοστιαίες μεταβολές βασικών μακροοικονομικών μεγεθών</b>					
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
ΑΕΠ (ετήσια % μεταβολή)	-4,9	-7,1	-6	-4,2	0,6
Έλλειμμα (-)/Πλεόνασμα (+) Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	-10,7	-9,4	-6,8	-5,5	-4,6
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	148,3	170,6	176,7	188,4	188,9
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (%)	-12,8	-11,7	-8,3	-6,3	-5,2
Πληθωρισμός (ΕΔΤΚ) (%)	4,7	3,1	1,1	-0,8	-0,4
Ανεργία (%)	12,6	17,7	23,6	24	22,2
<b>Πηγή: European Economic Forecast - Autumn 2012</b>					

Πίνακας 1-1 Ποσοστιαίες μεταβολές βασικών μακροοικονομικών μεγεθών

## 2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

### 2.1 Έννοια του Πιστωτικού Ιδρύματος

Τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν τον κύριο χρηματοοικονομικό οργανισμό σε κάθε οικονομία. Στη χώρα μας το πρώτο πιστωτικό ίδρυμα που ιδρύθηκε ήταν η Ιονική Τράπεζα(1834) και ακολούθησε η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία ιδρύθηκε το 1841. Ουσιαστικά, το θεσμικό πλαίσιο για τα πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες) στη χώρα μας άρχισε να διαμορφώνεται με το νόμο 5076/1931 «περί Ανωνύμων Εταιρειών και Τραπεζών». Στο άρθρο 10 παρ.1 του νόμου αυτού, ορίζεται ότι: «Τράπεζαι είναι αι επιχειρήσεις αίτινες, ανεξαρτήτως ετέρου σκοπού αυτών, δέχονται κατ' επάγγελμα καταθέσεις χρημάτων ή άλλων αξιών».

Πέραν της ανωτέρω, έχουν επιχειρηθεί διάφορες προσεγγίσεις στον ορισμό της τράπεζας ή της τραπεζικής επιχείρησης. Μία πρώτη προσέγγιση δέχεται ότι Τράπεζα είναι η επιχείρηση που κατά κύριο επάγγελμα ενεργεί πιστωτικές εργασίες. Μια άλλη προσδιορίζει την τράπεζα ως την επιχείρηση που προβαίνει στη συγκέντρωση κοινωνικής αποταμίευσης και τη διοχετεύει με κέρδος προς διάφορους κλάδους της οικονομίας. Με λίγα λόγια, το τραπεζικό σύστημα βελτιώνει την κατανομή των πόρων της οικονομίας προσφέροντας μία εξομάλυνση στην κατανομή των εισοδημάτων και των επενδύσεων των νοικοκυριών και επιχειρήσεων.

Η βελτίωση στην κατανομή των πόρων<sup>1</sup> προέρχεται από τις τέσσερις ξεχωριστές βασικές λειτουργίες του τραπεζικού συστήματος:

- Προσφορά πρόσβασης σε ένα σύστημα συναλλαγών,
- Διακίνηση κεφαλαίων,
- Διαχείριση του κινδύνου,
- Παραγωγή πληροφοριών, κατευθύνοντας τους δανειστές.

Παρά τη διαφορετική του αφετηρία, όλες οι προσεγγίσεις συγκλίνουν στο ότι η τραπεζική επιχείρηση δραστηριοποιείται κατά κύριο λόγο στην εμπορία χρήματος και ότι η δραστηριοποίησή και σε άλλες χρηματοοικονομικές εργασίες δεν διαφοροποιεί το κύριο

---

1Π.Ε. Πετράκης «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Τραπεζική Οικονομική», Τόμος Γ', Εκδόσεις Π.Ε. Πετράκης, 2002, σελ 308.

χαρακτηριστικό της. Δεν είναι δυνατόν να καλύψουν την έννοια της σύγχρονης τράπεζας ή του σύγχρονου πιστωτικού ιδρύματος, που πέραν της αποδοχής καταθέσεων δραστηριοποιούνται σε ένα ευρύ φάσμα εργασιών και υπηρεσιών.

Η έννοια<sup>2</sup>, η ίδρυση, η λειτουργία και οι εργασίες των πιστωτικών ιδρυμάτων (τραπεζών) στην Ελλάδα, ρυθμίζονται από την πρώτη τραπεζική οδηγία (οδηγία 77/780) και κυρίως από τη δεύτερη τραπεζική οδηγία (οδηγία 89/646) της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες έχουν ενσωματωθεί στην Ελληνική Τραπεζική νομοθεσία με το ν. 2076/1.8.1992. Οι δύο τραπεζικές οδηγίες καθώς και σειρά άλλων που αναφέρονται στην ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων έχουν ενοποιηθεί στην οδηγία 2000/12/EK.

Σύμφωνα με τον ν. 2076/1.8.1992, εκσυγχρονίζεται το πλαίσιο λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα. Στην παρ. 1 του άρθρου 2 του νόμου ορίζεται ότι: « Πιστωτικό Ίδρυμα είναι η επιχείρηση η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στην αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό και στην χορήγηση πιστώσεων για λογαριασμό της».

Από τα προηγούμενα, γίνεται αντιληπτό ότι οι οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν αναφέρουν τον όρο «τράπεζα» αλλά τον όρο «πιστωτικό ίδρυμα». Αυτό δεν είναι τυχαίο αφού σήμερα οι δραστηριότητες όλων των οργανισμών που δραστηριοποιούνται στο χώρο της παροχής πίστης και της κίνησης κεφαλαίων στο μεγαλύτερο μέρος τους μπορεί να ταυτιστούν. Δηλαδή, οι συνεχώς και με διαρκώς υψηλότερη ταχύτητα μεταβαλλόμενες συνθήκες στο οικονομικό περιβάλλον δεν έχουν αφήσει ανεπηρέαστο και το τραπεζικό σύστημα. Οι τράπεζες και γενικότερα οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί περιορίζουν σταδιακά τις παραδοσιακές τους λειτουργίες και στρέφονται σε νέες δραστηριότητες ή σε δραστηριότητες που μέχρι πρότινος αποτελούσαν προνόμιο συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών οργανισμών. Στη στροφή αυτή συμβάλλει καθοριστικά η συνεχής εξελισσόμενη τεχνολογία, το αναπροσαρμοσμένο θεσμικό πλαίσιο και τα συνεχώς εμφανιζόμενα νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία. Έτσι οι τράπεζες διευρύνουν συνεχώς τις δραστηριότητες τους, οι οποίες καλύπτουν όλο το φάσμα της διοχέτευσης κεφαλαίων στην οικονομία.

Σήμερα, στην Ελλάδα, η προσαρμογή του χρηματοοικονομικού χώρου και του τραπεζικού συστήματος στις διεθνείς εξελίξεις είναι σχεδόν πλήρης, ακολουθώντας και τις επικρατούσες

---

<sup>2</sup> Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, «Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι», Εκδόσεις Σταμούλης, Έκδοση 2005, σελ. 57-59.

στο περιβάλλον της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνθήκες, που πλέον διαμορφώνονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

## 2.2 Διάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος 2011-2012

Για την ελληνική οικονομία το 2011 αποτέλεσε, όπως άλλωστε αναμενόταν, έτος ιδιαίτερα αρνητικών εξελίξεων με συγκέντρωση του διεθνούς ενδιαφέροντος γύρω από το δημόσιο χρέος και την πολιτική αβεβαιότητα. Για την αντιμετώπιση των μεγάλων οικονομικών ανισορροπιών συνεχίστηκε η λήψη μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής, ενώ τον Φεβρουάριο του 2012 συμφωνήθηκε το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής στήριξης από την Ευρωπαϊκή Ένωση, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το οποίο περιελάμβανε, όχι μόνο μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής, αλλά και μια σειρά από διαρθρωτικές αλλαγές, καθώς και εθελοντικό πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων του ιδιωτικού τομέα, το οποίο και ολοκληρώθηκε τον Μάρτιο του 2012. Στόχος του προγράμματος είναι ο περιορισμός των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και η σταδιακή αποκλιμάκωση του υψηλού δημόσιου χρέους, η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και η ανάκτηση της εμπιστοσύνης των αγορών.

Το 2011 η ελληνική οικονομία βρέθηκε για τέταρτη χρονιά σε τροχιά συρρίκνωσης της οικονομικής δραστηριότητας. Το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 7,1% (2010: -4,9%), με βασικότερα χαρακτηριστικά τη σημαντική πτώση της εγχώριας κατανάλωσης, ιδιωτικής και δημόσιας και τη ραγδαία άνοδο του ποσοστού ανεργίας στο επίπεδο του 17,7% από 9,5% το 2009, με επιταχυνόμενη τάση. Στη δύσκολη αυτή συγκυρία η υλοποίηση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής έφερε τα πρώτα θετικά αποτελέσματα με τη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης το 2011 κατά έξι ποσοστιαίες μονάδες έναντι του 2009, στο 9,4% του ΑΕΠ. Σε αυτό το οικονομικό περιβάλλον το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήρθε αντιμέτωπο με πρωτόγνωρες προκλήσεις και έντονη αβεβαιότητα. Οι συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών, αποτέλεσμα των αντίστοιχων υποβαθμίσεων της χώρας, ο συνεχιζόμενος αποκλεισμός τους από τις διεθνείς αγορές άντλησης κεφαλαίων, αλλά και ο περιορισμός της ρευστότητάς τους από την έντονη εκροή καταθέσεων που παρατηρήθηκε στην ελληνική αγορά και κατά τη διάρκεια του 2011 αντισταθμίστηκαν κυρίως από τα συνδυασμένα μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας εκ μέρους του ελληνικού Δημοσίου, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του μηχανισμού Έκτακτης Παροχής Ρευστότητας (ELA) της Τράπεζας της Ελλάδος.

Το 2012 ήταν μια ακόμα δύσκολη χρονιά για τη χώρα μας και το τραπεζικό της σύστημα. Ενώ το διεθνές οικονομικό περιβάλλον παρουσιάζει σταδιακή ανάκαμψη, η Ελλάδα βρίσκεται σε φάση ύφεσης για πέμπτη συνεχόμενη χρονιά, με εκτίμηση για αναστροφή του οικονομικού κλίματος από το 2014. Ταυτόχρονα, όταν τον Μάρτιο του 2012 ολοκληρώθηκε το εθελοντικό πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI+), οι ελληνικές τράπεζες συμμετείχαν με ποσό ομολόγων και ομολογιακών δανείων περίπου € 50 δισ., ένα μέγεθος που αποτελούσε περίπου το 25% της συνολικής περιμέτρου του προγράμματος. Η ενέργειά τους αυτή βοήθησε καθοριστικά στην επιτυχία του PSI+ και στο υψηλό τελικό ποσοστό συμμετοχής των ιδιωτών σε αυτό (96,6%). Ωστόσο, η εθελοντική αυτή συνδρομή προς το Δημόσιο είχε τεράστιο κόστος για τις ελληνικές τράπεζες. Αναγκάστηκαν να καταγράψουν εκτιμώμενες ζημιές (προ-φόρων) ύψους περίπου € 38 δισ.:

- τόσο λόγω της συμμετοχής τους στο PSI+,
- όσο και λόγω της (μειωμένης) αποτίμησης των νέων ομολόγων του Δημοσίου βάσει της τρέχουσας αξίας τους.

Επίσης, τον Δεκέμβριο του 2012, οι ελληνικές τράπεζες συμμετείχαν στην επαναγορά ομολόγων σε συνέχεια των αποφάσεων του Eurogroup για την Ελλάδα στις 27 Νοεμβρίου. Σύμφωνα με τους σχετικούς υπολογισμούς, οι ελληνικές τράπεζες συμμετείχαν με ποσό ομολόγων περίπου € 14 δισ., ένα μέγεθος που αποτέλεσε περίπου το 45% της συνολικής περιμέτρου του προγράμματος, συμβάλλοντας τα μέγιστα στην έγκριση εκταμίευσης της δεύτερης δόσης, συνολικού ποσού 49,1 δισ. ευρώ, στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδας που συμφωνήθηκε τον Φεβρουάριο του 2012.

Παρά τα προβλήματα όμως αυτά οι τράπεζες έδειξαν και εξακολουθούν να δείχνουν αξιοσημείωτη αντοχή. Κάτω από τις σημερινές συνθήκες, η πρόκληση για το τραπεζικό μας σύστημα έχει τέσσερις πτυχές:

- να ολοκληρωθεί, έως το τέλος Απριλίου 2013, η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησής του, επαναφέροντας την εμπιστοσύνη καταθετών και επενδυτών,
- να συνεχιστεί η συγκράτηση των λειτουργικών του εξόδων,
- να θωρακιστεί από την επίδραση των αυξημένων μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της βαθιάς ύφεσης, και
- να συνδράμει τη στήριξη της πραγματικής οικονομίας της χώρας μας και των διεθνών δραστηριοτήτων του.

Οι τράπεζες που ασκούν δραστηριότητα στη χώρα μας είναι έτοιμες να αντιμετωπίσουν αυτές τις προκλήσεις, συνεχίζοντας να στηρίζουν, όσο και αν αυτό δεν αναδεικνύεται στον δημόσιο διάλογο, επιχειρήσεις και νοικοκυριά της χώρας μας που σέβονται τη συναλλακτική ηθική και προσπαθούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

Κατά τη διάρκεια της τρέχουσας δυσμενούς οικονομικής συγκυρίας, οι τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα έχουν προβεί και προβαίνουν διαρκώς σε εκτενέστερες ρυθμίσεις των κάθε κατηγορίας δανείων και οφειλών προς αυτές, στεγαστικών, καταναλωτικών και επιχειρηματικών. Σε συνεχή βάση, δημιουργούνται και εφαρμόζονται από το σύνολο των τραπεζών συγκεκριμένα προγράμματα ρύθμισης, που απευθύνονται - ανά τράπεζα - σε όλες ανεξαιρέτως τις κατηγορίες οφειλετών, με ειδική μέριμνα στη διευκόλυνση και ελάφρυνση όσων επλήγησαν ή πλήττονται περισσότερο από την κρίση, όπως των ανέργων, των απολυμένων, των συνταξιούχων και όσων υπέστησαν σοβαρή μείωση των εισοδημάτων τους.

### **2.3 Φορείς που Δραστηριοποιούνται στο Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα 2011-2012**

Λόγω της παγκοσμιοποίησης της τραπεζικής αγοράς, της ελεύθερης κυκλοφορίας ανθρώπων, επιχειρήσεων και κεφαλαίων και των δυνατοτήτων που παρέχει η σύγχρονη τεχνολογία επικοινωνιών, οι έλληνες συναλλασσόμενοι μπορούν σήμερα να αναζητούν και να επιλέγουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες από έναν πολύ μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων και τους ανά τον κόσμο ανταποκριτές ή συνεργάτες τους. Στοιχεία για τις κατηγορίες φορέων παροχής τραπεζικών υπηρεσιών στην Ελλάδα δημοσιεύει τακτικά η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ). Οι πιο πρόσφατες σχετικές δημοσιεύσεις περιέχουν πίνακες και καταλόγους σύμφωνα με τους οποίους τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες προσφέρονται σήμερα στην Ελλάδα από 487, έναντι 466 το προηγούμενο έτος, πιστωτικούς οργανισμούς. Τους οργανισμούς αυτούς η ΤτΕ ταξινομεί ως εξής:

- 52 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα
- 374 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ), που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες χωρίς επί τόπου παρουσία τους και
- 61 λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος.



## **Πιστωτικά ιδρύματα με έδρα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα**

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤτΕ, τον Νοέμβριο του 2012 ήταν στην Ελλάδα εγκατεστημένα και λειτουργούσαν 52 πιστωτικά ιδρύματα (έναντι 62 τον Νοέμβριο του 2011), εκ των οποίων:

- 29 πιστωτικά ιδρύματα (16 εμπορικές και 13 συνεταιριστικές τράπεζες) που έχουν καταστατική έδρα στην Ελλάδα, έχουν αδειοδοτηθεί και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος και υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης (κοινοτικό διαβατήριο) σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 3601/2007,
- 18 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και, επίσης, υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης (κοινοτικό διαβατήριο) του ν. 3601/2007, εποπτευόμενα από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής των πιστωτικών ιδρυμάτων,
- 4 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς δεν υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης, και
- 1 πιστωτικό ίδρυμα που έχει εξαιρεθεί από την εφαρμογή του ν. 3601/2007, δηλαδή το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.

Έως το τέλος Νοεμβρίου 2012 αποχώρησαν από τη χώρα μας τέσσερα υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων με έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ένα υποκατάστημα πιστωτικού ιδρύματος με έδρα σε κράτος εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ πέντε πιστωτικά ιδρύματα (2 εμπορικές και 3 συνεταιριστικές τράπεζες) έπαψαν τη λειτουργία τους μετά την ολοκλήρωση της διευθέτησής τους (resolution), σύμφωνα με τα οριζόμενα στον ν. 3601/2007, όπως ισχύει.

## **Πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ αποστάσεως**

Επιπλέον των παραπάνω πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν μόνιμη εμπορική παρουσία στην Ελλάδα, τραπεζικές υπηρεσίες (πληρωμών ή χρηματοδότησης) προς ελληνικά φυσικά ή νομικά πρόσωπα δύνανται, επίσης, να παρέχουν, και παρέχουν, 374 πιστωτικά ιδρύματα (έναντι 350 τον Νοέμβριο του 2011), τα οποία εδρεύουν σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (EOX). Τα εν λόγω πιστωτικά ιδρύματα εποπτεύονται από τις αρμόδιες αρχές της χώρας

καταγωγής τους και, κατά τα προβλεπόμενα από τον ν. 3601/2007, έχουν απλώς γνωστοποιήσει στην Τράπεζα της Ελλάδος «ενδιαφέρον παροχής υπηρεσιών χωρίς εγκατάσταση».

Πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ αποστάσεως			
Χώρα προέλευσης	Αριθμός ιδρυμάτων	Χώρα προέλευσης	Αριθμός ιδρυμάτων
Αυστρία	32 (28)	Λιχτενστάιν	5(3)
Βέλγιο	6(6)	Λετονία	1(0)
Γαλλία	44 (40)	Λουξεμβούργο	38(33)
Γερμανία	50 (46)	Μάλτα	7(7)
Γιβραλτάρ	5(6)	Νορβηγία	3(2)
Δανία	4(4)	Ολλανδία	26 (26)
Εσθονία	1(1)	Ουγγαρία	2(2)
Ηνωμένο Βασίλειο	81 (79)	Πολωνία	1(1)
Ιρλανδία	30(30)	Πορτογαλία	3(3)
Ισλανδία	2(1)	Σουηδία	3(3)
Ισπανία	5(6)	Τσεχία	1(1)
Ιταλία	11(8)	Φινλανδία	6(7)
Κύπρος	7(7)		
<b>Σύνολο: 374 (350)</b>			
<i>Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Πίνακες Εποπτευομένων Ιδρυμάτων, Νοέμβριος 2012</i>			

Πίνακας2-1Πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ αποστάσεως

Στο χρονικό διάστημα Νοέμβριος 2011 - Νοέμβριος 2012 ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων αυτής της κατηγορίας αυξήθηκε κατά 7%, με σημαντικότερη συμβολή στην ανωτέρω αύξηση να παρουσιάζουν τα πιστωτικά ιδρύματα από Λουξεμβούργο, Αυστρία, Γερμανία και Γαλλία. Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι, το 71% των πιστωτικών ιδρυμάτων που παρέχουν στην Ελλάδα εξ αποστάσεως χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες είναι εγκατεστημένα και λειτουργούν σε κράτη μέλη της ευρωζώνης. Μεταξύ των κρατών μελών της ευρωζώνης μόνο πιστωτικά ιδρύματα εγκατεστημένα στη Σλοβενία και Σλοβακία δεν έχουν γνωστοποιήσει μέχρι σήμερα σχετικό ενδιαφέρον στην Τράπεζα της Ελλάδος.

#### Λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Επιπλέον των προαναφερθέντων πιστωτικών ιδρυμάτων, στην Ελλάδα λειτουργούν άλλες 61 εταιρείες (έναντι 54 τον Νοέμβριο του 2011) του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι οποίες εξειδικεύονται στην παροχή συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (εκτός της

αποδοχής καταθέσεων από το κοινό, υπηρεσία που σύμφωνα με τη νομοθεσία επιτρέπεται να παρέχεται μόνον από τα πιστωτικά ιδρύματα) και εποπτεύονται, επίσης, από την Τράπεζα της Ελλάδος. Η κατανομή τους ανά κατηγορία επιχειρήσεων έχει ως εξής:

<b>Λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος</b>	
<b>Αριθμός εταιρειών</b>	
Ανταλλακτήρια Συναλλάγματος	11 (10)
Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	12(12)
Εταιρείες Πρακτορείας Επιχειρηματικών Απαιτήσεων	5(5)
Εταιρείες Παροχής Πιστώσεων	4(4)
Ιδρύματα Ηλεκτρονικού Χρήματος (χωρίς εγκατάσταση)	13(11)
Χρηματοδοτικά Ιδρύματα (χωρίς εγκατάσταση)	1(2)
Ιδρύματα Πληρωμών	11(7)
Αντιπρόσωποι/Υποκαταστήματα Ιδρυμάτων Πληρωμών του ΕΟΧ που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα	4(3)
<b>Σύνολο: 61 (54)</b>	

Πίνακας2-2Λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Με εξαίρεση τα χρηματοδοτικά ιδρύματα χωρίς εγκατάσταση στην Ελλάδα, ο αριθμός των εταιρειών λοιπών κατηγοριών παρουσιάστηκε αυξητικός ή αμετάβλητος ως προς τους απόλυτους αριθμούς των δραστηριοποιούμενων εταιρειών. Το γεγονός αυτό αναδεικνύει το συνεχιζόμενο έντονο ενδιαφέρον διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών για την ελληνική αγορά και τον έντονο ανταγωνισμό στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί πως, τον Αύγουστο του 2012, δεκατέσσερις (14) τράπεζες, από οκτώ ευρωπαϊκές χώρες και τις ΗΠΑ, διατηρούσαν στη χώρα μας γραφεία αντιπροσωπείας.

#### **2.4 Αριθμός τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, την ευρωζώνη και την Ελλάδα και εναλλακτικά δίκτυα διανομής χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπηρεσιών στην Ελλάδα**

Η τάση αύξησης του αριθμού των τραπεζικών καταστημάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην ευρωζώνη διακόπηκε κατά τη διάρκεια του 2009, παρουσίασε σταθεροποιητικές τάσεις το 2010 και επιδεινώθηκε σημαντικά το 2011.

Ειδικότερα, σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ο αριθμός των καταστημάτων των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην

Ελλάδα ανήλθε, στο τέλος του 2011, στα επίπεδα του 2007 (3.845 τραπεζικά καταστήματα). Η τάση στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην ευρωζώνη ήταν, αντίθετα με την Ελλάδα, αρνητική (-4,35% και -3,78%, αντίστοιχα). Ωστόσο, η τάση συρρίκνωσης του δικτύου των τραπεζικών καταστημάτων το 2011, έναντι του 2010, ήταν υψηλότερη στην Ελλάδα (-3,99%) έναντι της Ευρωπαϊκής Ένωσης (-3,12%) και της ευρωζώνης (-3,08%).

Η τάση συρρίκνωσης του δικτύου των τραπεζικών καταστημάτων στην Ελλάδα αναμένεται να συνεχιστεί την επόμενη διετία (2012 και 2013), κυρίως ως αποτέλεσμα της διαδικασίας συγκέντρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος μετά την επικείμενη ολοκλήρωση μιας σειράς συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αρχές του 2013.

Αριθμός καταστημάτων τραπεζών (2007-2011)							
	2007	2008	2009	2010	2011	Μεταβολή % (2011-2007)	Μεταβολή % (2011-2010)
Ελλάδα	3.850	4.098	4.078	4.005	3.845	0	-3,99
Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ-27)	233.333	237.647	232.424	230.387	223.188	-4,35	-3,12
Ευρωζώνη (ΕΕ-17)	183.673	186.256	183.608	182.350	176.722	-3,78	-3,08

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, -2012

Πίνακας 2-3 Αριθμός καταστημάτων τραπεζών (2007-2011)

Κατά τη διάρκεια του 2011, συστηματική υπήρξε η προσπάθεια των εγκατεστημένων στη χώρα μας τραπεζών να αναπτύξουν εναλλακτικά δίκτυα διανομής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, όπως αυτόματες ταμειολογιστικές μηχανές (ΑΤΜ), τηλεφωνική τραπεζική (phone banking) και ηλεκτρονική τραπεζική (e-banking και m-banking). Η προσπάθεια αυτή είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση του αριθμού των ΑΤΜ σε ποσοστό αντίστοιχο με αυτό των τραπεζικών καταστημάτων (2011: 7.277, 2010: 7.580), όσο και την αναβάθμιση και διεύρυνση των υπηρεσιών που παρέχονται μέσω αυτών, καθώς, πέραν των παραδοσιακών υπηρεσιών κατάθεσης και ανάληψης μετρητών και ερώτησης υπολοίπου, είναι πλέον δυνατή η πραγματοποίηση ποικίλων τραπεζικών συναλλαγών, όπως η μεταφορά κεφαλαίων σε λογαριασμούς τρίτων, η πληρωμή οφειλών από πιστωτικές κάρτες, καθώς και η πληρωμή λογαριασμών λοιπών επιχειρήσεων (π.χ. κοινής ωφέλειας).

Εντυπωσιακή υπήρξε, τέλος, λαμβανομένων υπόψη των αναλογιών, η συνεχιζόμενη αύξηση των εγγεγραμμένων χρηστών στις υπηρεσίες ηλεκτρονικής τραπεζικής που έχουν αναπτύξει οι ελληνικές τράπεζες. Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΕΤ, στο πρώτο εξάμηνο του 2012, περισσότερα από 2.761.654 (2010: 2.400.805) φυσικά και νομικά πρόσωπα ήταν εγγεγραμμένοι χρήστες σε

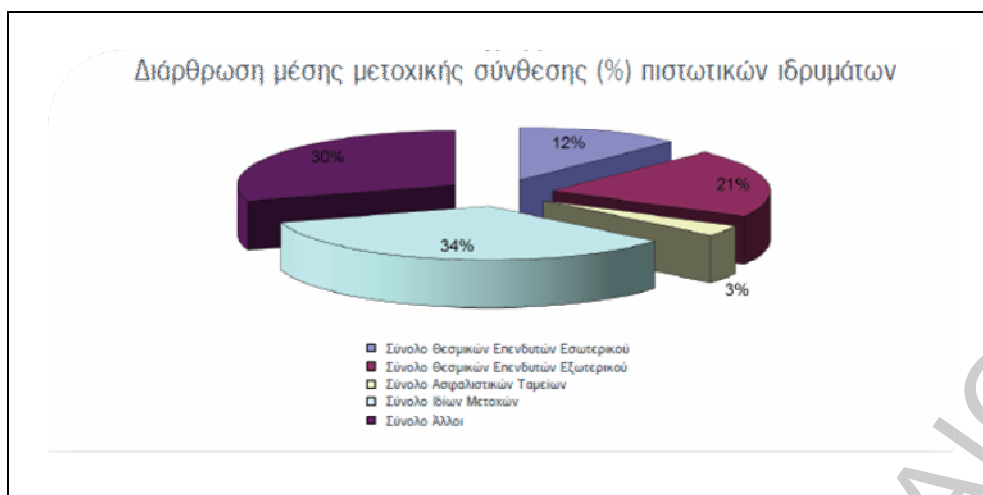
υπηρεσίες ηλεκτρονικής τραπεζικής, σημειώνοντας ετήσια αύξηση 15% (έναντι ετήσιας αύξησης 12% μεταξύ Α' εξαμήνου 2011 και Α' εξαμήνου 2010).

Η αξία των εγχρημάτων συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων των ενδοτραπεζικών, διατραπεζικών και χρηματιστηριακών συναλλαγών, παρουσίασε, σε ετήσια βάση, θεαματική αύξηση της τάξης του 45% (Α' εξάμηνο 2012: 23,3 δισ. ευρώ, Α' εξάμηνο 2011: 15,9 δισ. ευρώ). Τέλος, εξαιρετική απήχηση στο συναλλακτικό κοινό εμφάνισαν και οι υπηρεσίες χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μέσω φορητών τηλεφώνων (m-banking) με περισσότερους από 115 χιλιάδες.

## **2.5 Μετοχολόγιο των Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών Εμπορικών Τραπεζών 2011-2012**

Το μετοχολόγιο των δώδεκα (12) εισηγμένων σήμερα στο Χρηματιστήριο Αθηνών εμπορικών τραπεζών, συντίθεται από ιδιώτες, Έλληνες και ξένους θεσμικούς επενδυτές, ασφαλιστικά ταμεία, καθώς και φορείς του ευρύτερου δημόσιου τομέα, χαρακτηρίζεται από έντονη διασπορά, καθώς και από ενισχυμένη διαπραγματευσιμότητα σε καθημερινή βάση.

Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα οι θεσμικοί επενδυτές, Έλληνες και ξένοι, καταλαμβάνουν ποσοστό που προσεγγίζει το 33% της μετοχικής σύνθεσης των τραπεζών (Ιούνιος 2011: 45%), οι ίδιες μετοχές ακολουθούν με ποσοστό 34%, οι λοιποί μέτοχοι (π.χ. ιδιώτες, ιδρύματα/κληροδοτήματα, Α.Ε./Ε.Π.Ε./Ο.Ε., Δημόσιο, κ.λπ.) με ποσοστό 30%, και τα ασφαλιστικά ταμεία με ποσοστό 3% επί της μετοχικής σύνθεσης. Η επίπτωση από το εθελοντικό πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων του ιδιωτικού τομέα (PSI+), τον Μάρτιο 2012, αποτυπώνεται στις μετοχικές συνθέσεις των ελληνικών τραπεζών, καθότι πολλά ασφαλιστικά ταμεία και δη οι θεσμικοί επενδυτές του εξωτερικού μείωσαν την παρουσία τους. Η απουσία της τελευταίας κατηγορίας επενδυτών αντικατοπτρίζεται και στις καθημερινές συνεδριάσεις του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 2ο τρίμηνο του 2012, όπου η διακύμανση του ημερήσιου κύκλου εργασιών του δείκτη ανέρχεται, κατά μέσο όρο, μεταξύ των 20 και 50 εκατομμυρίων ευρώ.



Πίνακας 2-4 Μέση Μετοχική Σύνθεση Πιστωτικών Ιδρυμάτων, Πηγή [www.hba.gr](http://www.hba.gr)

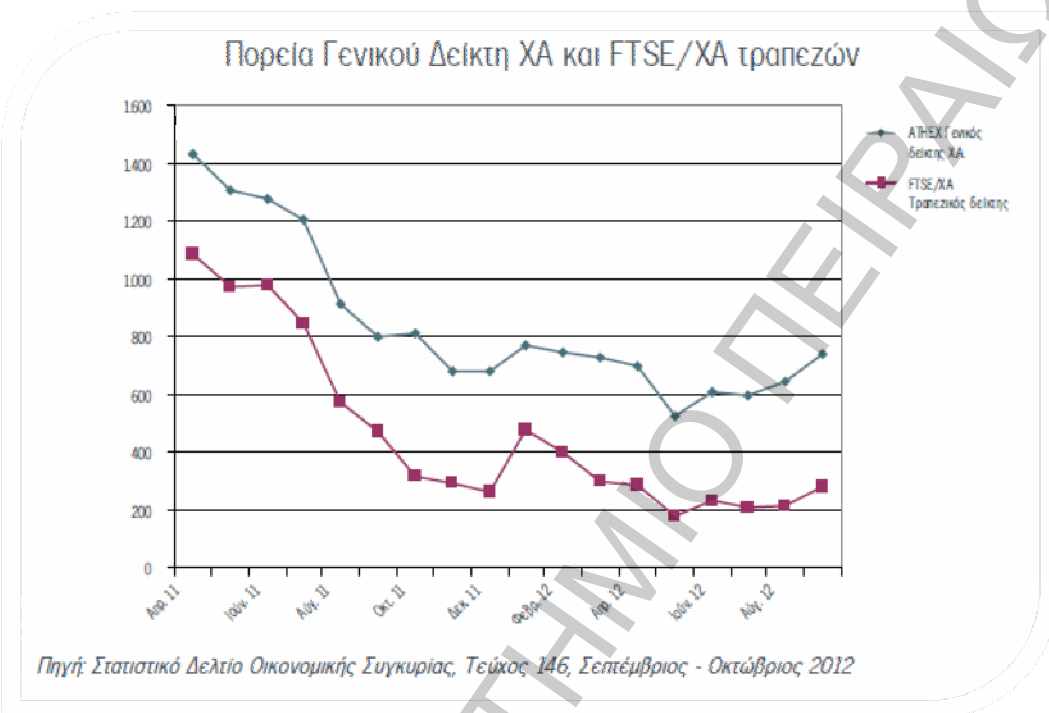
## 2.6 Χρηματιστηριακές Εξελίξεις

Εντός του 2011 συνεχίστηκε με μεγάλη ένταση η αρνητική πορεία των τιμών των μετοχών του τραπεζικού κλάδου, αλλά και των υπολοίπων κλάδων του Χρηματιστηρίου Αθηνών ('ΧΑ'). Ειδικότερα, ο δείκτης των τραπεζών σημείωσε πτώση κατά 78,99% σε ετήσια βάση, έναντι μείωσης κατά 53,59% το προηγούμενο έτος. Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα σειράς παραγόντων, όπως, μεταξύ άλλων, το δυσμενές επενδυτικό κλίμα που έχει διαμορφωθεί στην Ελλάδα εξαιτίας της δημοσιονομικής κρίσης και της επίπτωσης που αυτή έχει στην κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων στο ΧΑ, η ανησυχία για τη συσσώρευση μη εξυπηρετούμενων δανείων, καθώς και η αβεβαιότητα σχετικά με τις επιπτώσεις στα οικονομικά μεγέθη των τραπεζών από τη συμμετοχή τους στο εθελοντικό πρόγραμμα ανταλλαγής των κρατικών ομολόγων (PSI+). Επιπροσθέτως, τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από τον χρηματοπιστωτικό τομέα και τις τράπεζες μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών ανήλθαν σε 2.931,5 εκατ. ευρώ έναντι 3.537,2 εκατ. το 2010, εμφάνισαν δηλαδή μείωση της τάξης του 17%, αποτέλεσαν, ωστόσο, το 92,6% έναντι του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων των εισηγμένων στο ΧΑ εταιρειών, διατηρώντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις μετοχές του τραπεζικού κλάδου.

Ωστόσο, εν μέσω του αβέβαιου οικονομικού και πολιτικού κλίματος, το πρώτο τρίμηνο του 2012 ο χρηματιστηριακός δείκτης των τραπεζών κατέγραψε σημαντική αύξηση της τάξης του 14,25% σε σχέση με το τέλος του 2011, αύξηση διπλάσια από την αντίστοιχη μεταβολή του Γενικού Δείκτη, ο οποίος παρουσίασε αύξηση 7,13%, γεγονός που αντικατοπτρίζει τις θετικές προσδοκίες για το μέλλον της ελληνικής οικονομίας και κατ' επέκταση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, σε συνέχεια της έγκρισης του δεύτερου προγράμματος για τη χρηματοδοτική στήριξη της χώρας και την παροχή διευκρινίσεων γύρω από ορισμένα σημαντικά θέματα σχετικά με τις τεχνικές λεπτομέρειες της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών.

## 2.7 Κεφαλαιοποίηση Ελληνικών Τραπεζών

Η συνολική κεφαλαιοποίηση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς διαμορφώθηκε στα 33,766 δισ. ευρώ στο τέλος του 2012 έναντι 26,783 δισ. ευρώ στο τέλος του 2011. Η κεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών διαμορφώθηκε στις 31 Δεκεμβρίου 2012 σε 3 δισ. ευρώ περίπου, στα ίδια επίπεδα με το 2011 (30 Δεκεμβρίου), ποσό που αντιστοιχούσε στο 8,5% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του ΧΑ για το 2012, έναντι 11% για το 2011.



Διάγραμμα 2-1 Πορεία Γενικού Δείκτη ΧΑ και FTSE/ΧΑ

Δείκτες μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών - Γενικός Δείκτης & Τραπεζικός Δείκτης		
Μήνας	ΑΤΗΕΧ Γενικός δείκτης Χ.Α.*	FTSE/ΧΑ Τραπεζικός δείκτης Χ.Α.**
<b>2011</b>		
Απρ. 11	1.435	1.085
Μάιος 11	1.309	974
Ιούν. 11	1279	978
Ιούλ. 11	1.204	850
Αύγ. 11	916	574
Σεπτ. 11	798	469
Οκχ. 11	809	316
Νοέμ. 11	682	293
Δεκ. 11	680	2063

<b>2012</b>		
Ιαν. 12	769	480
Φεβρ. 12	744	398
Μάρτ. 12	729	300
Απρ. 12	700	288
Μάιος 12	525	180
Ιούν. 12	611	235
Ιούλ. 12	599	207
Αύγ. 12	647	212
Σεπτ. 12	739	281

*\* Βάση δείκτη 31.12.1980" 100 Μονάδες \*\* Βάση δείκτη 30.12.2005-5.000 Μονάδες*

Πίνακας 2-5 Δείκτες μετοχών Χρηματιστηρίου Αθηνών - Γενικός Δείκτης & Τραπεζικός Δείκτης

## 2.8 Βασικοί οικονομικοί δείκτες των ελληνικών τραπεζών 2011-2012

### Λόγος δανείων προς καταθέσεις

Οι τράπεζες συνέχισαν να αντιμετωπίζουν σημαντικό ύψους εκροή καταθέσεων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (35 δις. ευρώ συνολικά για το έτος 2011, επιπλέον των 40 δις. ευρώ συνολικά για το έτος 2010). Η μη ισορροπημένη ανάπτυξη των χρηματοδοτικών και καταθετικών εργασιών συνέβαλε στη διατήρηση του δείκτη δανείων προς καταθέσεις άνω του 100%. Συγκεκριμένα, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις, τον Σεπτέμβριο του 2011, κυμάνθηκε στο 130,1% (116,8%, Δεκ. 2010) για τις τράπεζες και 132,7% (120,9%, Δεκ. 2010) για τους τραπεζικούς ομίλους.

### Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας 2011-2012

Οι εποπτικοί δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας υποχώρησαν το 2011 σε σχέση με το 2010, ωστόσο διατηρήθηκαν άνω του ελάχιστου αποδεκτού ορίου. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Σεπτεμβρίου του 2011 ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας και ο Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων διαμορφώθηκαν για τις τράπεζες στο 11,7% (13,9% Δεκ. 2010) και 10,7% (12,5% Δεκ. 2010) αντιστοίχως, για τους δε τραπεζικούς ομίλους στο 10,1% (12,3% Δεκ. 2010) και 9,2% (11,2% Δεκ. 2010) αντιστοίχως. Όσον αφορά τον Δείκτη Κύριων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (Core Tier 1), αυτός διαμορφώθηκε στο 8,9% (10,6% Δεκ. 2010) για τις τράπεζες και 8,2% (9,9% Δεκ. 2010) για τους τραπεζικούς ομίλους.



## Αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα ελληνικών τραπεζών 2011-2012

Μικρή θετική επίδραση στα οργανικά αποτελέσματα του τραπεζικού κλάδου είχε η υποχώρηση που εμφάνισαν τα λειτουργικά έξοδα το πρώτο εννεάμηνο του 2011 κατά 7,1% σε επίπεδο τραπεζών και 5,4% σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων. Ωστόσο, λόγω των έντονων και αυξανόμενων πιέσεων που δέχτηκε ο κλάδος κατά τη διάρκεια του 2011 συμπεριλαμβανομένης και της επιβάρυνσης της απομείωσης της αξίας των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου, οι τράπεζες εμφάνισαν ζημιές ύψους 7,4 δισ. ευρώ και οι τραπεζικοί όμιλοι ζημιές ύψους 7,3 δισ. ευρώ. Οι πιέσεις παρέμειναν έντονες και τους πρώτους μήνες του 2012. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες βάσει των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων της περιόδου Ιανουαρίου-Μαρτίου 2012 εμφάνισαν ζημιές (μετά από φόρους) ύψους 808 εκατ. ευρώ και οι τραπεζικοί όμιλοι ζημιές ύψους 654 εκατ. ευρώ.

Ειδικότερα, όπως συνοψίζονται και στον Πίνακακατωτέρω:

- ο δείκτης αποτελεσματικότητας (λειτουργικά έξοδα προς λειτουργικά έσοδα) διαμορφώθηκε σε 58,6% (63,9%, 1.1-30.9.2010) σε επίπεδο τραπεζών και σε 58,2% (56,5%, 1.1-30.9.2010) σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων,
- το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο παρέμεινε κάτω του 3% και συγκεκριμένα σε επίπεδο τραπεζών 2,0% (1,9%, 1.1-30.9.2010), ενώ σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων 2,6% (2,7%, 1.1-30.9.2010),
- ο λόγος των κερδών προ φόρων προς το μέσο ύψος ενεργητικού διαμορφώθηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2011 στο -2,1% (-0,5%, 1.1-30.9.2010) για τις τράπεζες και στο -1,9% για τους τραπεζικούς ομίλους (-0,3%, 1.1-30.9.2010), και
- ο λόγος των κερδών προ φόρων προς το μέσο ύψος ιδίων κεφαλαίων διαμορφώθηκε κατά την προαναφερθείσα περίοδο στο -34,2% (-8,6% το 2010) για τις τράπεζες και στο -28,2% για τους τραπεζικούς ομίλους (-3,8% το 2010).

<b>Βασικοί οικονομικοί δείκτες των ελληνικών εμπορικών τραπεζών και ομίλων</b>				
%	Τράπεζες		Τραπεζικοί όμιλοι	
	Δεκ. 2010	Σεπτ. 2011	Δεκ. 2010	Σεπτ. 2011
Λόγος δανείων προς καταθέσεις	116,8	130,1	120,9	132,7
Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας	13,9	11,7	12,3	10,1
Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων	12,5	10,7	11,2	9,2

Δείκτης Κύριων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων	10,6	8,9	9,9	8,2
	<b>Ιαν.Σεπτ.2010</b>	<b>Ιαν.-Σεπτ. 2011</b>	<b>Ιαν.-Σεπτ. 2010</b>	<b>Ιαν.-Σεπτ. 2011</b>
Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (μετά από Φόρους)	-0,5	-2,1	-0,3	-1,9
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (μετά από φόρους)	-8,6	-34,2	-3,8	-28,2
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	1,9	2	2,7	2,6
Δείκτης αποτελεσματικότητας	63,9	58,6	58,2	56,5

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2011-2012, Μάρτιος 2012

Πίνακας 2-6 Βασικοί οικονομικοί δείκτες των ελληνικών εμπορικών τραπεζών και ομίλων

## 2.9 Τραπεζικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα 2011-2012

### Χρηματοδότηση νοικοκυριών και επιχειρήσεων 2011-2012

Σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στατιστικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος και της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής, η χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα συνέχισε την πτωτική της τάση κατά τη διάρκεια του 2011. Τη μεγαλύτερη πτώση εμφάνισε η καθαρή ροή δανείων προς τα νοικοκυριά (ιδιώτες και μη κερδοσκοπικά ιδρύματα), η οποία το 2011 κατέγραψε μείωση κατά 4,6 δισ. ευρώ έναντι μείωσης κατά 1,4 δισ. ευρώ το 2010. Η πτωτική αυτή τάση, η οποία είναι αποτέλεσμα κυρίως της μείωσης της ζήτησης για παροχή δανείων, της έλλειψης ρευστότητας, αλλά και της αusterοποίησης των πιστοδοτικών κριτηρίων που θέτουν τα πιστωτικά ιδρύματα, φαίνεται ότι συνεχίστηκε και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2012.

#### Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα

	2007	2008	2009	2010	2011
Επιχειρήσεις	20,80%	18,90%	5,20%	1,10%	-2,00%
Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρόχες, ατομικές επιχειρήσεις	-	-	-	-	-6,60%
Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα	22,20%	12,60%	3,10%	-1,20%	-3,90%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>21,50%</b>	<b>15,90%</b>	<b>4,20%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-3,20%</b>

Σημείωση: (%) 12μηνη μεταβολή.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, τεύχος 142, Ιανουάριος - Φεβρουάριος 2012

Πίνακας 2-7 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα

**Λόγος συνολικής χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Επιχειρήσεις</b>	50%	57%	56%	54%	56%
<b>Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις</b>	-	-	-	-	7%
<b>Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα</b>	47%	50%	52%	52%	53%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>97%</b>	<b>107%</b>	<b>108%</b>	<b>106%</b>	<b>116%</b>

*Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Ελληνική Στατιστική Αρχή*

Πίνακας 2-8 Λόγος συνολικής χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ

**Λόγος συνολικών χορηγήσεων στεγαστικών, καταναλωτικών και λοιπών δανείων προς νοικοκυριά προς το ΑΕΠ**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Στεγαστικά δάνεια</b>	31%	33%	35%	35%	36%
<b>Καταναλωτική πίστη</b>	14%	16%	16%	15%	15%
<b>Λοιπά δάνεια</b>	1%	1%	1%	1%	1%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>46%</b>	<b>50%</b>	<b>52%</b>	<b>51%</b>	<b>52%</b>

*Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Ελληνική Στατιστική Αρχή*

Πίνακας 2-9 Λόγος συνολικών χορηγήσεων στεγαστικών, καταναλωτικών και λοιπών δανείων προς νοικοκυριά προς το ΑΕΠ

Η ανοδική τάση του λόγου των συνολικών πιστώσεων που έχουν χορηγηθεί σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις ως προς το ονομαστικό ΑΕΠ, οφείλεται κυρίως στη μείωση του ονομαστικού ΑΕΠ το 2011 έναντι του 2010 κατά 6% περίπου.

**Καθυστερήσεις αποπληρωμής δανείων από νοικοκυριά και επιχειρήσεις 2011-2012**

Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, στο τέλος Μαρτίου του 2012 ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων ανήλθε στο 18,7% έναντι 16% που είχε καταγραφεί τον Δεκέμβριο του 2011 και 10,5% τον Δεκέμβριο του 2010. Ταυτόχρονα, σε χαμηλό επίπεδο παρέμεινε και το ποσοστό κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από προβλέψεις.

Η αύξηση των δανείων σε καθυστέρηση θα πρέπει να αποδοθεί στην αβεβαιότητα γύρω από την οικονομική κατάσταση της Ελλάδας το 2011 και στη συνεχιζόμενη επιδείνωση των εισοδημάτων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Τα πιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στην Ελλάδα συνέχισαν και κατά τη διάρκεια του 2011 τη συντηρητική πολιτική δανεισμού, στοχεύοντας στη βελτίωση του χαρτοφυλακίου των δανείων τους προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις.

Οι αρνητικές επιπτώσεις στην ποιότητα του χαρτοφυλακίου των τραπεζών αντιμετωπίστηκαν, και συνεχίζουν να αντιμετωπίζονται, με μια σειρά μέτρων που έχουν λάβει οι τράπεζες και στα οποία περιλαμβάνεται:

- η διατήρηση σε υψηλά επίπεδα του λόγου κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από τις συσσωρευμένες προβλέψεις σε ποσοστό 46,2% (Δεκέμβριος 2010: 46,2%, Δεκέμβριος 2009:41,5%, Δεκέμβριος 2008: 48,9%),
- ο σχηματισμός ιδιαίτερα υψηλών προβλέψεων για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου, και
- η μείωση του βαθμού συγκέντρωσης των τραπεζικών δανείων σε συγκεκριμένους πελάτες ή κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας.

### **Ρυθμίσεις στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων 2011-2012**

Οι τράπεζες, ήδη από τις αρχές του 2010, παρακολουθώντας τις οικονομικές και κοινωνικές μεταβολές και ανταποκρινόμενες στη δυσμενή οικονομική συγκυρία, προέβησαν, παρά τα προβλήματα ρευστότητας που υπάρχουν στο τραπεζικό σύστημα, σε πολύ μεγάλο αριθμό ρυθμίσεων με οφειλέτες που αντιμετώπιζαν δυσχέρειες στην εξυπηρέτηση των δανείων τους, με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους και τη δέουσα κοινωνική ευαισθησία. Τα προγράμματα ρυθμίσεων των τραπεζών ξεκίνησαν το 2010 και συνεχίστηκαν καθ' όλη τη διάρκεια των ετών 2011 και 2012, προσφέροντας σε διάφορες κατηγορίες οφειλετών, όπως τους δημοσίους υπαλλήλους και τους συνταξιούχους (λόγω της περικοπής των αποδοχών τους), καθώς και τους ανέργους, επιμήκυνση της διάρκειας με μείωση των δόσεων των δανείων τους.

Ειδικότερα, σύμφωνα με στοιχεία των τραπεζών-μελών της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, προκύπτει ότι οι ρυθμίσεις των στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων, συμπεριλαμβανομένων των πιστωτικών καρτών, παρουσίασαν, την 30ή Ιουνίου 2012, σε σχέση με την 31η Δεκεμβρίου 2011, αύξηση του αριθμού κατά 16,4%. Επίσης, αποδεικνύεται ότι:

- οι τράπεζες υλοποιούν ρυθμίσεις δανείων ακόμα και προς νοικοκυριά με σχετικά χαμηλό υπόλοιπο δανειοδότησης, αφού ο μέσος όρος ρυθμιζόμενου ποσού ανά ρυθμιζόμενο δάνειο έχει μειωθεί κατά 12,2%, και

- οι μέχρι σήμερα ρυθμίσεις δανείων εξυπηρετούνται σε ικανοποιητικό βαθμό, γεγονός που πιστοποιεί ότι οι προτάσεις ρύθμισης των τραπεζών είναι προσαρμοσμένες στις τρέχουσες δυνατότητες της πλειονότητας των νοικοκυριών.

<b>Ρυθμίσεις στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων</b>			
	<b>Συνολικός αριθμός ρυθμισμένων δανείων</b>	<b>Συνολικό ποσό ρυθμισμένων δανείων</b>	<b>Μέσος όρος ποσού/ ρυθμιζόμενο δάνειο</b>
<b>Ρυθμίσεις στεγαστικών δανείων</b>	31.12.2011: 179.094	31.12.2011: 11,99 δισ. ευρώ	31.12.2011: 66.971 ευρώ
	30.6.2012: 222.384 (24%)	30.6.2012: 12,38 δισ. ευρώ (3,3%)	30.6.2012: 55.670 ευρώ (-16,9%)
<b>Ρυθμίσεις καταναλωτικών δανείων και πιστωτικών καρτών</b>	31.12.2011: 390.712	31.12.2011: 5,88 δισ. ευρώ	31.12.2011: 15.040 ευρώ
	30.6.2012: 441.038 (13%)	30.6.2012: 5,88 δισ. ευρώ (0%)	30.6.2012: 13.338 ευρώ (-11,3%)
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>31.12.2011: 569.806</b>	<b>31.12.2011: 17,87 δισ. ευρώ</b>	<b>31.12.2011: 31.362 ευρώ</b>
	<b>30.6.2012: 663.422 (16,4%)</b>	<b>30.6.2012: 18,26 (2,2%)</b>	<b>30.6.2012: 27.528 ευρώ (-12,2%)</b>

Πίνακας 2-10 Ρυθμίσεις στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων

### **Κατανομή καταθέσεων φυσικών προσώπων ανά κατηγορία ποσού 2011-2012**

Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα δημοσιευμένα στατιστικά στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, οι καταθέσεις νοικοκυριών και επιχειρήσεων στις τράπεζες της χώρας μας μειώθηκαν, στο τέλος Ιουλίου 2012, κατά 35% σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2009. Εξάλλου, την 30ή Ιουνίου 2012, το 93% των φυσικών προσώπων-καταθετών των ελληνικών τραπεζών διέθεταν καταθέσεις συνολικού ύψους έως 10.000 ευρώ, ενώ μόλις το 0,4% αυτών είχαν καταθέσεις άνω των 100.000 ευρώ, ποσό που συνιστά και το ανώτατο όριο αποζημίωσης ανά καταθέτη από το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ). Αντίστοιχα ποσοστά παρατηρούνται και στα λοιπά βασικά διεθνή νομίσματα.

## Μερίσματα που καταβάλλουν οι τράπεζες 2011-2012

Σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 3723/2008 αναφορικά με το πρόγραμμα ενίσχυσης της ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας, οι τράπεζες που συμμετέχουν σε αυτό, επιτρέπεται να διανείμουν μέρισμα το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει το 35% των διανεμητέων κερδών, σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 3 του ν. 148/1967, όπως ισχύει. Οι εκπρόσωποι του ελληνικού Δημοσίου στα Διοικητικά Συμβούλια των τραπεζών που συμμετέχουν στο πρόγραμμα ενίσχυσης έχουν το δικαίωμα αρνησικυρίας στη λήψη οποιασδήποτε απόφασης σχετικής με τη διανομή μερισμάτων. Επιπλέον, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 19 του ν. 3965/2011, για τη χρήση 2010, οι τράπεζες που συμμετέχουν στο πρόγραμμα επιτρέπεται να διανείμουν μέρισμα στους κοινούς μετόχους μόνο υπό τη μορφή μετοχών, οι οποίες δεν είναι ίδιες μετοχές.

Κατανομή καταθέσεων φυσικών προσώπων ανά κατηγορία ποσού	
Κατηγορία ποσού σε ευρώ	Ποσοστό επί συνόλου φυσικών προσώπων με λογαριασμό ευρώ
€ 0 - 2.000	81,50%
€ 2.001 - 10.000	11,30%
€ 10.001 - 50.000	5,90%
€ 50.001 - 100.000	0,90%
€ 100.001 και άνω	0,40%
Κατηγορία ποσού σε δολ. ΗΠΑ	Ποσοστό επί συνόλου φυσικών προσώπων με λογαριασμό δολ. ΗΠΑ
\$ 0 - 2.500	76%
\$ 2.501 - 12.000	13%
\$ 12.001 - 60.000	8,50%
\$ 60.000 και άνω	2,50%
Κατηγορία ποσού σε στερλίνες	Ποσοστό επί συνόλου φυσικών προσώπων με λογαριασμό στερλίνας
£ 0-1.500	83%
£ 1.501-8.000	11%
£ 8.001 - 40.000	5%
£ 40.001 και άνω	1%
Κατηγορία ποσού σε ελβετικό φράγκο	Ποσοστό επί συνόλου φυσικών προσώπων με λογαριασμό ελβ. φράγκου
CHF 0 - 2.500	84,50%
CHF 2501 -12.000	8,50%
CHF 12.001 - 60.000	6%
CHF 60.000 και άνω	1%
<b>Παρατήρηση: Σε περίπτωση ύπαρξης συνδικαιούχων στους λογαριασμούς, τα ποσά κατανεμήθηκαν ισομερώς σε κάθε έναν από αυτούς.</b>	

Πίνακας 2-11 Κατανομή καταθέσεων φυσικών προσώπων ανά κατηγορία ποσού

## 2.10 Συμβολή του τραπεζικού συστήματος στα φορολογικά έσοδα 2011-2012

Ο νόμος 3943/2011, ο οποίος τέθηκε σε ισχύ τον Μάρτιο του 2011, προβλέπει ότι για τις διαχειριστικές χρήσεις που αρχίζουν από 1 Ιανουαρίου 2011 και μετά, ο συντελεστής φορολογίας εισοδήματος νομικών προσώπων μειώνεται σε 20%. Βάσει των νέων φορολογικών συντελεστών αναπροσαρμόζονται ανάλογα οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις. Επιπλέον, προβλέπεται ότι σε περίπτωση διανομής κερδών, διενεργείται παρακράτηση φόρου 25% επί των διανεμόμενων κερδών.

Με την παράγραφο 3 του άρθρου 10, του νόμου 3842/2010, ορίστηκε ότι το πιστωτικό υπόλοιπο που προκύπτει από τις δηλώσεις φορολογίας εισοδήματος των τραπεζών χρήσης 2009 δεν επιστρέφεται κατά το μέρος που οφείλεται σε φόρο που έχει παρακρατηθεί επί τόκων ομολόγων πάσης φύσης. Με τον νόμο 3845/2010 «Μέτρα για την εφαρμογή του μηχανισμού στήριξης της ελληνικής οικονομίας από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο» επιβλήθηκε έκτακτη εισφορά κοινωνικής ευθύνης, στο συνολικό καθαρό εισόδημα των νομικών προσώπων του οικονομικού έτους 2010, εφόσον αυτό υπερέβαινε το ποσό των € 100.000.

Όσον αφορά τις θυγατρικές και τις συγγενείς εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε άλλες χώρες, ο φόρος εισοδήματος υπολογίζεται από τους αντίστοιχους ισχύοντες ονομαστικούς φορολογικούς συντελεστές για τις χρήσεις 2010 και 2011 (Βουλγαρία: 10%, Ρουμανία: 16%, ΗΠΑ: 35%, Σερβία: 10%, Ουκρανία: 23%, Κύπρος: 10%, Αλβανία: 10% και Ηνωμένο Βασίλειο: 26%).

Βάσει των παραπάνω, ενδεικτικά παρουσιάζεται στον Πίνακα 12 ο φόρος τρέχουσας περιόδου, οι λοιποί φόροι και η έκτακτη εισφορά σε επτά μεγάλους τραπεζικούς ομίλους της χώρας μας. Όπως προκύπτει από τον πίνακα, το σύνολο των φόρων που αναλογεί για το 2011 ανέρχεται στα 312 εκατ. από 712 εκατ. το 2010, δηλαδή μειωμένος κατά 43,7%, που οφείλεται κυρίως στη μη επιβολή έκτακτης εισφοράς το 2011.

Φόροι τρέχουσας περιόδου & λοιπή φορολογία						
{€ εκατ.)	2010			2011		
	Τρέχουσας περιόδου & λοιποί φόροι	Έκτακτη εισφορά	Σύνολο	Τρέχουσας περιόδου & λοιποί φόροι	Έκτακτη εισφορά	Σύνολο
<b>Εθνική Τράπεζα</b>	182	79	261	153	-	153
<b>Eurobank</b>	84	40	124	26	-	26
<b>Alpha Bank</b>	105	62	167	64	-	64
<b>Τράπεζα Πειραιώς</b>	62	25	87	42	-	42
<b>Εμπορική Τράπεζα</b>	17	-	17	16	-	16
<b>Αγροτική Τράπεζα</b>	16	-	16	9	-	9
<b>Ταχυδρομικό Ταμειστήριο</b>	40	-	40	2	-	2
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>506</b>	<b>206</b>	<b>712</b>	<b>312</b>		<b>312</b>
Σημείωση (1): Στους λοιπούς φόρους περιλαμβάνονται οι προβλέψεις για φόρους και οι διαφορές προηγούμενων χρήσεων.						
Σημείωση (2): Στοιχεία εννεαμήνου (1-9.2010 & 1-9.2011).						
Σημείωση (3): Αναλυτικότερες πληροφορίες σχετικά με την επίπτωση των αλλαγών των φορολογικών νόμων και των διαφορετικών φορολογικών ποσοστών σε άλλες χώρες στη διαμόρφωση του φόρου εισοδήματος θα πρέπει να αναζητηθούν στις σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων των τραπεζικών ομίλων.						
<b>Πηγή: Ενοποιημένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις τραπεζών 2011</b>						

Πίνακας 2-12 Φόροι τρέχουσας περιόδου & λοιπή φορολογία



### 3 ΟΙΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

#### 3.1 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ



##### Ιστορικά Στοιχεία

Ιδρύθηκε το 1841 και οι μετοχές της εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1880. Με 160 πλέον χρόνια επιτυχούς και αδιάλειπτης λειτουργίας στον οικονομικό βίο της χώρας, η Τράπεζα έχει εξελιχθεί σε ένα σύγχρονο και ολοκληρωμένο όμιλο εταιρειών παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καλύπτοντας έτσι τις συνεχώς διευρυνόμενες ανάγκες των πελατών της. Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα ίδρυσε το 1891 την Ελληνική Εταιρεία Γενικών Ασφαλίσεων «Η Εθνική» και το 1927 την Εθνική Κτηματική Τράπεζα.

Μέχρι την ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος το 1928, η Τράπεζα είχε το εκδοτικό προνόμιο στην Ελλάδα και ήταν υπεύθυνη για την έκδοση του νομίσματος. Το 1953, η Τράπεζα συγχωνεύτηκε με την «Τράπεζα Αθηνών», που είχε ιδρυθεί το 1893. Μέσα στο 1998, η Τράπεζα προέβη στη συγχώνευση δι' απορροφήσεως της θυγατρικής της «Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α. Ε.», η οποία είχε προέλθει από τη συγχώνευση δύο πρώην θυγατρικών της εταιρειών, της «Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.» και της «Εθνική Στεγαστική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.», με σκοπό την αρτιότερη εξυπηρέτηση των πελατών της στον τομέα της στεγαστικής και κτηματικής πίστης.

Από τον Οκτώβριο 1999, η μετοχή της Τράπεζας διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στα τέλη του 2002, η Εθνική Τράπεζα προχώρησε στη συγχώνευση δι' απορροφήσεως της θυγατρικής της "Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως ΑΕ".

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος δραστηριοποιείται κυρίως στην Ελλάδα καθώς και στο Ηνωμένο Βασίλειο, στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, στην Κύπρο, στην Αίγυπτο, στη Νότια Αφρική και από τον Αύγουστο του 2006, στην Τουρκία.

## Η Τράπεζα

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΤΕ), με τη μεγαλύτερη και ισχυρότερη παρουσία στον Ελλαδικό χώρο, αλλά και με το δυναμικό προφίλ της στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Ανατολική Μεσόγειο ηγείται του μεγαλύτερου και ισχυρότερου Ομίλου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα. Ιδρύθηκε το 1841 ως εμπορική τράπεζα και μέχρι την ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος το 1928 είχε το εκδοτικό προνόμιο.

Η ΕΤΕ είναι πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί νόμιμα, υπαγόμενη στην ελληνική και κοινοτική τραπεζική νομοθεσία και ειδικότερα στον Ν.2076/92 όπως ισχύει σήμερα, που ως γνωστόν ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο την δεύτερη τραπεζική οδηγία 89/646/ΕΟΚ του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

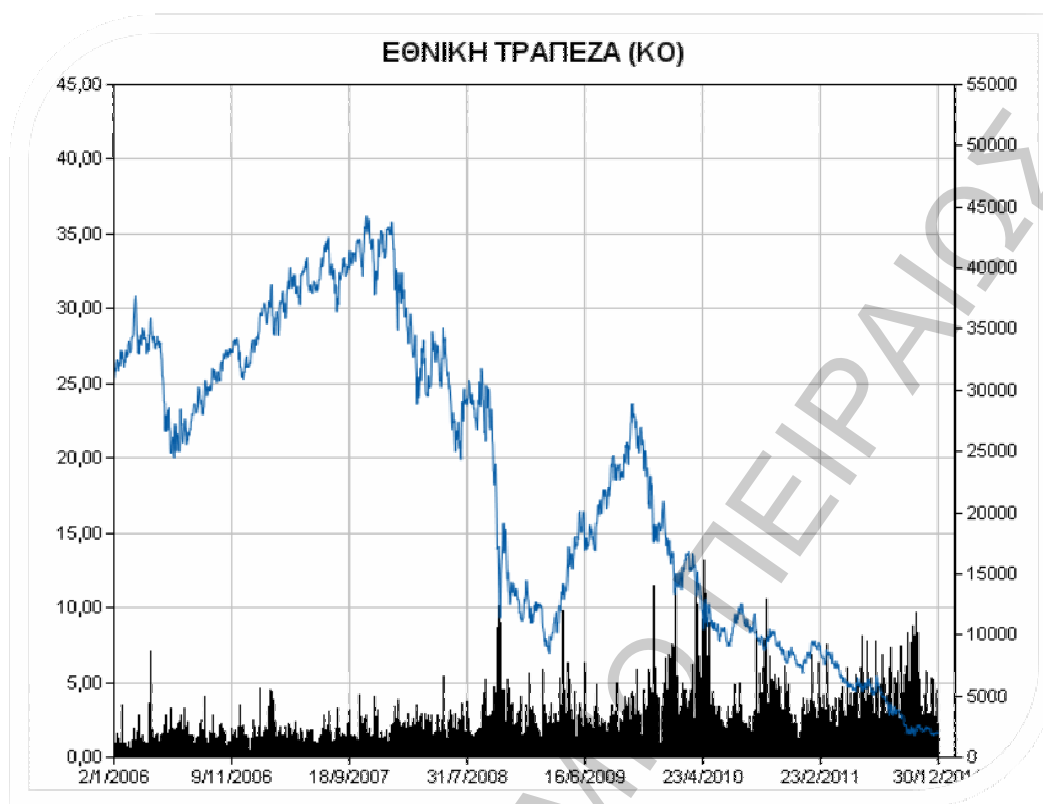
Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος μαζί με τις θυγατρικές της, έχουν επεκτείνει το φάσμα των τραπεζικών και χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών που ανταποκρίνονται στις συνεχώς μεταβαλλόμενες ανάγκες επιχειρήσεων και ιδιωτών, όπως λιανική και επιχειρηματική τραπεζική, διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, διαχείριση και εκμετάλλευση ακινήτων, επενδυτικές εργασίες, χρηματιστηριακές συναλλαγές, ασφάλειες, διαχείριση στοιχείων ενεργητικού - παθητικού, εργασίες χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), διαχείρισης επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring).

Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, η Τράπεζα μπορεί να ιδρύει υποκαταστήματα, πρακτορεία και γραφεία αντιπροσωπείας οπουδήποτε στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Με το πληρέστατο Δίκτυό της που αριθμεί 575 καταστήματα και 1.519 ATMs, καλύπτει ολόκληρη τη γεωγραφική έκταση της Ελλάδας. Παράλληλα, αναπτύσσει εναλλακτικά δίκτυα πώλησης των προϊόντων της, όπως οι υπηρεσίες Mobile and Internet Banking. Το σύνολο του προσωπικού που εξυπηρετεί είναι 12.5343.

---

<sup>3</sup><http://www.hba.gr> - Στατιστικά Στοιχεία

Τα επόμενο γράφημα αναφέρεται στην μεταβολή της τιμής της μετοχής κατά την εξαετία 2006-2011.



Διάγραμμα 3-1 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <http://www.capital.gr/>

Στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (01/01/2006) η τιμή της μετοχής κυμαινόταν στα 26,00 ευρώ. Η γενική τάση η οποία επικρατεί στην πορεία της τιμής της μετοχής μέχρι περίπου τα τέλη του 2007 είναι αύξουσα. Η περίοδος η οποία ακολουθεί συνοδεύεται από συνεχείς μειώσεις της τιμής μέχρι τις αρχές του 2009, όπου η τιμή πέφτει στο χαμηλότερο σημείο, περίπου στα 7,00 €. Το κλίμα από εκεί και στο εξής φαίνεται να αντιστρέφεται μέχρι το τέλος περίπου του 2009 για να ακολουθήσει ξανά πτωτική πορεία. Την τελευταία ημέρα της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου η τιμή της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας διαμορφώθηκε στα 1,67 ευρώ.

### 3.2 EFG EUROBANK



## Ο Τραπεζικός Όμιλος EurobankEFG4

Ο όμιλος Eurobank EFG, είναι ένας διεθνής τραπεζικός οργανισμός με σύνολο ενεργητικού άνω των €85,9 δισ., που απασχολεί πάνω από 20.000 άτομα και προσφέρει ταπροϊόντα και τις υπηρεσίες του, τόσο μέσα από ένα δίκτυο άνω των 1.600 καταστημάτων και σημείων πώλησης, όσο και μέσα από εναλλακτικά δίκτυα διάθεσης.

Στην Ελλάδα, ο όμιλος Eurobank EFG έχει κατακτήσει την πρώτη θέση στην καταναλωτική πίστη, τα αμοιβαία κεφάλαια, την επενδυτική τραπεζική, τις χρηματοστηριακέςεργασίες και τις ασφάλειες ζωής, ενώ είναι ο μεγαλύτερος χρηματοδότης μικρών ελληνικών επιχειρήσεων και από τους μεγαλύτερους χρηματοδότες ελληνικών επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα.

Ο όμιλος Eurobank EFG έχει σημαντική παρουσία σε 10 χώρες: Ελλάδα, Βουλγαρία, Σερβία, Ρουμανία, Τουρκία, Πολωνία, Ουκρανία, Ην. Βασίλειο, Λουξεμβούργο και Κύπρο. Είναι μέλος του ομίλου EFG Group, του τρίτου μεγαλύτερου τραπεζικού ομίλου της Ελβετίας, μετά την UBS και την Credit Suisse με παρουσία σε 40 χώρες.

Στρατηγική του Ομίλου είναι να αποτελέσει την Τράπεζα πρώτης επιλογής για τους πελάτες των χωρών στις οποίες διαθέτει παρουσία και να στηρίζει υγιείς επιχειρηματικές δυνάμεις και νοικοκυριά με σκοπό να λάβουν ενεργά μέρος στην οικονομική ανάπτυξη. Για την επίτευξη των στόχων αυτών, η Τράπεζα στηρίζεται στο επιτυχημένο επιχειρησιακό της μοντέλο, με ιδιαίτερη έμφαση στην ποιοτική εξυπηρέτηση και την υπευθυνότητα στους πελάτες της, τη σύγχρονη οργανωτική και λειτουργική της δομή, την πελατοκεντρική της προσέγγιση, την καινοτομία, αλλά πιο σημαντικά: το υψηλό επίπεδο του ανθρώπινου δυναμικού της. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνει δυναμική ανάπτυξη με αίσθημα ευθύνης προς τους πελάτες, τους μετόχους και την κοινωνία.

---

4 Ιστοσελίδα της Τράπεζας EFG Eurobank [www.eurobank.gr](http://www.eurobank.gr)

## Όραμα

Ο Όμιλος Eurobank EFG έχει στηρίξει την ύπαρξη και την πρωτοπορία του σε ένα όραμα: «Να είναι η Τράπεζα πρώτης επιλογής στη Νοτιοανατολική και Κεντρική Ευρώπη λειτουργώντας με αίσθημα ευθύνης απέναντι στους πελάτες της, τους μετόχους της και τη κοινωνία».

## Στρατηγική

Προκειμένου να προσφέρει αυξανόμενη επενδυτική αξία προς τους μετόχους της, η EFG Eurobank Ergasias ακολουθεί συγκεκριμένη αναπτυξιακή στρατηγική, οι οποία συνοψίζεται στα εξής:

- Έμφαση σε τομείς υψηλής κερδοφορίας και ανάπτυξης
- Παροχή υπηρεσιών υψηλής ποιότητας
- Πελατοκεντρική οργανωτική δομή
- Πλήρης αξιοποίηση εναλλακτικών δικτύων διάθεσης
- Επενδύσεις σε τεχνολογία
- Επαγγελματισμός και δυναμισμός της διοίκησης και του προσωπικού

## Δραστηριότητες

### 3.2.4.1 Τραπεζική Ιδιωτών Πελατών

- Καταναλωτική Πίστη
- Στεγαστική Πίστη
- Επαγγελματική Πίστη

### 3.2.4.2 Τραπεζική Επιχειρήσεων

- Χρηματοδότηση Μεγάλων Επιχειρήσεων
- Χρηματοδότηση Μεσαίου Μεγέθους Επιχειρήσεων
- Χρηματοδότηση Ναυτιλίας

- Χρηματοδοτική Μίσθωση
- Factoring

#### **3.2.4.3 Επενδυτική Τραπεζική Και Προϊόντα Κεφαλαιαγοράς**

- Επενδυτική Τραπεζική
- Χρηματιστηριακές Εργασίες
- Διαχείριση Διαθεσίμων

#### **3.2.4.4 Διαχείριση Περιουσίας**

- Αμοιβαία Κεφάλαια
- Ασφαλιστικές Εργασίες
- Διαχείριση Χαρτοφυλακίων
- Private Banking

#### **3.2.4.5 Δραστηριότητες Στον Ευρύτερο Χρηματοοικονομικό Τομέα**

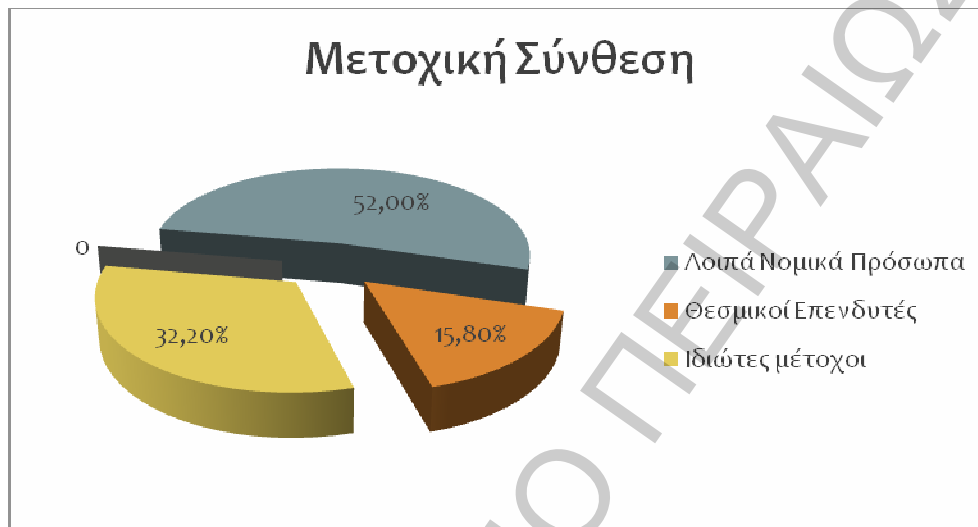
- Υπηρεσίες Θεματοφυλακής
- Υπηρεσίες Διατραπεζικών Σχέσεων και Πληρωμών
- Υπηρεσίες Έκδοσης και Διαχείρισης Μισθοδοσίας
- Real Estate
- Υπηρεσίες Ηλεκτρονικού Εμπορίου
- Υπηρεσίες Ηλεκτρονικής Τραπεζικής και Διαδικτύου

### **Μετοχική Σύνθεση**

Η Eurobank ανακοίνωσε στις 23.07.2012 ότι ο Όμιλος EFG, που κατέχει σήμερα το 44,70% των κοινών μετοχών της Eurobank, θα ανακατανείμει το ποσοστό 43,55% στα εννέα νεότερα μέλη της οικογένειας Λάτση, καθώς και στο ίδρυμα με την επωνυμία «John S. Latsis Public Benefit Foundation», έτσι ώστε κάθε ένας από τους διάδοχους μετόχους να αποκτήσει ποσοστό περίπου 4,4 %, ενώ ο Όμιλος EFG θα διατηρήσει ποσοστό 1,15%.

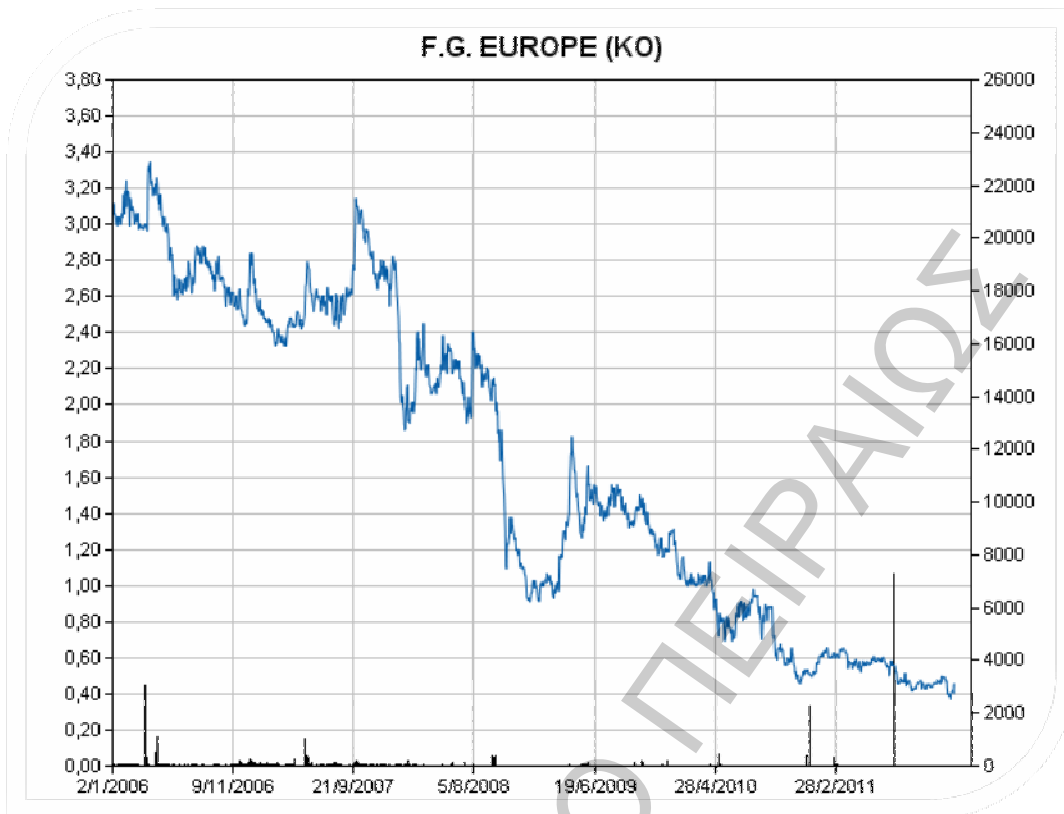
Στο πλαίσιο των πρόσφατων εξελίξεων, οι αρμόδιες ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές έκριναν ότι επιβάλλεται, επί πλέον του διαχωρισμού των δύο ομίλων από πλευράς εταιρικής επωνυμίας (Όμιλος EFG – Όμιλος Eurobank), να συντελεστεί και ο σαφής διοικητικός, διαχειριστικός και λογιστικός διαχωρισμός τους, που οδηγεί συνεπώς και σε ιδιοκτησιακό διαχωρισμό.

Κατά συνέπεια, ο τραπεζικός Όμιλος Eurobank παύει να ενοποιείται στις οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου EFG, ενώ τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Τράπεζας που κατέχουν θέσεις και στα Διοικητικά Συμβούλια του Ομίλου EFG, παραιτούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο της Τράπεζας και αντιστρόφως το αυτό για τα μέλη του Ομίλου Eurobank που κατέχουν θέσεις στα όργανα του Ομίλου EFG. Αναλυτικά, η μετοχική σύνθεση της Eurobank EFG, είναι ως εξής:



Πίνακας 3-1 Μετοχική Σύνθεση Eurobank

Το επόμενο γράφημα αναφέρεται στην μεταβολή της τιμής της μετοχής κατά την εξαετία 2006 - 2011.



Διάγραμμα 3-2 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Eurobank EFG τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <http://www.capital.gr/>

Στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (01/01/2006) η τιμή της μετοχής κυμαινόταν περίπου στα 18,00 ευρώ. Στην συνέχεια, η τάση είναι ανοδική μέχρι και το φθινόπωρο του 2007. Ωστόσο, η περίοδος που ακολουθεί συνοδεύεται από διαρκή πτώση της τιμής μέχρι και το τέλος του 2008. Η τιμή στη συνέχεια ανακάμπτει για να φτάσει στο μέγιστο επίπεδο το φθινόπωρο του 2009 και από και μετά να ακολουθήσει πτωτική πορεία. Την τελευταία ημέρα της εξεταζόμενης περιόδου η τιμή της μετοχής στα 0,46 ευρώ.





Η Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879 και είναι μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ελλάδα. Με 900 Καταστήματα (συμπεριλαμβανομένων των Κέντρων Alpha Private Bank και των Επιχειρηματικών Κέντρων), ο Όμιλος της Alpha Bank δραστηριοποιείται και στη διεθνή τραπεζική αγορά με παρουσία ο Όμιλος της Alpha Bank δραστηριοποιείται και στη διεθνή τραπεζική αγορά με παρουσία στην Κύπρο, στη Ρουμανία, στη Βουλγαρία, στη Σερβία, στην Αλβανία, στην Π.Γ.Δ.Μ. καθώς επίσης και στη Νέα Υόρκη, στο Λονδίνο, στο Jersey (Channel Islands) και προσφάτως στην Ουκρανία.

Ο Όμιλος της AlphaBank προσφέρει ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένης της λιανικής τραπεζικής, της τραπεζικής μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, των πιστωτικών καρτών, της διαχείρισης κεφαλαίων, της επενδυτικής τραπεζικής, του private banking, των χρηματοπιστωτικών εργασιών, του leasing και του factoring.

### **Ιστορικά Στοιχεία - Εξέλιξη<sup>5</sup>**

Ο Όμιλος Alpha Bank δραστηριοποιείται επίσης στη διεθνή αγορά, με παρουσία στην Κύπρο, στη Ρουμανία, στη Βουλγαρία, στη Σερβία, στην Ουκρανία, στην Αλβανία, στην Π.Γ.Δ.Μ. και στη Μεγάλη Βρετανία.

- Η **Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879** από τον Ιωάννη Φ. Κωστόπουλο, όταν δημιούργησε μία εμπορική επιχείρηση στην Καλαμάτα.
- Το **1918** το τραπεζικό τμήμα του οίκου "Ι. Φ. Κωστοπούλου" μετονομάστηκε σε "Τράπεζα Καλαμών".

<sup>5</sup>Πηγή: Ιστοσελίδα της Τράπεζας Alpha Bank <http://www.alpha.gr>

- Το **1924** η έδρα της μεταφέρθηκε στην Αθήνα, και η Τράπεζα ονομάστηκε "Τράπεζα Ελληνικής Εμπορικής Πίστεως".
- Το **1947** η επωνυμία άλλαξε σε "Τράπεζα Εμπορικής Πίστεως", αργότερα, το 1972 σε "Τράπεζα Πίστεως" και τέλος το Μάρτιο του 1994 σε Alpha Τράπεζα Πίστεως.

Η Τράπεζα γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη τις τελευταίες δεκαετίες. Πέρα από την προσφορά απλών τραπεζικών υπηρεσιών και προϊόντων, εξελίχθηκε σε έναν ολοκληρωμένο Όμιλο παροχής οικονομικών υπηρεσιών.

Το **1999** πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τραπέζης. Στις 11 Απριλίου **2000** εγκρίθηκε η συγχώνευση της Ιονικής Τραπέζης με απορρόφηση από την Alpha Τράπεζα Πίστεως. Η νέα διευρυμένη Τράπεζα που προέκυψε από την συγχώνευση ονομάζεται Alpha Bank.

## Ο Σκοπός και οι Αξίες

Ο άνθρωπος και ο σεβασμός των ανθρωπίνων αξιών, αποτελούν απόλυτη προτεραιότητα για την Τράπεζα. Μαζί με την αποδοτική διαχείριση των οικονομικών πόρων και τον εκσυγχρονισμό των τεχνολογικών μέσων, αποτελούν τον οδηγό κάθε συναλλαγής ή επικοινωνίας μεταξύ μας, με πελάτες, με μετόχους. Οι τρεις αυτοί παράγοντες είναι η βάση της επιτυχίας της Τραπέζης. Στο σύγχρονο περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται, η Alpha Bank αποδίδει ιδιαίτερη προσοχή και σημασία στο ανθρώπινο δυναμικό της.

Η ηθική βάση στην οποία στηρίζεται η Τράπεζα, είναι η ακεραιότητα του χαρακτήρα και η αντικειμενικότητα που πρέπει να διαθέτει κάθε μέλος του Προσωπικού του Ομίλου σε κάθε περίπτωση. Αυτά τα στοιχεία δημιουργούν το απαραίτητο κλίμα εμπιστοσύνης, αλλά και κτίζουν την αξιοπιστία της Τραπέζης και του Ομίλου της στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Η δυνατότητα που παρέχεται στον κάθε συνεργάτη να ενεργεί με ακεραιότητα και αντικειμενικότητα, στηρίζει την επαγγελματική του ανεξαρτησία και εξασφαλίζει την υψηλή ποιότητα που μας χαρακτηρίζει.

## Στρατηγική της Alpha Bank

Κύριος άξονας της στρατηγικής είναι η περαιτέρω ενίσχυση των εργασιών της Τραπέζης στους δύο τομείς δραστηριοτήτων με τα μεγαλύτερα περιθώρια και τις καλύτερες προοπτικές αναπτύξεως των εργασιών, που είναι η λιανική τραπεζική στην Ελλάδα και ειδικότερα οι

εργασίες προς ιδιώτες και μικρές επιχειρήσεις, καθώς και η επέκτασή στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Η στρατηγική αυτή αποσκοπεί στη δημιουργία ενός ισχυρότερου και πιο αποτελεσματικού οργανισμού με σημαντικά οφέλη για τους μετόχους και τους πελάτες της τράπεζας.

Σκοπός της Τράπεζας είναι η καθιέρωση της στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, μιας αγοράς 60 εκατομμυρίων ανθρώπων που επεκτείνεται με υψηλούς ρυθμούς και δημιουργεί ευκαιρίες για κέρδη. Το Δίκτυό στη Νοτιοανατολική Ευρώπη (Ρουμανία, Σερβία, Βουλγαρία, Αλβανία, Σκόπια και Κύπρος) αριθμούσε 403 Καταστήματα στο τέλος του 2007, όσα περίπου είναι και τα Καταστήματά στην Ελλάδα.

Έχουν ήδη δημιουργηθεί υποδομές, όσον αφορά το οργανωτικό πλαίσιο και τα συστήματα, έτσι ώστε να είναι σε θέση η AlphaBank να επεκταθεί ταχύτερα στην λιανική τραπεζική στην Ελλάδα και στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Θα συνεχιστεί η προσπάθεια για επένδυση σε ανθρώπους και τεχνολογία έτσι ώστε να στηριχθούν οι δραστηριότητες που δημιουργούν έσοδα για την Τράπεζα, διατηρώντας παράλληλα την αύξηση του κόστους υπό έλεγχο.

## Δραστηριότητες

Οι δραστηριότητές της καλύπτουν ολόκληρο το φάσμα των οικονομικών υπηρεσιών. Αναγνωρίζεται ως πρωτοπόρος στην εισαγωγή νέων ηλεκτρονικών υπηρεσιών, όπως για παράδειγμα :

- το Alphaphone για τραπεζικές υπηρεσίες μέσω τηλεφώνου,
- το Alphaline για τραπεζικές συναλλαγές μέσω υπολογιστή,
- το Alpha Web Banking για τραπεζικές συναλλαγές μέσω Internet,
- και το Alpha Mobile Banking για τραπεζικές συναλλαγές μέσω κινητού τηλεφώνου.

Αναπτύσσει επίσης τις υπηρεσίες της και στον τομέα της ναυτιλίας και δημιουργεί νέους πολυδιάστατους λογαριασμούς καταθέσεων και σύγχρονους λογαριασμούς χορηγήσεων. Με τις εταιρίες του Ομίλου της καλύπτει το σύνολο του χρηματοοικονομικού τομέα, παρέχοντας ολοκληρωμένες υπηρεσίες, όπως:

- χρηματοδοτικές, με τις εταιρίες Alpha Leasing και ABC Factors
- χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, με την Alpha Finance, την Alpha Asset Management A.E.Δ.Α.Κ. και την Αναπτυξιακή Διαχείρισεως Ευρωπαϊκών Προγραμμάτων Θεσσαλίας και Στερεάς Ελλάδος
- επενδύσεων, με την Alpha Ventures και την Ιονική Συμμετοχών
- παροχής υπηρεσιών, με την Alpha Υποστηρικτικών Εργασιών
- κτηματικές, με την Alpha Αστικά Ακίνητα
- ξενοδοχειακές, με την Ιονική Ξενοδοχεία και Επιχειρήσεις.

#### 3.3.4.1 Δίκτυο καταστημάτων

Το δίκτυο Καταστημάτων της Τραπέζης στην Ελλάδα αριθμεί 415 Καταστήματα. Ο Όμιλος της Alpha Bank δραστηριοποιείται στην εγχώρια αλλά και στη διεθνή τραπεζική αγορά, με παρουσία στην Κύπρο (Alpha Bank Cyprus LTD), στη Ρουμανία (Alpha Bank Romania), στη Βουλγαρία (δίκτυο 103 Καταστημάτων), στη Σερβία (Alpha Bank Srbija A.D.), στην Ουκρανία (JSC Astra Bank), στην Αλβανία (δίκτυο 45 Καταστημάτων), στην Π.Γ.Δ.Μ. (Alpha Bank A.D. Skorje), και στη Μεγάλη Βρετανία. Παράλληλα λειτουργεί ευρύτατο δίκτυο ανταποκριτών (με τραπεζικά ιδρύματα) εσωτερικού και εξωτερικού.

#### Μετοχική Σύνθεση

Η Alpha Bank είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1925 και κατατάσσεται ως η έβδομη μεγαλύτερη εισηγμένη εταιρία, με κεφαλαιοποίηση ύψους Ευρώ 2,03 δις. την 31.12.2010.

Στο τέλος του 2010 η κεφαλαιοποίηση της Τραπέζης αντιπροσώπευε το 4,8% και 16,4% της κεφαλαιοποίησεως των εταιριών του Γενικού και του Τραπεζικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών αντιστοίχως, ενώ η συμμετοχή της μετοχής στον Δείκτη FTSE-ASE 20 ήταν 7,1%. Η μετοχή συμμετέχει σε σημαντικούς διεθνείς δείκτες όπως, μεταξύ άλλων, ο S&P Europe 350, ο FTSE Med 100, ο MSCI Europe, ο DJ Euro Stoxx και ο FTSE4Good.

Η μετοχική βάση της Alpha Bank, με στοιχεία 31.01.2013 αποτελείται από περίπου 133.000 ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές. Η διάρθρωση της μετοχικής συνθέσεως της Alpha Bank την 31.01.2013 είχε, για περιγραφικούς (μη κανονιστικούς) σκοπούς, ως εξής :



Πίνακας 3-2 Μετοχική Σύνθεση Alpha Bank

Στη συνέχεια, ακολουθείτο γράφημα που απεικονίζει τα στοιχεία της τιμής της μετοχής της Alpha Bank κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2006-2011:



Διάγραμμα 3-3 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Alpha Bank τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <http://www.capital.gr/>

Στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (01/01/2006) η τιμή της μετοχής κυμαινόταν περίπου στα 17,00€. Η γενική τάση η οποία επικρατεί στην πορεία της τιμής της μετοχής μέχρι περίπου τα

τέλη του 2007 είναι αύξουσα. Οι διακυμάνσεις και οι αυξομειώσεις είναι συνεχείς, ωστόσο η γενικότερη εικόνα είναι καλή, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι επίσης αυξανόμενες ακολουθώντας το γενικότερο κλίμα που επικρατεί στο χρηματιστήριο την ίδια περίοδο. Ωστόσο, η περίοδος η οποία ακολουθεί συνοδεύεται από συνεχείς μειώσεις της τιμής μέχρι και την άνοιξη του 2009, όπου η τιμή πέφτει στο χαμηλότερο σημείο, περίπου στα 3,80 €. Το κλίμα από εκεί και στο εξής φαίνεται να αντιστρέφεται μέχρι το τέλος περίπου του 2009 για να ακολουθήσει ξανά πτωτική πορεία. Την τελευταία ημέρα της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου η τιμή της μετοχής της Alpha Bank διαμορφώθηκε στα 0,50 ευρώ.

### 3.4 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



#### Ιστορικά στοιχεία - Εξέλιξη

Η Τράπεζα Πειραιώς -μητρική εταιρεία του Ομίλου Πειραιώς- ιδρύθηκε το 1916 και για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική Τράπεζα ενώ το 1975 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1991. Από το Δεκέμβριο του 1991 που ιδιωτικοποιήθηκε παρουσιάζει συνεχή και ταχεία ανάπτυξη εργασιών, μεγεθών και δραστηριοτήτων.

Παράλληλα με την οργανική της ανάπτυξη, η Τράπεζα Πειραιώς υλοποίησε μία σειρά στρατηγικών κινήσεων, με σκοπό την εδραίωσή της στην εγχώρια αγορά. Έτσι, το 1998 προχώρησε στην απορρόφηση των εργασιών της Chase Manhattan στην Ελλάδα, στην εξαγορά της Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης και της μικρής εξειδικευμένης Τράπεζας Credit Lyonnais Hellas, ενώ στις αρχές του 1999 στην απόκτηση του ελέγχου της Τράπεζας Χίου και στην απορρόφηση των εργασιών της National Westminster Bank PLC στην Ελλάδα. Τον Ιούνιο του 2000 πραγματοποίησε την ενοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων της στην Ελλάδα, μέσω της απορρόφησης των εμπορικών Τραπεζών Μακεδονίας-Θράκης και Χίου, δημιουργώντας μία από τις τρεις μεγαλύτερες ιδιωτικές Τράπεζες στην Ελλάδα.

Στις αρχές του 2002, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τον έλεγχο της ETBAbank ενώ η απορρόφησή της από την Τράπεζα Πειραιώς ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο 2003. Επίσης, στις αρχές του 2002 υπογράφηκε συμφωνία Στρατηγικής Συνεργασίας του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς με το διεθνή τραπεζοασφαλιστικό Όμιλο ING για την ελληνική αγορά, με έμφαση στο χώρο των τραπεζοασφαλειών, η οποία ανανεώθηκε τον Οκτώβριο 2007 για 10 έτη. Στις αρχές Ιουλίου 2009 η Τράπεζα Πειραιώς και η BNP Wealth Management προχώρησαν στη σύναψη στρατηγικής συνεργασίας στο Wealth Management. Τέλος, στις αρχές Οκτωβρίου 2009 η Τράπεζα Πειραιώς και η Victoria A.E.E.Z., θυγατρική της Ergo International στην Ελλάδα και μέλος του γερμανικού ασφαλιστικού Ομίλου Munich Re, συμφώνησαν σε 10ετή αποκλειστική συνεργασία στον κλάδο των γενικών ασφαλειών.

Στις αρχές του 2005, ο Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς υλοποιώντας τη στρατηγική επέκτασής του στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και Ανατολικής Μεσογείου, προχώρησε στην εξαγορά της βουλγαρικής Τράπεζας Eurobank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Bulgaria), ενισχύοντας την εκεί παρουσία του Ομίλου, ενώ το Μάρτιο 2006 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των καταστημάτων της Τράπεζας Πειραιώς στη Βουλγαρία με την Eurobank. Επίσης, το 2005, πραγματοποίησε είσοδο στη σερβική αγορά με την εξαγορά της Atlas Bank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Beograd), αλλά και στην αιγυπτιακή αγορά με την εξαγορά της Egyptian Commercial Bank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Egypt). Τέλος, εντός του 2007, ο Όμιλος Πειραιώς διεύρυνε τη διεθνή παρουσία του στην Ουκρανία με την εξαγορά της International Commerce Bank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank ICB), και στην Κύπρο με την έγκριση λειτουργίας τραπεζικού ιδρύματος (Τράπεζα Πειραιώς Κύπρου) και τη συμφωνία εξαγοράς του δικτύου της Arab Bank Κύπρου.

**Στα τέλη Ιουλίου 2012** η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε το "υγιές" τμήμα της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος (επιλεγμένα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού), αναβαθμίζοντας σημαντικά τη θέση και παρουσία του Ομίλου στις τραπεζικές εργασίες στην Ελλάδα. Τρεις μήνες αργότερα η Τράπεζα υπέγραψε συμφωνία με τη Societe Generale για την απόκτηση του συνολικού ποσοστού συμμετοχής (99%) της τελευταίας στη Γενική Τράπεζα.

### **Δίκτυο Καταστημάτων -Δραστηριότητες**

Η Τράπεζα Πειραιώς ηγείται ενός Ομίλου επιχειρήσεων που καλύπτουν το σύνολο των εργασιών και δραστηριοτήτων του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα (universal bank). Η Τράπεζα Πειραιώς διαθέτει ιδιαίτερη τεχνογνωσία στο χώρο των μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεων, στον αγροτικό τομέα μετά την εξαγορά της ATEbank, στην καταναλωτική-

στεγαστική πίστη, στο green banking, στην παροχή υπηρεσιών κεφαλαιαγοράς και επενδυτικής τραπεζικής, καθώς και στην αγορά της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Το σύνολο αυτών των υπηρεσιών προσφέρονται τόσο μέσα από το πολύ καλά οργανωμένο δίκτυο των 900 περίπου καταστημάτων και 1,700 ATM στην Ελλάδα, όσο και από το ηλεκτρονικό δίκτυο τραπεζικής της winbank. Η τελευταία δημιουργήθηκε στις αρχές του 2000 ως η πρώτη ολοκληρωμένη υπηρεσία ηλεκτρονικής τραπεζικής στην Ελλάδα, ενώ έχει λάβει όλα αυτά τα χρόνια σημαντικό αριθμό βραβείων και διακρίσεων αποδεικνύοντας το υψηλό επίπεδο παρεχόμενων υπηρεσιών της.

Η παρουσία του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς στο εξωτερικό εστιάζεται στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και Ανατολική Μεσόγειο, διαθέτοντας ένα δίκτυο 451 καταστημάτων. Συγκεκριμένα, ο Όμιλος δραστηριοποιείται στη Ρουμανία με 168 καταστήματα (145 της Piraeus Bank Romania και 23 της ATEbank Romania), στη Βουλγαρία με 83 καταστήματα της Piraeus Bank Bulgaria, στην Αλβανία με την Tirana Bank με 56 καταστήματα, στη Σερβία με 42 καταστήματα της Piraeus Bank Beograd, στην Ουκρανία με 38 καταστήματα της Piraeus Bank ICB, στην Κύπρο με 14 καταστήματα της Τράπεζας Πειραιώς Κύπρου, στην Αίγυπτο με την Piraeus Bank Egypt με 48 καταστήματα, στο Ηνωμένο Βασίλειο με ένα κατάστημα της Τράπεζας Πειραιώς στο Λονδίνο και τέλος, στη Γερμανία με ένα κατάστημα στη Φρανκφούρτη, το οποίο προήλθε από την ATEbank.

## Στρατηγική

Οι κύριοι μεσοπρόθεσμοι στόχοι του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς είναι η διατήρηση ισορροπημένης ανάπτυξης όσον αφορά τις χορηγήσεις και καταθέσεις, η επίτευξη υψηλής αποτελεσματικότητας, η διασφάλιση της ρευστότητας, η διατήρηση υψηλής ποιότητας δανειακού χαρτοφυλακίου και ικανοποιητικής κεφαλαιακής επάρκειας. Η Τράπεζα Πειραιώς θα συνεχίσει να εστιάζει στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, καθώς και στη λιανική τραπεζική, όπου κατέχει ισχυρή τεχνογνωσία, εκμεταλλευόμενη παράλληλα το νεαρό δίκτυο καταστημάτων της, στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Το όραμα είναι η μετεξέλιξη του Ομίλου σε ισχυρό περιφερειακό χρηματοοικονομικό οργανισμό στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και Ανατολική Μεσόγειο και η ανάδειξή του σε κατεξοχήν τράπεζα του μεσαίου χώρου των επιχειρήσεων και ιδιωτών, διαθέτοντας αφοσιωμένο και ικανό προσωπικό και προσφέροντας υψηλές αποδόσεις στους μετόχους του.



Βασικές κατευθύνσεις της πολιτικής του Ομίλου Πειραιώς είναι η διασφάλιση της ρευστότητας, της κεφαλαιακής επάρκειας και της ποιότητας δανείων, καθώς και η επίτευξη υψηλής αποτελεσματικότητας με συγκράτηση του λειτουργικού κόστους.

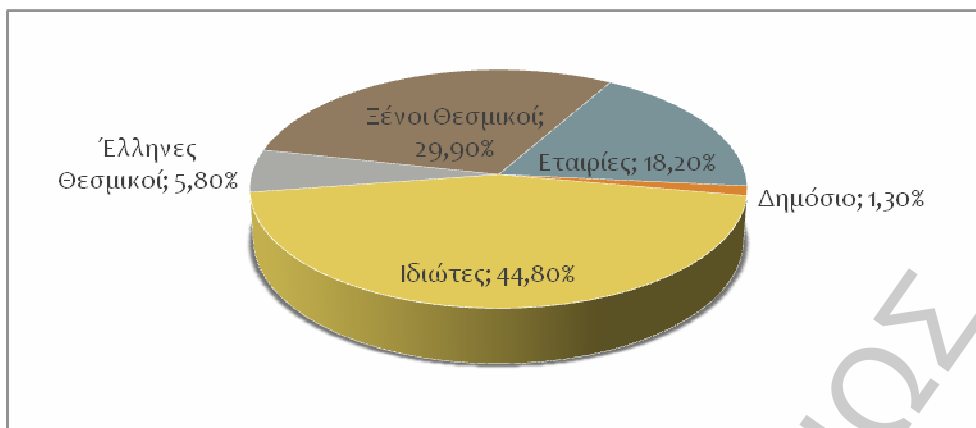
Η Τράπεζα Πειραιώς θα συνεχίσει να εστιάζει στην ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού για αποτελεσματική διοίκηση, διαθέτοντας ικανά και αφοσιωμένα στελέχη με δυνατότητα να λειτουργήσουν αποτελεσματικά στο πλαίσιο της ενιαίας τραπεζικής αγοράς της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

### Μετοχική Σύνθεση

Η Τράπεζα Πειραιώς είναι πολυμετοχική εταιρεία. Η μετοχική της βάση παρουσιάζει πλούσια διασπορά και αποτελείται από αναγνωρισμένους εκπροσώπους του επιχειρηματικού κόσμου, θεσμικούς επενδυτές του εσωτερικού και εξωτερικού, καθώς και πολλούς ιδιώτες επενδυτές.

Το σύνολο των κοινών μετόχων της Τράπεζας στις 30 Σεπτεμβρίου 2012 ανερχόταν σε 160.819. Από το σύνολο των κοινών μετοχών (1.143.326.564 κοινές μετοχές ονομαστικής αξίας €0,30 καθεμία) το 44,8% κατεχόταν από φυσικά πρόσωπα και το υπόλοιπο 55,2% από νομικά πρόσωπα. Πιο συγκεκριμένα, η μετοχική σύνθεση της Τράπεζας Πειραιώς ήταν η ακόλουθη

- 44,8% φυσικά πρόσωπα
- 29,9% ξένους θεσμικούς επενδυτές
- 5,8% Έλληνες θεσμικούς επενδυτές
- 18,2% εταιρείες
- 1,3% ΤΑΙΠΕΔ (Ελληνικό Δημόσιο)



Πίνακας 3-3 Μετοχική Σύνθεση Τράπεζας Πειραιώς

Οι μετοχές της εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χ.Α. από το 1918. Τα επόμενο γράφημα αναφέρεται στην μεταβολή της τιμής της μετοχής κατά την εξαετία 2006-2011.

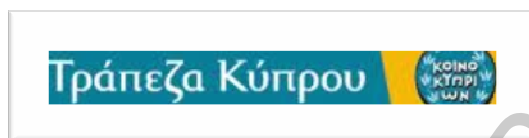


Πίνακας 3-4 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <http://www.capital.gr/>

Στην αρχή της περιόδου η τάση είναι ανοδική μέχρι και το φθινόπωρο του 2007. Ωστόσο, η περίοδος που ακολουθεί συνοδεύεται από διαρκή πτώση της τιμής μέχρι και το τέλος του 2008. Η τιμή στη συνέχεια ανακάμπτει για να φτάσει στο μέγιστο επίπεδο το φθινόπωρο του 2009 και

από και μετά να ακολουθήσει πτωτική πορεία. Την τελευταία ημέρα της εξεταζόμενης περιόδου η τιμή της μετοχής βρισκόταν στα 0,26 ευρώ.

### 3.5 ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ



#### Ιστορικά στοιχεία- Εξέλιξη

**1899 :** Ίδρυση και λειτουργία του «Ταμιευτηρίου η Λευκωσία» από προοδευτικούς πολίτες της Λευκωσίας.

**1912 :** Μετονομασία του Ταμιευτηρίου σε «Τράπεζα Κύπρου», που αναγνωρίστηκε ως ανώνυμη εταιρία.

**1930 :** Εγγραφή της Τράπεζας Κύπρου ως εταιρίας περιορισμένης ευθύνης (Τράπεζα Κύπρου), σύμφωνα με τον κυπριακό Περί Εταιριών Νόμο 18 του 1922.

**1943 :** Συγχώνευση της Τράπεζας Κύπρου με τραπεζικά ιδρύματα των άλλων πόλεων και επέκτασή της σε ολόκληρη την Κύπρο. Υιοθέτηση του αρχαίου κυπριακού νομίσματος με την επιγραφή «ΚΟΙΝΟΝ ΚΥΠΡΙΩΝ» ως εμβλήματός της.

**1944-1964 :** Ίδρυση της Κτηματικής Τράπεζας Κύπρου (1944), των Γενικών Ασφαλειών Κύπρου (1951), της Τράπεζας Κύπρου (Λονδίνο) (1955), για εξυπηρέτηση της κυπριακής παροικίας του Λονδίνου και του Οργανισμού Χρηματοδοτήσεως Τράπεζας Κύπρου (1964) και εισαγωγή του θεσμού της ενοικιαγοράς στην Κύπρο.

**1973 :** Αναδιάρθρωση του Συγκροτήματος και ίδρυση της Τράπεζας Κύπρου (Επενδύσεις) που ανέλαβε τις μετοχές της Τράπεζας Κύπρου και όλων των εξηρητημένων εταιριών της.

**1980-90 :** Ανάληψη του κύκλου εργασιών της Τράπεζας Τσιάρτερτ στην Κύπρο. Ίδρυση του Κυπριακού Οργανισμού Επενδύσεων & Αξιών (CISCO). Ένταξη της εταιρίας Κέρμα στο Συγκρότημα της Τράπεζας Κύπρου. Ίδρυση Γραφείων Αντιπροσωπείας της Τράπεζας στην

Ελλάδα και στην Αυστραλία. Ίδρυση του Πολιτιστικού Ιδρύματος Τραπεζίας Κύπρου. Ίδρυση της ασφαλιστικής εταιρίας EuroLife με ειδίκευση στις ασφάλειες ζωής.

**1991 :** Λειτουργία του πρώτου καταστήματος της Τράπεζας Κύπρου στην Ελλάδα.

**1994 :** Ίδρυση της ABC Factors, της πρώτης εταιρίας factoring στην Ελλάδα, σε συνεργασία και με ίση συμμετοχή της Alpha Τράπεζας.

**1995 :** Ίδρυση γραφείου αντιπροσωπείας στη Νότιο Αφρική. Λειτουργία του BOC Global Equity Fund, του πρώτου διεθνούς αμοιβαίου κεφαλαίου που δημιουργήθηκε από κυπριακή τράπεζα.

**1996 :** Ίδρυση στο Guernsey της εταιρίας Bank of Cyprus (Channel Islands), της πρώτης ελληνικής διεθνούς τραπεζικής μονάδας στα Channel Islands. Ίδρυση γραφείου αντιπροσωπείας στο Τορόντο του Καναδά. Λειτουργία του πρώτου πλήρως αυτοματοποιημένου καταστήματος 24ωρης εξυπηρέτησης στην Κύπρο. Χορήγηση δανείων ιδιωτών σε ξένο νόμισμα.

**1997 :** Ίδρυση στην Ελλάδα της εταιρίας Κύπρου Χρηματοδοτικές Μισθώσεις (Κύπρου Leasing). Λειτουργία του πρώτου καταστήματος της Τράπεζας Κύπρου στο Λονδίνο, το οποίο λειτουργεί παράλληλα με την Τράπεζα Κύπρου (Λονδίνο).

**1998 :** Ίδρυση γραφείων αντιπροσωπείας στη Νέα Υόρκη και στη Μόσχα. Ίδρυση στην Ελλάδα της Ανώνυμης Εταιρίας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Κύπρου ΑΕΔΑΚ. Εωγή της μετοχής του Συγκροτήματος στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου. Έναρξη λειτουργίας του Ογκολογικού Κέντρου της Τράπεζας Κύπρου στη Λευκωσία.

**1999 :** Ίδρυση γραφείου αντιπροσωπείας στο Βουκουρέστι. Ίδρυση της Κύπρου Εμπορικής ΑΕ και της Κύπρου Ακίνητα ΑΕ.

**2000 :** Επιτυχής εισαγωγή της μετοχής της Τράπεζας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Ίδρυση της Bank of Cyprus Australia Pty Ltd και λειτουργία των πρώτων καταστημάτων της εταιρίας.

**2001 :** Σύσταση καταστήματος των Γενικών Ασφαλειών Κύπρου στην Ελλάδα, με την ονομασία Κύπρου Ασφαλιστική, και της EuroLife, με την ονομασία Κύπρου Ζωής. Εξαγορά της ελληνικής χρηματιστηριακής εταιρίας Victory ΑΧΕΠΕΥ και μετονομασία της σε Κύπρου ΑΧΕΠΕΥ (Κύπρου Χρηματιστηριακή). Πώληση του μεριδίου (50%) της Τράπεζας Κύπρου Λτδ στην ABC Factors προς την Alpha Τράπεζα.

**2002-2006 :** Σύσταση της Κύπρου Factors εντός της Τράπεζας στην Ελλάδα. Συγχώνευση εργασιών της Τράπεζας Κύπρου Φάκτορς και του Οργανισμού Χρηματοδοτήσεως Τράπεζας

Κύπρου στην Τράπεζα Κύπρου. Έναρξη παροχής χρηματοδοτικών μισθώσεων στη Ρουμανία, μέσω της Cyprus Leasing Romania.

**2007:** Έναρξη τραπεζικών εργασιών στη Ρουμανία και τη Ρωσία.

**2008 :** Εξαγορά της Ουκρανικής Τράπεζας AvtoZAZBank και προσφορά τραπεζικών εργασιών στην Ουκρανία. Εξαγορά του 80% του μετοχικού κεφαλαίου της Uniastrum Bank στη Ρωσία και επέκταση των τραπεζικών εργασιών στον τομέα ιδιωτών στην τοπική αγορά.

**2010:** Έναρξη διαδικασιών για ίδρυση Γραφείου Αντιπροσωπείας στην Ινδία και δημιουργία τραπεζικής μονάδας στο Ντουμπάι.

## Η Τράπεζα

Η Τράπεζα Κύπρου Ελλάδας είναι μέρος του Συγκροτήματος της Τράπεζας Κύπρου που ιδρύθηκε στην Κύπρο το 1899, όπου και κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Το Συγκρότημα Τράπεζας Κύπρου προσφέρει ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών που περιλαμβάνει τραπεζικές υπηρεσίες, χρηματοδοτήσεις, φάκτοριγκ, χρηματοεπενδυτικές υπηρεσίες, διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, και ασφάλειες γενικού κλάδου και ζωής. Δραστηριοποιείται στην Κύπρο, στην Ελλάδα, στη Μεγάλη Βρετανία, στην Αυστραλία και στη Ρουμανία.

Από τον Αύγουστο του 2007 η Τράπεζα επεκτάθηκε στη Ρωσία, αποτελώντας τον πρώτο Ελληνικό Τραπεζικό Όμιλο που διείσδυσε στη Ρωσική αγορά, ενώ τον Ιούνιο του 2008, προχώρησε σε συμφωνία εξαγοράς του 80% του μετοχικού κεφαλαίου της Ρωσικής τράπεζας Uniastrum Bank. Το Μάιο του 2008, εξαγόρασε το 97,2% του μετοχικού κεφαλαίου της Ουκρανικής Τράπεζας AvtoZAZBank και προχωρά πλέον δυναμικά στην προσφορά τραπεζικών υπηρεσιών στην Ουκρανική αγορά. Παράλληλα, η Τράπεζα λειτουργεί καταστήματα αντιπροσωπείας σε Καναδά και Νότια Αφρική. . Οι μετοχές της Τράπεζας Κύπρου είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου και στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2000.

## Δίκτυο Καταστημάτων

Η Τράπεζα Κύπρου λειτουργεί μέσω 556 καταστημάτων, από τα οποία 190 λειτουργούν στη Ρωσία, 181 στην Ελλάδα, 126 στην Κύπρο, 44 στην Ουκρανία, 10 στη Ρουμανία, 4 στο

Ηνωμένο Βασίλειο και 1 στα Channel Islands. Επιπλέον, η Τράπεζα λειτουργεί 6 καταστήματα αντιπροσωπείας στη Ρωσία, την Ουκρανία, τη Σερβία και τη Νότια Αφρική. Το Συγκρότημα εργοδοτεί 11.101 άτομα διεθνώς.

## Στρατηγική

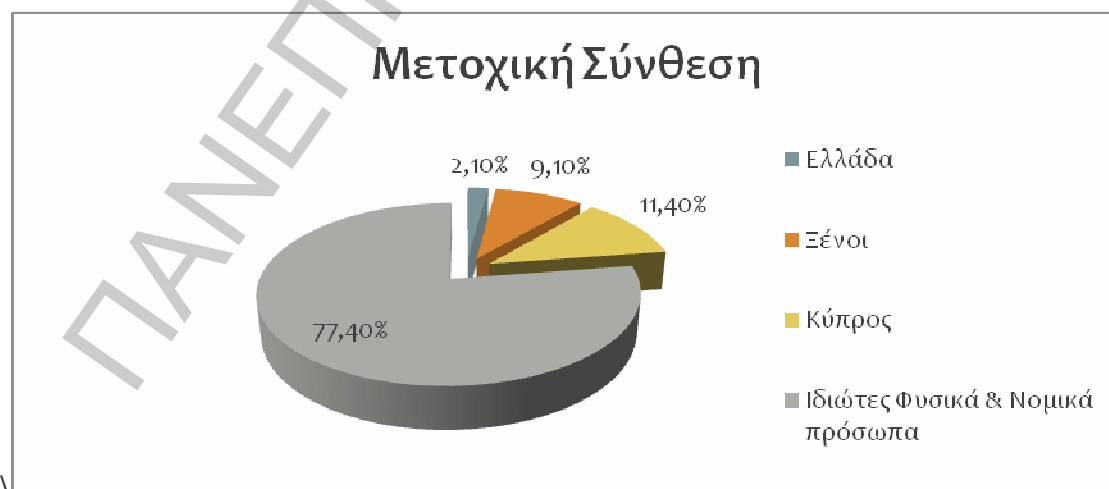
Το Συγκρότημα θα συνεχίσει να επικεντρώνει τις στρατηγικές του ενέργειες στους εξής άξονες:

- Υψηλή ρευστότητα προερχόμενη από πελατειακές καταθέσεις.
- Υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια.
- Υγιής επαναλαμβανόμενη κερδοφορία.
- Ικανοποιητική γεωγραφική διασπορά εργασιών.
- Αποτελεσματική διαχείριση κινδύνων.

Να προσφέρει στους πελάτες άριστες και καινοτόμες τραπεζικές υπηρεσίες, να δημιουργεί μακρόχρονες σχέσεις εμπιστοσύνης, να δημιουργεί προοπτική στο ανθρώπινο δυναμικό μας εμπνέοντάς το να συμμετέχει στην επίτευξη των στόχων του Οργανισμού, να δημιουργεί αξία για τους μετόχους μας, να εξασφαλίζει την εκτίμηση και το σεβασμό της ευρύτερης κοινωνίας.

## Μετοχική Σύνθεση

Η μετοχή της Τράπεζας Κύπρου δομή κατά την 31.12.2012 αναλύεται ως εξής:



Πίνακας 3-5 Μετοχική Σύνθεση Τράπεζας Κύπρου

Τα επόμενο γράφημα αναφέρεται στην μεταβολή της τιμής της μετοχής κατά την εξαετία 2006-2011.



Διάγραμμα 3-4 Μεταβολή της τιμής και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της Τράπεζας Κύπρου τη περίοδο 2006-2011, Πηγή: Ιστοσελίδα Capital : <http://www.capital.gr/>

Στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου (01/01/2006) η τιμή της μετοχής κυμαινόταν περίπου στα 3,70€. Η γενική τάση η οποία επικρατεί στην πορεία της τιμής της μετοχής μέχρι περίπου τα τέλη του 2007 είναι αύξουσα. Οι διακυμάνσεις και οι αυξομειώσεις είναι συνεχείς ωστόσο, η περίοδος η οποία ακολουθεί συνοδεύεται από συνεχείς μειώσεις της τιμής μέχρι και την άνοιξη του 2009, όπου η τιμή πέφτει στο χαμηλότερο σημείο, περίπου στα 1,20 €. Το κλίμα από εκεί και στο εξής φαίνεται να αντιστρέφεται μέχρι το τέλος περίπου του 2009 για να ακολουθήσει ξανά πτωτική πορεία. Την τελευταία ημέρα της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου η τιμή της μετοχής της Τράπεζας Κύπρου διαμορφώθηκε στα 0,59 ευρώ.

**4.1 ΓΕΝΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

Επιχειρώντας να προσεγγίσουμε την έννοια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και τó σκοπό για τον οποίο αυτή έχει επινοηθεί, θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι πρόκειται για ένα πολύ σημαντικό εργαλείο λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων. Είναι η πληροφορία εκείνη που πηγάζει μέσα από τους αριθμούς, η οποία καθιστά τη χρηματοοικονομική ανάλυση χρήσιμο «οδηγό» στα χέρια επιχειρηματιών, αναλυτών, συμβούλων επιχειρήσεων αλλά και τραπεζικών στελεχών, προκειμένου αυτοί να οδηγηθούν στη λήψη ορθών αποφάσεων σχετικά με επενδυτικές ενέργειες, ενέργειες χρηματοδότησης και γενικότερα ενέργειες πάσης επιχειρηματικής φύσεως.

Ωστόσο, τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης δεν αποτυπώνουν πάντοτε την πραγματική τρέχουσα οικονομική της κατάσταση.

Αυτό συμβαίνει συνήθως για λόγους που σχετίζονται με τη φορολογία, την πιστοληπτική της ικανότητα, τις σχέσεις της σε επίπεδο εντολέα εντολοδόχου, τις γενικότερες συναλλαγές της με την πολιτεία καθώς και για τυχόν άλλους τακτικούς και στρατηγικούς επιχειρηματικούς λόγους.

Επιπρόσθετα, η πληροφορία που αντλείται μέσα από τα αριθμητικά δεδομένα των οικονομικών καταστάσεων δεν αποτελεί πάντα έτοιμο υλικό προς επεξεργασία και ανάλυση. Επίσης, τα αριθμητικά δεδομένα από μόνα τους, συνήθως, δεν εφοδιάζουν με σημαντικές πληροφορίες τον ενδιαφερόμενο.

Για το λόγο αυτό θα πρέπει το κάθε ένα από αυτά, να εξετάζεται σε σχέση με κάποιο άλλο δημιουργώντας λογικές σχέσεις μεταξύ τους. Οι λογικές αυτές σχέσεις αναγόμενες σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, εξεταζόμενες συγκριτικά μεταξύ επιχειρήσεων και λαμβάνοντας υπόψη το κόστος ευκαιρίας και το δείκτη κόστους οφέλους, μπορούν να καταστούν σημαντική πληροφορία στα χέρια των ενδιαφερόμενων. Η πληροφορία αυτή εάν λάβει την ανάλογη ορθή διαχείριση μπορεί να οδηγήσει σε εξαιρετικά επενδυτικά και κερδοσκοπικά αποτελέσματα.

Συνήθως, οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν πηγές άντλησης πληροφοριών για όλους εκείνους τους ενδιαφερόμενους που βρίσκονται εκτός επιχείρησης (εξωτερικοί ενδιαφερόμενοι),



όπως επί παραδείγματι εξωτερικοί αναλυτές, σύμβουλοι επιχειρήσεων, ακαδημαϊκοί & φοιτητές, πελάτες, προμηθευτές, το ευρύτερο κοινό.

Είναι προφανές, ότι ο κάθε εξωτερικός ενδιαφερόμενος διαμορφώνει τη δική του σκοπιμότητα, η οποία πηγάζει μέσα από τα δικά του συμφέροντα. Η εξυπηρέτηση των συμφερόντων του εκάστοτε εξωτερικού ενδιαφερόμενου, θα γίνει μέσα από την ορθή ερμηνεία των αριθμητικών κυρίως μεγεθών που θα αντλήσει από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Τις πληροφορίες αυτές για να τις μετατρέψει σε χρήσιμη, για την εξαγωγή συμπερασμάτων, πληροφορία θα πρέπει να τις επεξεργαστεί με κατάλληλα εργαλεία – τεχνικές.

Από τη στιγμή σύνταξης των λογιστικών καταστάσεων και έπειτα, ο τεχνικός ρόλος της λογιστικής περατώνεται. Ωστόσο, από το σημείο αυτό αρχίζει πλέον ένας άλλος ρόλος της λογιστικής που σκοπό έχει να εξυπηρετήσει την επεξεργασία και ανάλυση των αριθμητικών μεγεθών, των λογιστικών καταστάσεων, προκειμένου να αντληθεί η πολυπόθητη πληροφορία. Η πληροφορία αυτή θα είναι προϊόν της λεγόμενης “χρηματοοικονομικής ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων” και θα μπορεί πλέον με ορθή διαχείριση της, να οδηγήσει σε εξαγωγή πάσης φύσεως χρηματοοικονομικών συμπερασμάτων.

Μιλώντας για χρηματοοικονομικά συμπεράσματα, θα ήταν ιδιαίτερα εύστοχο να προβούμε σε μια γενική ομαδοποίηση αυτών, προκειμένου να καταστεί περισσότερο αντιληπτή η έννοια τους και οι σκοποί που αυτά εξυπηρετούν. Συνεπώς, τα χρηματοοικονομικά συμπεράσματα διακρίνονται σε αυτά που αποτελούν:

- Εργαλεία επιλογής επενδυτικών τίτλων
- Εργαλεία πρόβλεψης μελλοντικών αποδόσεων
- Εργαλεία εντοπισμού προβλημάτων στη λειτουργία των επιχειρήσεων
- Εργαλεία αξιολόγησης του management των επιχειρήσεων
- Ειδικότερα, αυτά τα χρηματοοικονομικά συμπεράσματα αφορούν:
  - Την κατάσταση ρευστότητας μιας επιχείρησης, προκειμένου αυτή να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες οφειλές της.
  - Την κατάσταση σταθερότητας μιας επιχείρησης, προκειμένου αυτή να ανταποκρίνεται αποτελεσματικά στις μακροχρόνιες υποχρεώσεις της.
  - Την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, όσον αφορά το ικανοποιητικό μέγεθος της καθαρής θέσης αυτής.
  - Τη δυνατότητα ανάπτυξης μιας επιχείρησης, βάσει της στρατηγικής ικανότητας του management να θέτει το επίπεδο ανταγωνιστικότητας αυτής ολοένα και υψηλότερα.

Γενικότερα, θα πρέπει να καταστήσουμε σαφές ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων δε μπορεί να δώσει απάντηση παντού ή τουλάχιστον με την ίδια βαρύτητα και βεβαιότητα για το εκάστοτε αποτέλεσμα. Υπάρχουν χρηματοοικονομικά αποτελέσματα των οποίων η φύση είναι περίπλοκη και η δημιουργία τους βασίζεται σε συνδυασμούς παραγόντων που μπορεί να αφορά ταυτόχρονα την ικανότητα του management, την τρέχουσα κατάσταση των κεφαλαιαγορών, την εγχώρια και διεθνή ανταγωνιστικότητα του κλάδου, την κυβερνητική πολιτική αλλά και άλλους μακροοικονομικούς παράγοντες

Τέλος, θα μπορούσαμε να τολμήσουμε τον ισχυρισμό ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί την αντίστοιχη S.W.O.T. ANALYSIS των χρηματοοικονομικών μιας επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει διότι μέσω της χρηματοοικονομικής ανάλυσης μπορούμε να εξάγουμε συμπεράσματα για τις χρηματοοικονομικές φύσεως ΔΥΝΑΜΕΙΣ και ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ μιας επιχείρησης και μέσα από αυτό να εντοπίσουμε τις αντίστοιχες ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ και ΑΠΕΙΛΕΣ της στην αγορά. Με τον τρόπο αυτό η εκάστοτε επιχείρηση, θα μπορεί να εξάγει συμπεράσματα σχετικά με τις χρηματοοικονομικές της ΔΥΝΑΜΕΙΣ (χρηματοοικονομικά πλεονεκτήματα) και ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ (χρηματοοικονομικά μειονεκτήματα), οι οποίες σε συνδυασμό με το θεσμικό και νομικό πλαίσιο που τη διέπει καθώς και την επιχειρηματικότητα που διακρίνει το management αυτής, θα επιδιώξει να εντοπίσει εκείνες τις επενδυτικές ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ της αγοράς που της αναλογούν. Επίσης, μέσω της ορθολογικής επενδυτικής συμπεριφοράς, της εξειδικευμένης γνώσης, της εμπειρίας και της επιχειρηματικής οξυδέρκειας του management σε συνδυασμό με τη χρήση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, ως εργαλείο πρόβλεψης, η επιχείρηση θα μπορέσει να προφυλαχτεί από επενδυτικές ΑΠΕΙΛΕΣ και τη λεγόμενη «χρηματοοικονομική αποτυχία».

### **Κατηγορίες Ενδιαφερομένων**

Μέχρι τώρα έχουμε ήδη αναφερθεί στο γεγονός ότι χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων αφορά διάφορες κατηγορίες ενδιαφερομένων. Τους ενδιαφερόμενους αυτούς μπορούμε να τους κατατάξουμε σε δυο θεμελιώδεις κατηγορίες ανάλογα με τη θέση τους: (1) Στους Εσωτερικούς και (2) Στους Εξωτερικούς. Κατ' επέκταση, ανάλογα με την κατηγορία στην οποία εντάσσεται ο ενδιαφερόμενος που διενεργεί τη χρηματοοικονομική ανάλυση, διακρίνεται και αυτή με τη σειρά της σε εσωτερική και εξωτερική.

Ειδικότερα, όσον αφορά τους εσωτερικούς ενδιαφερόμενους θα πρέπει να σημειώσουμε ότι λόγω της θέσεως που κατέχουν, διαθέτουν ένα από τα ισχυρότερα πλεονεκτήματα επικερδούς λήψης αποφάσεων που είναι η εσωτερική πληροφόρηση. Αυτό το είδος πληροφόρησης είναι προφανές ότι δεν διαθέτει (ή τουλάχιστον δε μπορεί να το αποκτήσει στον ίδιο βαθμό, με την ίδια πιστότητα και το ίδιο κόστος) η άλλη κατηγορία ενδιαφερόμενων.

Τα άτομα τα οποία διενεργούν την εσωτερική ανάλυση (εσωτερικοί ενδιαφερόμενοι), βρίσκονται σε άμεση σχέση με την επιχείρηση και συνεπώς έχουν στη διάθεσή τους εκείνα τα λογιστικά και στατιστικά δεδομένα που τους εφοδιάζουν με όλα τα εχέγγυα, ώστε να προβούν σε συγκρίσεις και συσχετίσεις πέρα από αυτές που θα μπορούσαν να κάνουν βασιζόμενοι μόνο στα δημοσιευμένα στοιχεία της επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό η χρηματοοικονομική ανάλυση αποκτά μεγαλύτερη διαύγεια, είναι διαφωτιστική σε μεγάλο βάθος και τα όποια πορίσματα των αναλυτών χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό ασφάλειας.

Τα πρόσωπα τα οποία ασχολούνται με την εσωτερική ανάλυση είναι κατά κύριο λόγο οι εσωτερικοί λογιστές, οι διευθύνοντες σύμβουλοι, λοιπά στελέχη των επιχειρήσεων και γενικότερα οι διοικούντες τις επιχειρήσεις.

Άλλα πρόσωπα που ασχολούνται με την εσωτερική ανάλυση είναι οι ελεγκτές, οι ορκωτοί λογιστές και άλλοι. Στο σημείο αυτό θα ήταν σημαντικό να αναφέρουμε ότι στα πλαίσια της εσωτερικής ανάλυσης, οι μέτοχοι και το υπαλληλικό προσωπικό θεωρούνται ως τρίτα πρόσωπα αφού στην πλειοψηφία των περιπτώσεων δεν έχουν άμεση πρόσβαση σε οικονομικά και στατιστικά στοιχεία της επιχείρησης.

Το σημαντικό με την εσωτερική ανάλυση είναι ότι λόγω της μεγαλύτερης διαύγειας και της μεγαλύτερης αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων, επιτρέπει στη διοίκηση να γνωρίζει με λεπτομέρειες τη γενική οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Συνεπώς, οι managers αυτής θα είναι σε θέση να λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με τις ενέργειες στις οποίες θα πρέπει να προβούν, ούτως ώστε να μεταβληθούν τα οικονομικά της μεγέθη σε επίπεδα που θα σηματοδοτούν την υγιή λειτουργία της.

Αντιθέτως, όσον αφορά τους εξωτερικούς ενδιαφερόμενους (εξωτερικούς αναλυτές) αυτοί δεν είναι σε θέση να εκμεταλλευτούν τα ειδικά πλεονεκτήματα που απολαμβάνει η άλλη κατηγορία. Αυτό συμβαίνει επειδή η θέση τους είναι εκτός εταιρείας και συνεπώς η σχέση τους με αυτή δεν είναι άμεση. Συνήθως, τα μόνα στοιχεία τα οποία έχουν στη διάθεσή τους είναι τα δημοσιευμένα, όπως ο ισολογισμός με τους πίνακες αποτελεσμάτων χρήσης και η έκθεση των ορκωτών ελεγκτών.

Τα στοιχεία όμως αυτά δεν είναι επαρκή και για το λόγο αυτό ο εξωτερικός ενδιαφερόμενος, θα πρέπει να λάβει πληροφορίες και από άλλες πηγές. Συνήθως, τέτοιες πηγές είναι τα δημοσιεύματα του οικονομικού και πολιτικού τύπου, δελτία από τράπεζες, επιμελητήρια, σχετικές κλαδικές μελέτες και δημοσιευμένες έρευνες καθώς και η επετηρίδα του χρηματιστηρίου.

Συνεπώς, γίνεται φανερή η δύσκολη θέση στην οποία βρίσκεται ο εξωτερικός αναλυτής τόσο από τη δυσκολία που παρουσιάζει η ανεύρεση των στοιχείων όσο και από την αξιοπιστία και την πληρότητά τους.

Έτσι, κατ' επέκταση, όσο πιο λίγα είναι τα διαθέσιμα στοιχεία, όσο πιο συνοπτικά είναι και όσο μεγαλύτερη είναι η αμφιβολία για την πηγή άντλησης τους τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα εξαγωγής πλασματικών συμπερασμάτων μέσω της ανάλυσης. Κατά κύριο λόγο ένας εξωτερικός ενδιαφερόμενος αναλύει τα διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης, προκειμένου να εξάγει συμπεράσματα σχετικά με την οικονομική της θέση και την αποδοτικότητά της. Ειδικότερα, όσον αφορά την έννοια της οικονομικής θέσης της επιχείρησης θα πρέπει να πούμε ότι πρόκειται για τη δυνατότητα της να ανταποκρίνεται στις οικονομικές της υποχρεώσεις χωρίς να κλυδωνίζεται εύκολα από τυχόν μεταβολές των συνθηκών του περιβάλλοντος, να εκμεταλλεύεται επενδυτικές ευκαιρίες (εξετάζοντας τους τρόπους άντλησης των απαιτούμενων γι' αυτές κεφαλαίων) αλλά και την ευχέρεια της στο να εξοφλεί τις ληξιπρόθεσμες και απαιτητές υποχρεώσεις της. Όσον αφορά την έννοια της αποδοτικότητας της επιχείρησης, θα πρέπει να πούμε ότι γενικά αφορά το ύψος και τη σταθερότητα των καθαρών κερδών της καθώς και την τάση (προοπτικές) για βελτίωση αυτών στο μέλλον.

Τέλος, κρίνουμε αναγκαίο να αναφέρουμε τις πιθανές ιδιότητες των εξωτερικών ενδιαφερόμενων. Έτσι, ένας εξωτερικός ενδιαφερόμενος μπορεί να φέρει κάποια από τις παρακάτω ιδιότητες:

- Μέτοχος, εταίρος (ως τρίτο πρόσωπο)
- Πελάτης
- Προμηθευτής
- Τράπεζα
- Το Δημόσιο (φορολογική υπηρεσία, στατιστική υπηρεσία κλπ)
- Υπάλληλος της επιχείρησης και λοιπό προσωπικό
- Εμπορικό ή Βιομηχανικό Επιμελητήριο
- Χρηματιστηριακή εταιρεία ή ο ευρύτερος κύκλος της κεφαλαιαγοράς
- Ασφαλιστική εταιρεία

- Ακαδημαϊκός, φοιτητής, ερευνητής
- Τύπος, επιστημονικό περιοδικό

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση με Αριθμοδείκτες

Η ανάλυση με αριθμοδείκτες είναι η περισσότερο χρησιμοποιούμενη μέθοδος μελέτης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Πραγματοποιείται με συσχέτιση κονδυλίων των λογαριασμών του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης. Θεωρούνται ένα από τα κυριότερα εργαλεία στην ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, γιατί βοηθούν τον αναλυτή να παρουσιάσει περιληπτικά και με εύκολα κατανοητό τρόπο, τα δεδομένα των καταστάσεων, δίνοντας μια εικόνα για το παρελθόν, το παρόν και το μέλλον της εταιρίας που εξετάζεται.

Κατά τον Γκλεζάκο (2006:67) οι αριθμοδείκτες δύνανται να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να:

- Εκτιμήσουμε την βιωσιμότητα μιας μονάδας.
- Εκτιμήσουμε την αποτελεσματικότητα ενός επενδυτικού σχεδίου (ή γενικότερα, ενός προγράμματος δράσης).
- Προβούμε σε προβλέψεις χρεοκοπίας.
- Εκτιμήσουμε την αξία μιας επιχείρησης.

Κατά τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών είναι δυνατό να προκύψουν ορισμένα προβλήματα τα οποία, εάν δεν αντιμετωπιστούν κατάλληλα, ενδεχομένως να οδηγήσουν στον προσδιορισμό παραπλανητικών τιμών. Τα προβλήματα αυτά συνήθως οφείλονται στις πιο ακόλουθες αιτίες (Γκλεζάκος, 2006:68):

- Εκτιμήσουμε την αξία μιας επιχείρησης.
- Ύπαρξη αρνητικών παρανομαστών ή αριθμητών.
- Ύπαρξη ακραίων τιμών, οφειλόμενων σε λανθασμένη καταχώρηση ή συγκυριακή επικράτηση ασυνήθιστων τιμών των αντίστοιχων παραμέτρων.
- Χρησιμοποίηση, ως παρανομαστών, μεταβλητών με τιμές που τείνουν στο μηδέν.

Σε μια τέτοια περίπτωση, οι τιμές των αντίστοιχων δεικτών τείνουν στο άπειρο.

- Διαφοροποιήσεις μεταξύ επιχειρήσεων ή μεταξύ χρήσεων. Για παράδειγμα, η απόκτηση παγίων με χρηματοδοτική μίσθωση έχει ως αποτέλεσμα την παρουσίαση μειωμένων παγίων στο ενεργητικό. Έτσι, ο δείκτης παγιοποίησης της αντίστοιχης

επιχείρησης θα είναι εξαιρετικά χαμηλός, συγκρινόμενος με τον ίδιο δείκτη μιας ομοειδούς επιχείρησης η οποία δεν έχει καταφύγει στη χρηματοδοτική μίσθωση.

Στις περιπτώσεις αυτές, το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με χρήση εναλλακτικών δεικτών (οι οποίοι έχουν αντίστοιχο πληροφοριακό περιεχόμενο άλλα συσχετίζουν παραμέτρους που δεν παρουσιάζουν ανάλογα προβλήματα) ή με απαλοιφή των ακραίων τιμών των παραμέτρων ή με απαλοιφή των δεικτών που παρουσιάζουν ακραίες τιμές.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης περιλαμβάνει πέραν της επιλογής του κατάλληλου δείκτη και την σύγκριση, χωρίς την οποία οι εξαγόμενες σχέσεις δεν αποκτούν σημασία και το πιθανότερο δεν οδηγούν σε ορθή ερμηνεία. Η σύγκριση νοείται σε σχέση με το χρόνο και σε σχέση με ομοειδής επιχειρήσεις ή τον κλάδο.

Η διπλή αυτή σύγκριση δίνει τη δυνατότητα ορθότερης ερμηνείας των δεικτών και συνεπώς της κατάστασης της επιχείρησης. Η σύγκριση των αριθμοδεικτών στο χρόνο μπορεί να αναφέρεται στο παρελθόν (ιστορική) ή και στο μέλλον. Η σύγκριση ενός τρέχοντος δείκτη με τους ομοίους του παρελθόντος δεικνύει εάν έχει επέλθει βελτίωση ή χειροτέρευση της οικονομικής κατάστασης την περίοδο αυτή. Όμως, είναι δυνατή η σύγκριση της πιθανής μεταβολής των αριθμοδεικτών με βάση εκείνους τους δείκτες οι οποίοι έχουν προσδιοριστεί με στοιχεία οικονομικών καταστάσεων τα οποία προέκυψαν από μελλοντικές προβλέψεις.

Η σύγκριση των αριθμοδεικτών μπορεί επίσης να πραγματοποιηθεί με τους αντίστοιχους των ομοειδών επιχειρήσεων και με τους μέσους δείκτες του κλάδου. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι μπορεί να υπάρχουν διαφορές δεικτών μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων, πέραν των αναμενόμενων διαφορών μεταξύ κλάδων.

Συνεπώς το αποτέλεσμα της σύγκρισης θα πρέπει να θεωρηθεί συμπερασματικό εντός ενός γενικότερου πλαισίου. Τυχόν σημαντικές διαφορές θα πρέπει να ερμηνευτούν καθώς και να εντοπιστούν τα αίτια αυτών.

## **4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

### **Στατιστική Ανάλυση**

Η στατιστική ανάλυση μεθοδεύεται ορθολογικά, αν το όλο έργο χωρισθεί σε επιμέρους βήματα. Συγκεκριμένα, η ανάλυση αυτή περιλαμβάνει τα ακόλουθα βήματα:

- Τον καθορισμό του αριθμού των χρήσεων που θα συμπεριληφθούν στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων.
- Την επισκόπηση των λογαριασμών του ισολογισμού προκειμένου να κατανοηθεί πλήρως το ουσιαστικό περιεχόμενο τους.
- Την επισκόπηση των στοιχείων του ισολογισμού ως αποτέλεσμα της παραπάνω επισκόπησης.
- Την επισκόπηση των στοιχείων του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως προκειμένου να κατανοηθεί πλήρως το ουσιαστικό περιεχόμενο τους.
- Την εμφάνιση του ισολογισμού με την κάθετη μορφή και στη συνέχεια παράθεση του ενός ισολογισμού δίπλα στον άλλο με πρώτο από αριστερά τον ισολογισμό της παλαιότερης χρήσεως.

Επίσης, κάθε στοιχείο του ενεργητικού, εκφράζεται ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού και κάθε στοιχείο του παθητικού εκφράζεται ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού (commonsizeanalysis).

### Κριτική Διεύρυνση Δεικτών

Οι δείκτες πρέπει να συγκριθούν με όσο το δυνατόν περισσότερα πρότυπα για να περιορισθεί η πιθανότητα εξαγωγής λανθασμένων συμπερασμάτων. Έτσι, προτείνεται, κατά την ανάλυση των δεικτών (ratioanalysis), να λαμβάνονται υπόψη τα παρακάτω πρότυπα:

- Προγενέστεροι δείκτες της ίδιας επιχείρησης (trendanalysis)
- Αντίστοιχοι δείκτες για την ίδια χρονική περίοδο των ανταγωνιστριών επιχειρήσεων.
- Μέσοι δείκτες για την ίδια χρονική περίοδο του κλάδου στον οποίο λειτουργεί η επιχείρηση.
- Συσχετισμός δεικτών τόσο με τους αντικειμενικούς σκοπούς που επιδιώκει η επιχείρηση, όσο με τις γενικές οικονομικές, συναλλακτικές και λοιπές συνθήκες που επικρατούσαν κατά την περίοδο της ανάλυσης.
- Συσχετισμός δεικτών μεταξύ τους. Για παράδειγμα, μια χαμηλή αποδοτικότητα μπορεί να οφείλεται είτε σε χαμηλό περιθώριο κέρδους, είτε σε χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα, ή και στα δύο.

### 4.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Οι αριθμοδείκτες, ανάλογα με το αντικείμενο της σχέσης στην οποία δίνει έμφαση η ανάλυση, μπορούν να διακριθούν σε κατηγορίες. Στην ανάλυσή μας, έχουν επιλεγεί οι αριθμοδείκτες που προσδιορίζουν το βαθμό απόδοσης των τραπεζών, την ποιότητα του ενεργητικού, μετρούν τη ρευστότητα, την κεφαλαιακή επάρκεια και την κερδοφορία (Zorounidis C. at al, 1995).

#### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ-ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

- $ROA = \text{Καθαρά Κέρδη Φόρων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$
- $ROE = \text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ίδια Κεφάλαια}$
- $\text{Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου} = \text{Καθαρό Εισόδημα από τόκους} / \text{Κυκλοφορούν (κερδοφόρο) ενεργητικό}$
- $\text{Καθαρά Κέρδη προ Φόρων} / \text{Ίδια Κεφάλαια}$
- $\text{Καθαρά Κέρδη προ Φόρων} / (\text{Χορηγήσεις} + \text{Καταθέσεις})$
- $\text{Δείκτης Κόστους Εσόδων} = \text{Έξοδα εκτός Τόκων} / (\text{Καθαρό Εισόδημα από Τόκους} + \text{Έσοδα εκτός Τόκων})$

#### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- $\text{Χορηγήσεις} / \text{Καταθέσεις}$
- $\text{Σύνολο Ενεργητικού} / \text{Σύνολο Χορηγήσεων}$

#### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ

- $\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού.}$
- $\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Χορηγήσεις}$



- Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Καταθέσεις

#### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

- Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα
- Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού

#### ΕΙΔΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

- Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού
- Χορηγήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

#### Δείκτες Αποδοτικότητας

##### **4.3.1.1 Συνολική Αποδοτικότητα**

Αποδοτικότητα είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη. Η συνολική αποδοτικότητα της επιχείρησης (overall rate of return) μπορεί να υπολογισθεί με τον ακόλουθο δείκτη:

$$\text{Συνολική Αποδοτικότητα} = \frac{\text{Συνολικά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού}} \quad \mathbf{4.1}$$

Τα συνολικά κέρδη ορίζονται ως το άθροισμα των οργανικών κερδών των τόκων χρεωστικών και των λοιπών εξόδων ξένης χρηματοδότησης, ενώ το σύνολο του καθαρού ενεργητικού είναι ο μέσος όρος του καθαρού ενεργητικού κατά την έναρξη και τη λήξη της χρήσεως. Αν στο ενεργητικό της επιχείρησης περιλαμβάνονται εξωεπιχειρηματικές επενδύσεις, αυτές αφαιρούνται από τον υπολογισμό του συνόλου του καθαρού ενεργητικού, ενώ αντίστοιχα η πρόσοδος που προκύπτει από αυτές αφαιρείται από τα συνολικά κέρδη. Αυτό είναι απαραίτητο, προκειμένου ο δείκτης που καταρτίζεται να ανταποκρίνεται στην έννοια της αποδοτικότητας (ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη).

Η συνολική αποδοτικότητα μπορεί να αναλυθεί σε **περιθώριο κέρδους** και **συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα**. Με άλλα λόγια, η συνολική αποδοτικότητα μπορεί επίσης να υπολογισθεί ως το γινόμενο του δείκτη του περιθωρίου κέρδους και του δείκτη της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας. Η ανάλυση της συνολικής αποδοτικότητας σε περιθώριο κέρδους και κυκλοφοριακή ταχύτητα είναι χρήσιμη γιατί υποδεικνύει δύο ενδεχόμενους τρόπους βελτίωσης της. Συγκεκριμένα, η συνολική αποδοτικότητα μπορεί να βελτιωθεί είτε με την αύξηση του περιθωρίου κέρδους, είτε με την εξασφάλιση μεγαλύτερης συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας.

### Η Αποδοτικότητα του Ενεργητικού

Ο δείκτης **αποδοτικότητας ενεργητικού** (ROA) αποτελεί ένα τρόπο καταγραφής της αποτελεσματικότητας της διοίκησης ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, καθώς μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης του τραπεζικού οργανισμού να μετατρέπει το ενεργητικό σε καθαρά κέρδη. Μετρά, δηλαδή πόσο επικερδώς αξιοποιεί μια τράπεζα τα εντός ισολογισμού στοιχεία του Ισολογισμού της. Ο δείκτης της αποδοτικότητας ενεργητικού δείχνει μια αξιόπιστη εικόνα για την αποδοτική ή όχι διαχείριση των πόρων της Τράπεζας. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο αποδοτικότερο καλείται το Πιστωτικό Ίδρυμα. Για μια εν γένει εταιρία, ο εν λόγω δείκτης υπολογίζεται ως ακολούθως (Ross *et al.*, 1999:35).

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολικό Ενεργητικό}} \quad 4.2$$

Όπου τα **καθαρά κέρδη** ισούνται τα συνολικά έσοδα μείον τα λειτουργικά έξοδα, τις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις και τους φόρους των κερδών.

Στη συνέχεια βλέπουμε ότι το ROA μπορεί να προκύψει ως το γινόμενο του καθαρού περιθωρίου κέρδους (netprofitmargin) και του βαθμού χρησιμοποίησης του ενεργητικού (AU - assetutilizationratio):

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλσεις}} \cdot \frac{\text{Πωλσεις}}{\text{Σύνολικό Ενεργητικό}} \quad 4.3$$

Ο **βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού** (AU) αντικατοπτρίζει την πολιτική διαχείρισης του χαρτοφυλακίου, ιδιαίτερα το μίγμα και την απόδοση των στοιχείων ενεργητικού του τραπεζικού οργανισμού. Κατανέμοντας προσεκτικά το ενεργητικό τους οι τράπεζες σε στοιχεία που έχουν υψηλό επιτοκιακό περιθώριο, αποφεύγοντας όμως ταυτόχρονα περιττό κίνδυνο,

μπορούν να βελτιώσουν τη μέση αποδοτικότητα των στοιχείων του ενεργητικού τους. Ο δείκτης ΑΥ μπορεί να διακριθεί με τη σειρά του σε δύο κατηγορίες δεδομένου ότι τα συνολικά έσοδα ισούνται με έσοδα από τόκους συν έσοδα προερχόμενα από άλλες πηγές (εκτός τόκων).

ROA= Καθαρά Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Μ.Ο
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,955%	1,287%	0,573%	0,247%	-0,375%	-13,910%	-1,871%
EUROBANK	0,949%	1,033%	0,254%	0,003%	-0,092%	-6,802%	-0,776%
ALPHA BANK	1,074%	0,846%	0,501%	0,687%	-0,001%	-6,962%	-0,643%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,217%	0,999%	0,225%	0,298%	-0,007%	-14,664%	-1,989%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	1,188%	1,372%	1,380%	0,631%	0,778%	-3,683%	0,277%

Πίνακας 4-1 Πίνακας 4-1: Αριθμοδείκτης ROA Τραπεζών 2006-2011:

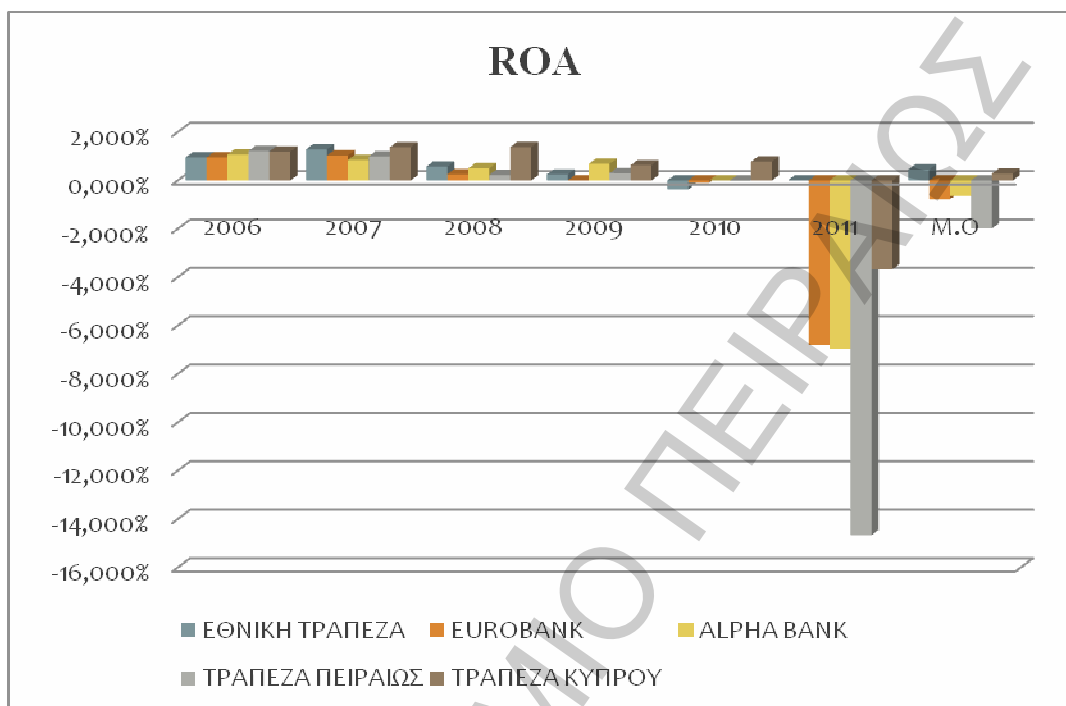
Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού παρουσιάζει ιδιαίτερες μεταβολές στην εξεταζόμενη περίοδο 2006-2011 για το σύνολο των τραπεζών. Η Εθνική Τράπεζα το έτος 2011 παρουσιάζει τη χαμηλότερη τιμή του δείκτη (-13,910%) και ακολουθεί η Τράπεζα Πειραιώς, η οποία εμφανίζει το ίδιο έτος -14,664%. Η υψηλότερη τιμή του δείκτη (1,380%) εμφανίζεται κατά το έτος 2008 στην Τράπεζα Κύπρου.

Ο δείκτης της Τράπεζας Πειραιώς κατά την περίοδο 2006-2011 παρουσιάζει πτώση. Κατά την διετία 2006-2007, η πτώση αυτή του δείκτη, οφείλεται στη μικρή αύξηση των καθαρών κερδών της και στη μεγάλη αύξηση του συνόλου του Ενεργητικού της. Το έτος 2011, εμφανίζει μεγάλη μείωση του δείκτη (-14,664%), εξαιτίας των χαμηλών καθαρών κερδών της.

Ο δείκτης της Εθνικής Τράπεζας παρουσιάζει αύξηση από 0,955% το έτος 2006 σε 1,287% το έτος 2007, ενώ το έτος 2009 μειώνεται σημαντικά σε 0,247%. Το έτος 2011 η Εθνική Τράπεζα παρουσιάζει αρνητική τιμή η οποία παρουσιάζεται να είναι η χαμηλότερη τιμή του δείκτη. Η μείωση οφείλεται στη μείωση των καθαρών κερδών της τράπεζας καθώς και στη διαχρονική αύξηση μέχρι το 2010 του συνόλου Ενεργητικού της. Το 2011 η μείωση του δείκτη οφείλεται ολοκληρωτικά από την εμφάνιση ζημιών ύψους 12.144.748 €.

Κατά τη περίοδο 2006-2011 η Alpha Bank και η Eurobank εμφανίζουν πτώση του δείκτη λόγω της μείωσης των καθαρών κερδών τους και εμφάνισης ζημιών τα έτη 2010 και 2011. Η Τράπεζα Κύπρου σε σύγκριση με τις άλλες τράπεζες φέρει τα καλύτερα αποτελέσματα του δείκτη, αφού η τιμή του δείκτη αυξάνεται διαχρονικά από 1,188% φτάνοντας το 2008 το 1,380%. Το 2009 επέρχεται μείωση 0,631% ενώ το 2010 παρατηρείται αύξηση του δείκτη 0,778%. Το έτος 2011 παρουσιάζει την μικρότερη τιμή της εξαιτίας της εμφάνισης ζημιών στη χρήση του 2011. Σε

σύγκριση με τις υπόλοιπες Τράπεζες εμφανίζει τη καλύτερη εικόνα όσο αναφορά τον δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού και αυτό το γεγονός αποδεικνύει ότι στηρίζεται σε σωστότερη και πιο οργανωμένη, από πλευράς διαχείρισης, πολιτική.



Πίνακας 4-2 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη ROA των εξεταζομένων Τραπεζών

#### 4.3.2.1 Η Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE), η οποία αντανακλά την σωστή χρησιμοποίηση των ιδίων κεφαλαίων, τη χρηματοοικονομική μόχλευση, και την επίδραση των φόρων στη διαμόρφωση των κερδών, υπολογίζεται δια της ακόλουθης σχέσεως (Ross *et al.*, 1999:35).

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \quad 4.4$$

Ως καθαρά κέρδη λαμβάνονται τα καθαρά κέρδη που εμφανίζονται στο λογαριασμό αποτελέσματα χρήσεως της τράπεζας πριν από κάθε κράτηση για το σχηματισμό αποθεματικών, πληρωμή μερισμάτων και φόρου εισοδήματος. Ως ίδια κεφάλαια λαμβάνονται ο μέσος όρος του μετοχικού κεφαλαίου των αποθεματικών και των κερδών της προηγούμενης χρήσεως (μετά την αφαίρεση του τμήματος των κερδών που διανεμήθηκε κατά τη διάρκεια της παρούσας χρήσεως) που υπάρχουν στην αρχή της χρήσεως και του μετοχικού κεφαλαίου, των αποθεματικών και των κερδών στο τέλος της χρήσεως. Τα ίδια κεφάλαια θα μπορούσαν να εκφραστούν και σε

τρέχουσες αξίες. Ένας χαμηλός δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ανακλά ότι το πιστωτικό ίδρυμα πάσχει σε κάποιο τομέα του. Αντίθετα, όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης τόσο καλύτερο για τους μετόχους, αφού οι τράπεζες θα στηρίξουν την μελλοντική τους ανάπτυξη στην ενίσχυση των αδιανέμητων κερδών, έχοντας όμως και την δυνατότητα να διανέμουν υψηλότερα μερίσματα στους μετόχους. Γενικώς, ένας υψηλός δείκτης ROE αποτελεί ένδειξη ότι το πιστωτικό ίδρυμα ευημερεί.

Κατόπιν μπορούμε να συσχετίσουμε το ROE, το ROA, και τη χρηματική μόχλευση δια της ακόλουθης σχέσεως:

$$ROE = \frac{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}} = EM \times ROA \quad 4.5$$

Όπου EM είναι ο **πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων** (equity multiplier). Ο εν λόγω πολλαπλασιαστής δείχνει την σχέση ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο του ενεργητικού. Υψηλές τιμές του πολλαπλασιαστή των ιδίων κεφαλαίων δείχνουν υψηλές υποχρεώσεις της εταιρείας σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, και ως εκ τούτου ο εν λόγω δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί και τόσο ως μέτρο μόχλευσης, όσο και ως μέτρο κινδύνου.

Στην πραγματικότητα η παραπάνω σχέση, η οποία συνδέει τους δείκτες ROA και ROE, μας δείχνει εναργώς τον θεμελιώδη προβληματισμό (trade-off) που αντιμετωπίζει η διοίκηση ενός τραπεζικού ιδρύματος μεταξύ *κινδύνου και απόδοσης* (αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων). Μεγαλύτερη απόδοση προϋποθέτει υψηλότερο κίνδυνο (ήτοι υψηλότερο δανεισμό).

Επί παραδείγματι, μια τράπεζα της οποίας το ROA αναμένεται να είναι περίπου 1% κατά την επόμενη χρήση θα χρειαστεί €10 σε στοιχεία ενεργητικού για κάθε €1 ιδίων κεφαλαίων, προκειμένου να επιτύχει ROE της τάξεως του 10%. Εάν, εντούτοις, το ROA μειωθεί στο 0,5%, η επίτευξη ROE της τάξεως του 10% επιτυγχάνεται μόνο εάν €1 σε κεφάλαιο υποστηρίζεται από €20 σε ενεργητικό.

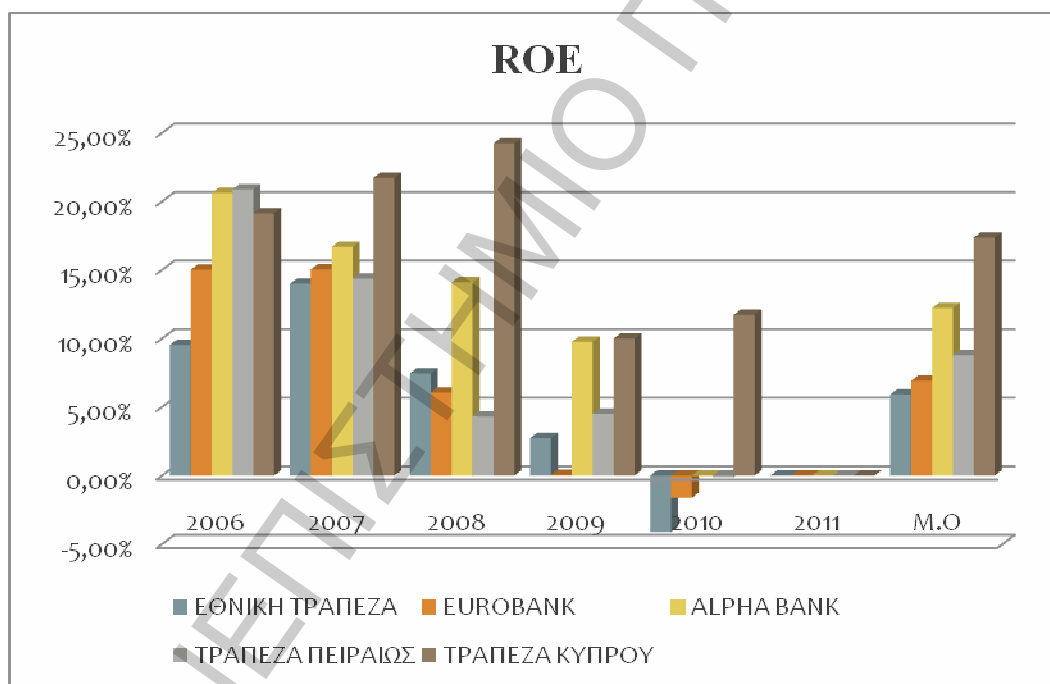
Βλέπουμε επομένως ότι η μόχλευση δύναται να χρησιμοποιηθεί προκειμένου ένας τραπεζικός οργανισμός, και μια εταιρία εν γένει, να επιτύχει το επιθυμητό ύψος απόδοσης για τα επενδεδυμένα κεφάλαια των μετόχων του.

ROE= Καθαρά Κέρδη / Ίδια Κεφάλαια							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	9,54%	13,99%	7,47%	2,74%	-4,11%	-	5,92%
EUROBANK	15,02%	15,04%	6,06%	0,05%	-1,62%	-	6,91%
ALPHA BANK	20,62%	16,68%	14,11%	9,76%	-0,02%	-	12,23%

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	20,89%	14,37%	4,31%	4,51%	-0,12%	-	8,79%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	19,14%	21,73%	24,24%	10,00%	11,72%	-	17,37%

Πίνακας 4-3 Αριθμοδείκτης ROE Τραπεζών 2006-2011

Ο δείκτης παρουσιάζει διακυμάνσεις κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Στην πλειοψηφία των τραπεζών, αύξηση του δείκτη παρατηρείται κυρίως το 2006 και το 2007, ενώ τα υπόλοιπα έτη μειώνεται. Ειδικά την περίοδο 2008-2010, η πτώση οφείλεται μεν στη μεγάλη αύξηση από τις τράπεζες των Ιδίων Κεφαλαίων τους, προκειμένου να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια εν καιρώ κρίσης, αλλά και στην πτώση των καθαρών κερδών τους. Η Εθνική παρουσιάζει τον χαμηλότερο δείκτη, ενώ η Τράπεζα AlphaBank εμφανίζει το μεγαλύτερο μέσο όρο του δείκτη στην εξαετία. Τέλος, για το έτος 2011 δεν είναι εφικτός ο υπολογισμός της τιμής του δείκτη, αφού λόγω ζημιών που καταγράφουν όλες οι Τράπεζες, καθαρή τους θέση έχει μετατραπεί σε αρνητική. Επομένως, δε μπορεί να γίνει αναφορά σε αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων όταν ουσιαστικά δεν υπάρχουν ίδια κεφάλαια.



Πίνακας 4-4 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη ROE των εξεταζομένων Τραπεζών

#### 4.3.2.2 Το Καθαρό Περιθώριο Επιτοκίου

Το **καθαρό περιθώριο επιτοκίου** (netinterestmargin, NIM) προκύπτει από τη διαίρεση του καθαρού εισοδήματος από τόκους (netinterestincome, NII) με το συνολικό ενεργητικό του τραπεζικού ιδρύματος:

$$NIM = \frac{\text{Καθαρό Εισόδημα από Τόκους}}{\text{Κερδοφόρο Ενεργητικό}} \quad 4.6$$

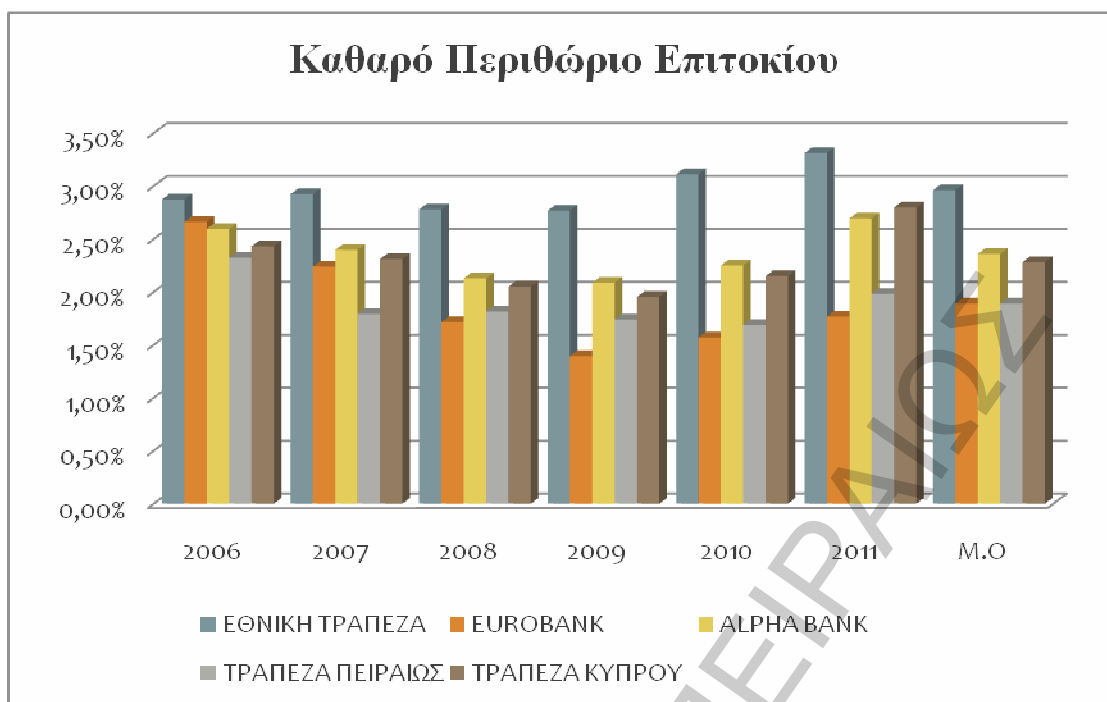
Η σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού και η σχέση μεταξύ διαφορετικών επιτοκίων προσδιορίζουν το καθαρό περιθώριο επιτοκίου (NIM - netinterestmargin). Μετρά το τραπεζικό καθαρό εισόδημα από τόκους αναλογικά με το Κερδοφόρο Ενεργητικό. Στον παρανομαστή χρησιμοποιούνται τα κερδοφόρα στοιχεία του ενεργητικού (earningsbase), που περιλαμβάνουν όλα εκείνα τα τμήματα του ενεργητικού που δημιουργούν κέρδος υπό διάφορες μορφές. Στο κερδοφόρο ενεργητικό συμπεριλαμβάνονται τα στοιχεία του ενεργητικού που φέρνουν έσοδα, είτε αυτά είναι τόκος, είτε είναι μερίσματα.

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό των εσόδων που παράγονται από τα κερδοφόρα στοιχεία του Ενεργητικού. Οσο μεγαλύτερη η τιμή του, τόσο περισσότερα τα έσοδα που παράγονται από τα κερδοφόρα στοιχεία του Ενεργητικού.

Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου = Καθαρό Εισόδημα από τόκους / Κερδοφόρο Ενεργητικό							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Μ.Ο
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,87%	2,92%	2,78%	2,77%	3,11%	3,31%	2,96%
EUROBANK	2,66%	2,24%	1,72%	1,39%	1,57%	1,77%	1,89%
ALPHA BANK	2,60%	2,40%	2,13%	2,09%	2,25%	2,69%	2,36%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,32%	1,79%	1,82%	1,74%	1,69%	1,98%	1,89%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	2,43%	2,31%	2,05%	1,95%	2,15%	2,80%	2,28%

Πίνακας 4-5 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Επιτοκίου Τραπεζών 2006-2011:

Ερμηνεύοντας τα αποτελέσματα του δείκτη για το έτος 2008 παρατηρείται μεγάλη πτώση του δείκτη για το σύνολο των τραπεζών. Το 2011 παρατηρείται αύξηση του δείκτη σε όλες τις τράπεζες. Οι υψηλές αυτές τιμές του δείκτη αποτελούν ένδειξη ότι τα πιστωτικά ιδρύματα διαχειρίζονται τους πόρους τους πιο αποτελεσματικά, ώστε να έχουν πλεονεκτήματα από τις αλλαγές του επιτοκίου.



Πίνακας 4-6 Διαχρονική Εξέλιξη του Καθαρού Περιθωρίου Επιτοκίου των εξεταζόμενων Τραπεζών

#### 4.3.2.3 Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης Καθαρά κέρδη προ φόρων προς Ίδια Κεφάλαια υπολογίζεται ως ο λόγος των Καθαρών Κερδών προ Φόρων ως προς το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων που ήταν στη διάθεση του Πιστωτικού Ιδρύματος την εξεταζόμενη χρήση. Ο δείκτης αυτός αντανακλά τη σωστή χρησιμοποίηση των Ιδίων Κεφαλαίων, από την πλευρά του Πιστωτικού Ιδρύματος, για την παραγωγή κερδών καθώς και την επίδραση των φόρων στη διαμόρφωση των κερδών. Ο συγκεκριμένος δείκτης, μπορεί να υπολογιστεί προ φόρων και μετά φόρων (ROE), έτσι ώστε να φανεί ξεκάθαρα η επίδραση της μεταβολής του φορολογικού συντελεστή στην απόδοση των μετόχων. Ο εν λόγω δείκτης, αφορά άμεσα τους μετόχους καθώς παρέχει πληροφορίες για την επιτυχή ή όχι τοποθέτηση και απόδοση των κεφαλαίων τους.

Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Μ.Ο
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	13,73%	15,79%	9,84%	4,91%	-3,80%	-	8,09%
EUROBANK	20,37%	18,22%	6,75%	0,00%	-2,03%	-	8,66%
ALPHA BANK	29,40%	22,39%	16,69%	11,89%	1,03%	-	16,28%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	24,84%	16,92%	5,22%	6,20%	0,18%	-	10,67%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	23,19%	25,54%	26,88%	11,14%	12,91%	-	19,93%

Πίνακας 4-7 Αριθμοδείκτης Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια



Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των δεικτών Καθαρά κέρδη προ φόρων / Ίδια Κεφάλαια και Καθαρά κέρδη μετά φόρων / Ίδια Κεφάλαια (ROE), για το σύνολο των Τραπεζών την εξεταζόμενη περίοδο εξετάζουμε την επίδραση του φορολογικού συντελεστή.

Σύμφωνα με αυτό το πινακάκι μπορούμε να βγάλουμε συμπέρασμα για το ποσοστό που επηρεάστηκε η κάθε Τράπεζα από την επίδραση του φορολογικού συντελεστή. Έτσι παρατηρούμε ότι η Εθνική, η Eurobank, η AlphaBank, η Τράπεζα Πειραιώς και η Τράπεζα Κύπρου είχαν μεταβολές 36,6%, 25,3%, 33,1%, 21,3% και 14,7%. Η Εθνική Τράπεζα, διαχρονικά, φαίνεται να επηρεάζεται περισσότερο από τη φορολογία, σε σύγκριση με τις άλλες Τράπεζες και λιγότερο η Τράπεζα Κύπρου. Τέλος, για το έτος 2011 δεν είναι εφικτός ο υπολογισμός της τιμής του δείκτη, αφού λόγω ζημιών που καταγράφουν όλες οι Τράπεζες, η καθαρή τους θέση έχει μετατραπεί σε αρνητική. Επομένως, δε μπορεί να γίνει αναφορά σε αυτόν το αριθμοδείκτη.



Πίνακας 4-8 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Καθαρά Κέρδη προ Φόρων/Ίδια Κεφάλαια των εξεταζομένων Τραπεζών

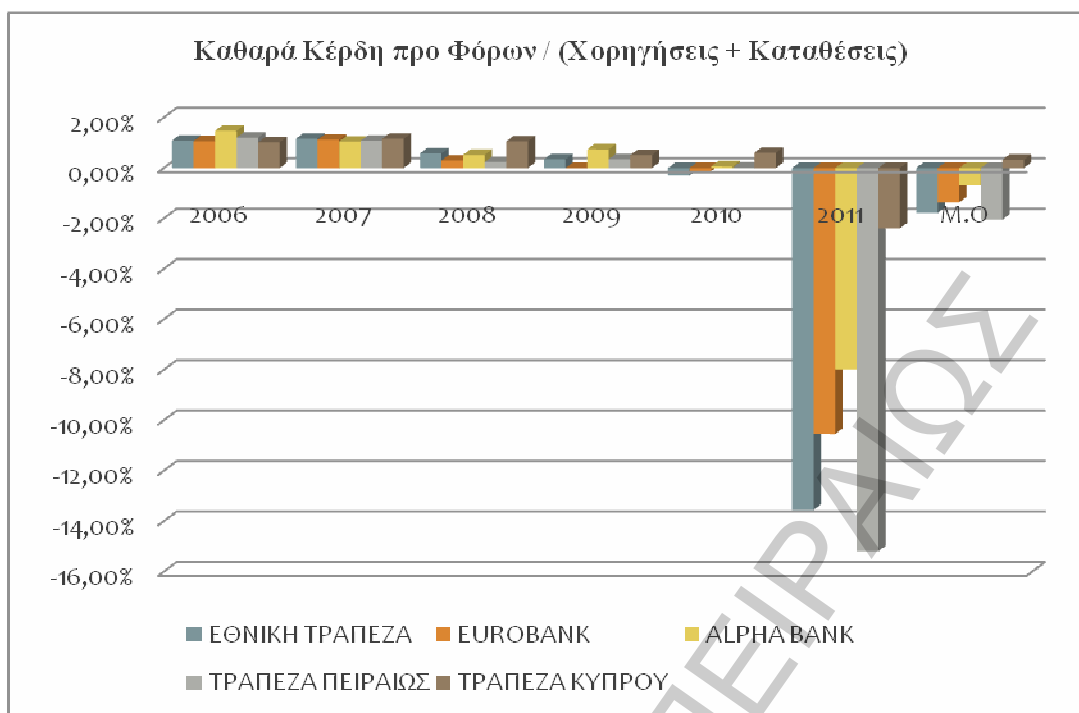
#### 4.3.2.4 Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / (Χορηγήσεις + Καταθέσεις)

Ο δείκτης Καθαρά Κέρδη προ Φόρων προς (Χορηγήσεις / Καταθέσεις) υπολογίζει τα κέρδη του πιστωτικού ιδρύματος σε σχέση με το σύνολο των χορηγήσεων και των καταθέσεων, οι οποίες αποτελούν βασικές πηγές εσόδων μιας τράπεζας.

Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / (Χορηγήσεις + Καταθέσεις)							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,09%	1,16%	0,58%	0,35%	-0,30%	-13,55%	-1,78%
EUROBANK	1,06%	1,12%	0,30%	0,00%	-0,12%	-10,54%	-1,36%
ALPHA BANK	1,47%	1,05%	0,52%	0,74%	0,06%	-7,98%	-0,69%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,20%	1,08%	0,24%	0,35%	0,01%	-15,19%	-2,05%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	1,02%	1,16%	1,06%	0,51%	0,60%	-2,39%	0,33%

Πίνακας 4-9 Αριθμοδείκτης Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Χορηγήσεις + Καταθέσεις:

Με βάση τα αποτελέσματα, το 2011 παρατηρείται η μεγαλύτερη μείωση του δείκτη κυρίως λόγω των ζημιών που παρουσιάζουν όλες οι τράπεζες στη χρήση του 2011. Αναλύοντας διαχρονικά της εξέλιξη του δείκτη παρατηρούμε ότι το 2010 οι Τράπεζες Πειραιώς, Alpha Bank, εμφανίζουν μεγάλη μείωση του δείκτη κατά τη διετία 2009 και 2010 φτάνοντας τελικώς την τελευταία χρονιά τις τιμές 0,01% και 0,06% αντίστοιχα εξαιτίας της μείωσης των κερδών τους. Απ' την άλλη πλευρά, η Τράπεζα Κύπρου εμφανίζει μια μικρή μείωση του δείκτη από 1,06% το έτος 2008 σε 0,51% το έτος 2009 ενώ το 2010 παρατηρείται μια αύξηση του δείκτη 0,60% λόγω της αύξησης των καθαρών της κερδών.



Πίνακας 4-10 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / (Χορηγήσεις + Καταθέσεις) των εξεταζομένων Τραπεζών

#### 4.3.2.5 Δείκτης Κόστους Εσόδων

Ο δείκτης Κόστους Εσόδων δείχνει τη σχέση των εξόδων και του όγκου των τραπεζικών εργασιών (εσόδων).

$$\text{Δείκτης Κόστους Εσόδων} = \frac{\text{Έξοδα εκτός Τόκων}}{(\text{Καθαρό Εισόδημα από Τόκους} + \text{Έσοδα εκτός Τόκων})}$$

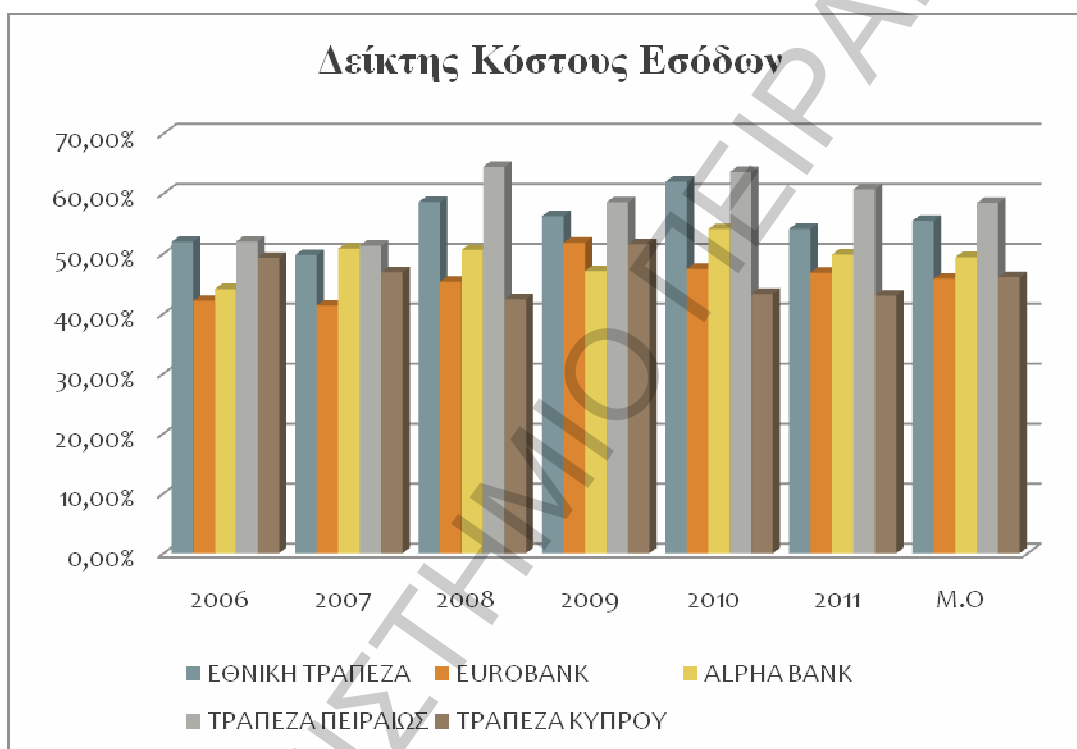
Υψηλότερα έξοδα σε σχέση με τα έσοδα ενός πιστωτικού ιδρύματος, ως εκ τούτου, μία υψηλή τιμή του δείκτη, φανερώνει χαμηλή κερδοφορία για το συγκεκριμένο πιστωτικό ίδρυμα.

Δείκτης Κόστους Εσόδων= Έξοδα εκτός Τόκων / (Καθαρό Εισόδημα από Τόκους + Έσοδα εκτός Τόκων)							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	51,96%	49,76%	58,58%	56,23%	61,99%	54,09%	55,43%
EUROBANK	42,09%	41,32%	45,28%	51,79%	47,42%	46,77%	45,78%
ALPHA BANK	44,05%	50,81%	50,58%	47,06%	54,07%	49,83%	49,40%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	52,00%	51,31%	64,45%	58,54%	63,59%	60,69%	58,43%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	49,27%	46,86%	42,35%	51,54%	43,25%	42,98%	46,04%

Πίνακας 4-11 Αριθμοδείκτης Δείκτης Κόστους Εσόδων:

Την χαμηλότερη κερδοφορία βάση του δείκτη φαίνεται να έχει η Τράπεζα Πειραιώς. Ακολουθούν η Εθνική, η Alpha Bank, η Κύπρου και τελευταία η Eurobank.

Η Eurobank σύμφωνα με αυτό το δείκτη παρουσιάζει τη μεγαλύτερη κερδοφορία, ενώ οι δείκτες των υπόλοιπων τραπεζών παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Γενικά, στις περισσότερες τράπεζες ο δείκτης φαίνεται να βελτιώνεται ετησίως στα πρώτα χρόνια και να αυξάνεται την τελευταία διετία λόγω της μείωσης των εσόδων που προκλήθηκε από την κρίση. Σε όλη την διάρκεια της εξαετίας στις τράπεζες Eurobank και Τράπεζα Κύπρου παρατηρείται μείωση του δείκτη άρα συνεπώς και μεγαλύτερη κερδοφορία.



Πίνακας 4-12 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Κόστους Εσόδων των εξεταζομένων Τραπεζών

## Δείκτες Ρευστότητας

### 4.3.3.1 Χορηγήσεις / Καταθέσεις

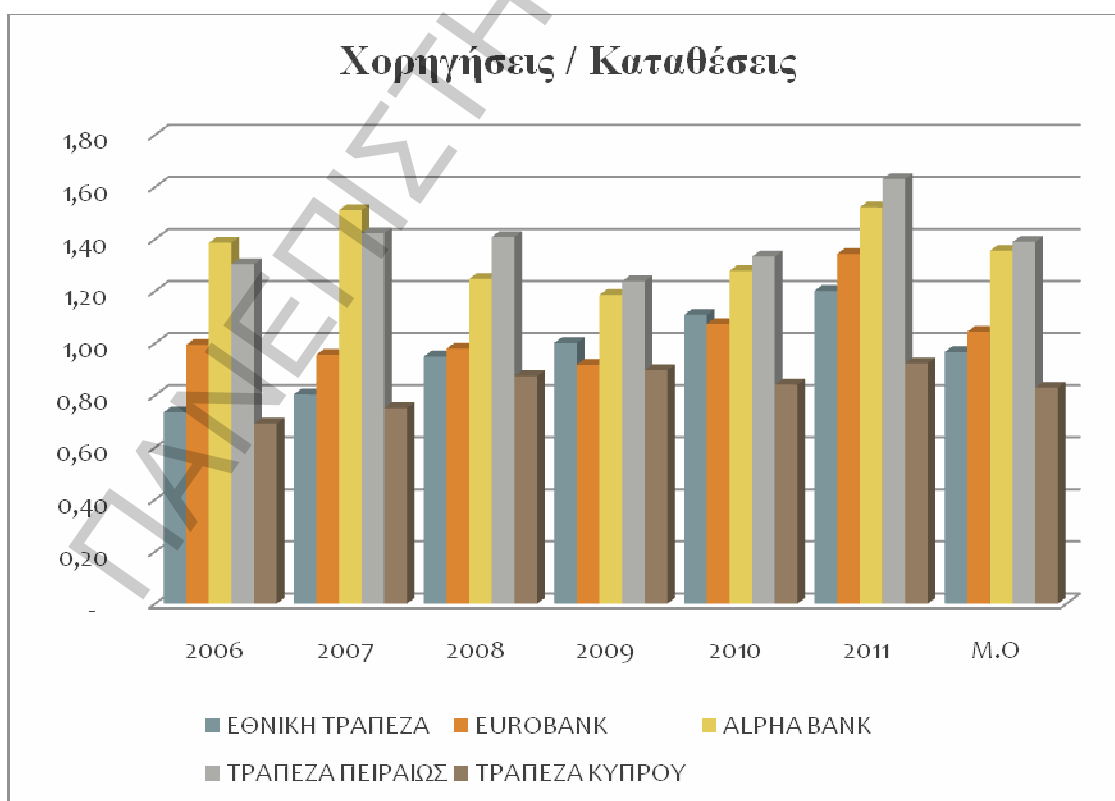
Ο δείκτης Χορηγήσεις προς Καταθέσεις είναι ενδεικτικός του πόσο καλά χρησιμοποιήθηκαν οι καταθέσεις στην Τράπεζα. Όσο αυξάνεται η σχέση των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις, τόσο μειώνεται η ρευστότητα της Τράπεζας και δίχως την απαιτούμενη ρευστότητα να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, η Τράπεζα μπορεί να αποτύχει. Αντίθετα, όσο μειώνεται η σχέση αυτή, τόσο αυξάνεται η ρευστότητά της και τόσο περισσότερο χρησιμοποιεί τα διαθέσιμά της

Χορηγήσεις / Καταθέσεις							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Μ.Ο
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,74	0,80	0,95	1,00	1,11	1,20	0,97
EUROBANK	0,99	0,96	0,98	0,92	1,07	1,34	1,04
ALPHA BANK	1,39	1,51	1,25	1,19	1,28	1,52	1,36
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,30	1,42	1,41	1,24	1,33	1,63	1,39
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	0,69	0,75	0,87	0,90	0,84	0,92	0,83

Πίνακας 4-13 Αριθμοδείκτης Χορηγήσεις / Καταθέσεις:

Παρατηρούμε ότι ο μέσος όρος του δείκτη της Eurobank, της AlphaBank και της Τράπεζας Πειραιώς είναι μεγαλύτερος της μονάδας. Αυτό σημαίνει ότι στα περισσότερα έτη οι χορηγήσεις της υπερκαλύπτουν τις καταθέσεις, φανερώνοντας χαμηλή ρευστότητα.

Ενώ ο μέσος όρος του δείκτη της Τράπεζας Κύπρου είναι ο μικρότερος 0,83 και παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ρευστότητα απ' όλες τις εξεταζόμενες τράπεζες. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2006-2011, όλες οι Τράπεζες παρουσιάζουν διαχρονική αύξηση του δείκτη. Η διαχρονική αυτή αύξηση του δείκτη των τραπεζών οφείλεται, προφανώς, στο γεγονός ότι τα πιστωτικά ιδρύματα αυξάνουν τις χορηγήσεις τους στους πελάτες τους χρόνο με το χρόνο σε σχέση με τις καταθέσεις τους, ενώ παράλληλα δεν τοποθετούν παραγωγικά τα διαθέσιμά τους.



Πίνακας 4-14 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Χορηγήσεις / Καταθέσεις των εξεταζομένων Τραπεζών

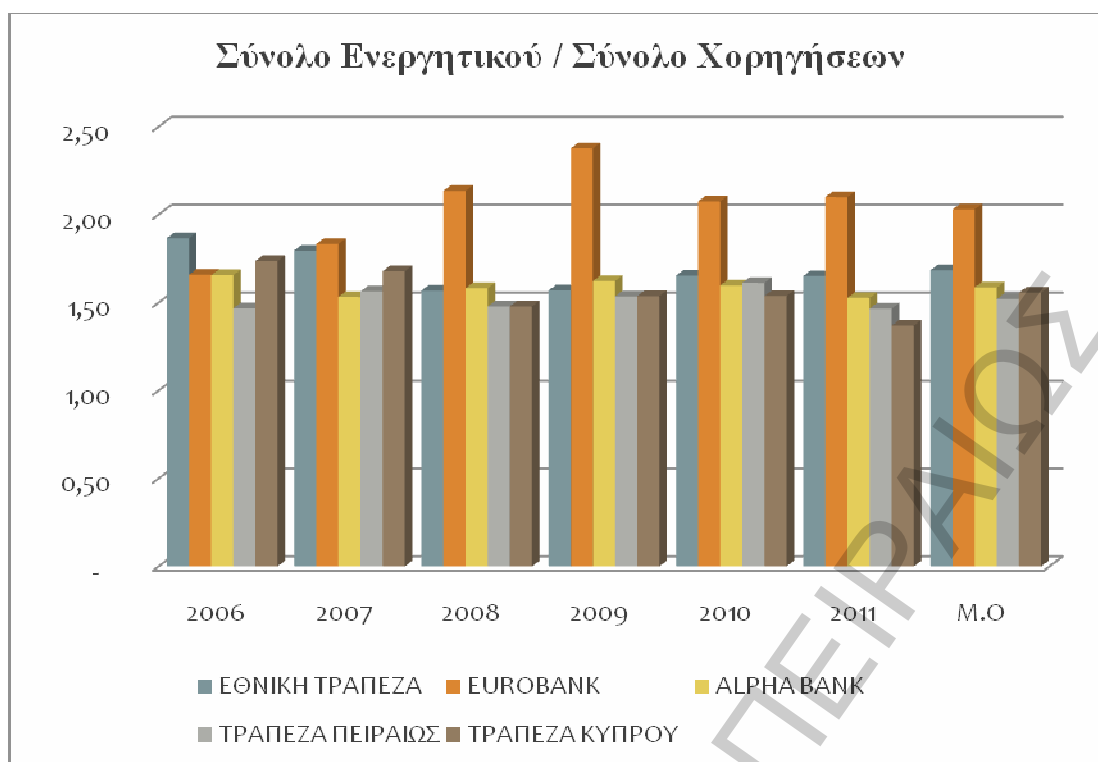
### Σύνολο Ενεργητικού / Σύνολο Χορηγήσεων

Ο δείκτης Σύνολο Ενεργητικού προς Σύνολο Χορηγήσεων δείχνει την αναλογία των δανείων που κατακρατεί η τράπεζα. Η υψηλή τιμή σημαίνει χαμηλή αποδοτικότητα και χαμηλό κίνδυνο.

Σύνολο Ενεργητικού / Σύνολο Χορηγήσεων							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,87	1,80	1,57	1,57	1,65	1,65	1,68
EUROBANK	1,66	1,83	2,14	2,38	2,08	2,10	2,03
ALPHA BANK	1,66	1,53	1,58	1,62	1,60	1,53	1,59
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,47	1,56	1,48	1,54	1,61	1,47	1,52
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	1,74	1,68	1,48	1,54	1,54	1,37	1,56

Πίνακας 4-15 Αριθμοδείκτης Συνόλου Ενεργητικού / Σύνολο Χορηγήσεων:

Σύμφωνα με τα δεδομένα η Eurobank φαίνεται να έχει την καλύτερη ρευστότητα. Γενικά, θα λέγαμε ότι το 2006 έως το 2008 ο δείκτης στις περισσότερες τράπεζες έχει πτωτική πορεία, ενώ αυξάνεται το 2009 και το 2010. Το 2011 παρατηρείται μια μείωση του δείκτη και κατα συνέπεια υψηλή αποδοτικότητα. Αντιθέτως, η Eurobank παρουσιάζει την ίδια χρονιά μια αύξηση του δείκτη και αυτή η άνοδος οφείλεται στην επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης της λόγω της κρίσης. Ο δείκτης της Τράπεζας Πειραιώς παρουσιάζει περισσότερες διακυμάνσεις, ενώ η μέση τιμή του είναι η μικρότερη όλων, που σημαίνει υψηλή απόδοση για τη Τράπεζα, αλλά και μεγαλύτερο κίνδυνο.



Πίνακας 4-16 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Συνόλου Ενεργητικού / Συνόλου Χορηγήσεων των εξεταζομένων Τραπεζών

### Δείκτες Κεφαλαιακής Επάρκειας

#### 4.3.5.1 Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού

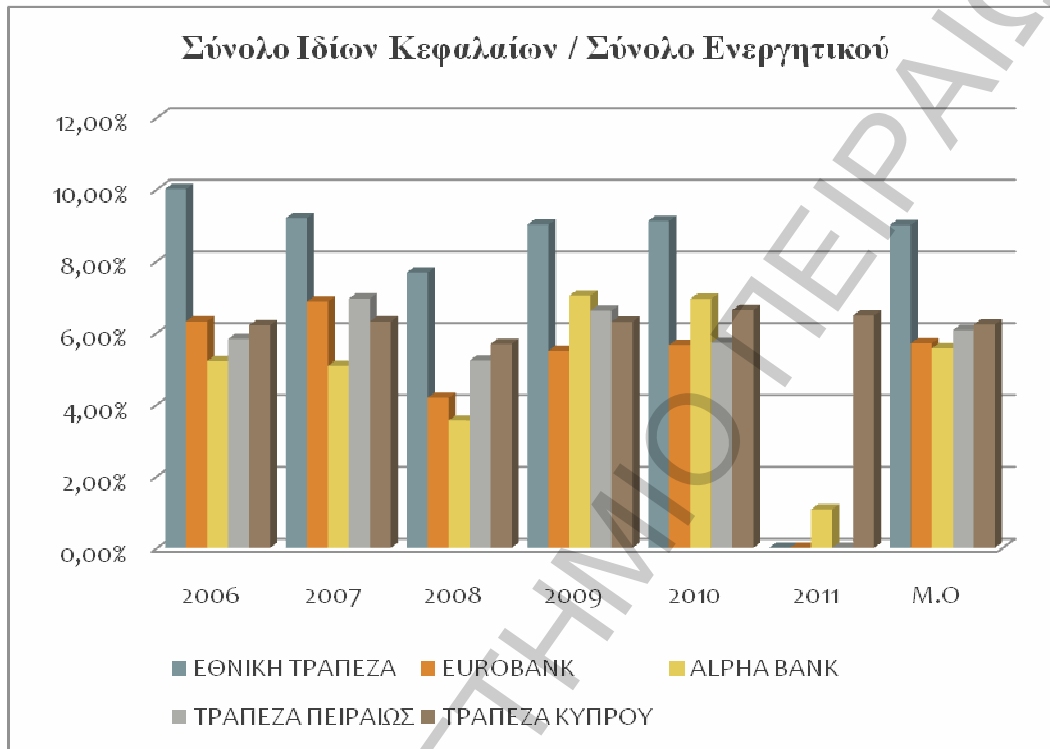
Ο δείκτης Συνόλου Ιδίων Κεφαλαίων προς Σύνολο Ενεργητικού δείχνει τι ποσοστό του συνόλου των κεφαλαίων αποτελούν τα Ίδια Κεφάλαια. Μια υψηλή τιμή του δείκτη αποτελεί ένδειξη ότι η ανάγκη του Πιστωτικού Ιδρύματος για εξωτερική χρηματοδότηση είναι χαμηλή. Παράλληλα, ένας υψηλός δείκτης αυξάνει την αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων.

Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	10,01%	9,20%	7,68%	9,02%	9,12%	-	9,00%
EUROBANK	6,32%	6,87%	4,19%	5,49%	5,66%	-	5,70%
ALPHA BANK	5,21%	5,07%	3,55%	7,04%	6,95%	1,07%	5,56%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	5,83%	6,95%	5,23%	6,62%	5,72%	-	6,07%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	6,21%	6,31%	5,69%	6,31%	6,63%	6,48%	6,23%

Πίνακας 4-17 Αριθμοδείκτης Συνόλου Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού

Την μεγαλύτερη μέση τιμή παρουσιάζει ο δείκτης της Εθνικής Τράπεζας, που σημαίνει ότι σε σχέση με τους άλλους ομίλους έχει τη χαμηλότερη ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση και επομένως την υψηλότερη αποδοτικότητα. Το 2008 οι δείκτες όλων των τραπεζών μειώνεται με

την εφαρμογή των νέων κανόνων της κεφαλαιακής επάρκειας (Βασιλεία ΙΙ), καθώς υπολογίζονται για πρώτη φορά κεφαλαιακές απαιτήσεις για λειτουργικούς κινδύνους (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2010). Το 2009 όμως οι δείκτες αυξάνονται ξανά σημαντικά σε όλες τις τράπεζες, λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου στην οποία προέβησαν αυτές, προκειμένου να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Το 2011 παρουσιάζονται αρνητικά ίδια κεφάλαια στις τράπεζες Eurobank, Εθνική Τράπεζα και Τράπεζα Πειραιώς, επομένως δεν υπολογίζεται ο δείκτης.



Πίνακας 4-18 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Σύνολου Ιδ. Κεφαλαίων / Σύνολου Ενεργητικού

### Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Χορηγήσεις

Ο δείκτης αυτός φανερώνει το ποσοστό των χορηγήσεων που χρηματοδοτείται από τα Ίδια Κεφάλαια.

Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων/ Χορηγήσεις							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	18,68%	16,52%	12,04%	14,15%	15,07%	-	15,29%
EUROBANK	10,48%	12,59%	8,94%	13,06%	11,75%	-	11,36%
ALPHA BANK	8,63%	7,77%	5,62%	11,42%	11,10%	1,64%	7,70%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	8,55%	10,87%	7,73%	10,16%	9,22%	-	9,31%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	10,78%	10,60%	8,42%	9,70%	10,20%	8,88%	9,76%

Πίνακας 4-19 Αριθμοδείκτης Σύνολου Ιδίων Κεφαλαίων / Χορηγήσεις:



Η συμπεριφορά των εξεταζόμενων τραπεζών στον δείκτη κατά την εξαετία 2006-2011 παρουσιάζει διακυμάνσεις. Το ποσοστό αυτό είναι κατά μέσο όρο 10% περίπου για τις τράπεζες Κύπρου, Eurobank και Πειραιώς και 15,2% για την Εθνική. Ο δείκτης δεν παρουσιάζει κάποια συγκεκριμένη τάση στην εξαετία και οι μεταβολές του διαφέρουν από τράπεζα σε τράπεζα. Ειδικά, όμως, μετά το ξέσπασμα της κρίσης έχει ανοδική πορεία, λόγω των αυξήσεων στα μετοχικά κεφάλαια των τραπεζών και της ταυτόχρονης μείωσης των χορηγηθέντων δανείων.



Πίνακας 4-20 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Συνόλου Ιδ. Κεφαλαίων / Χορηγήσεις

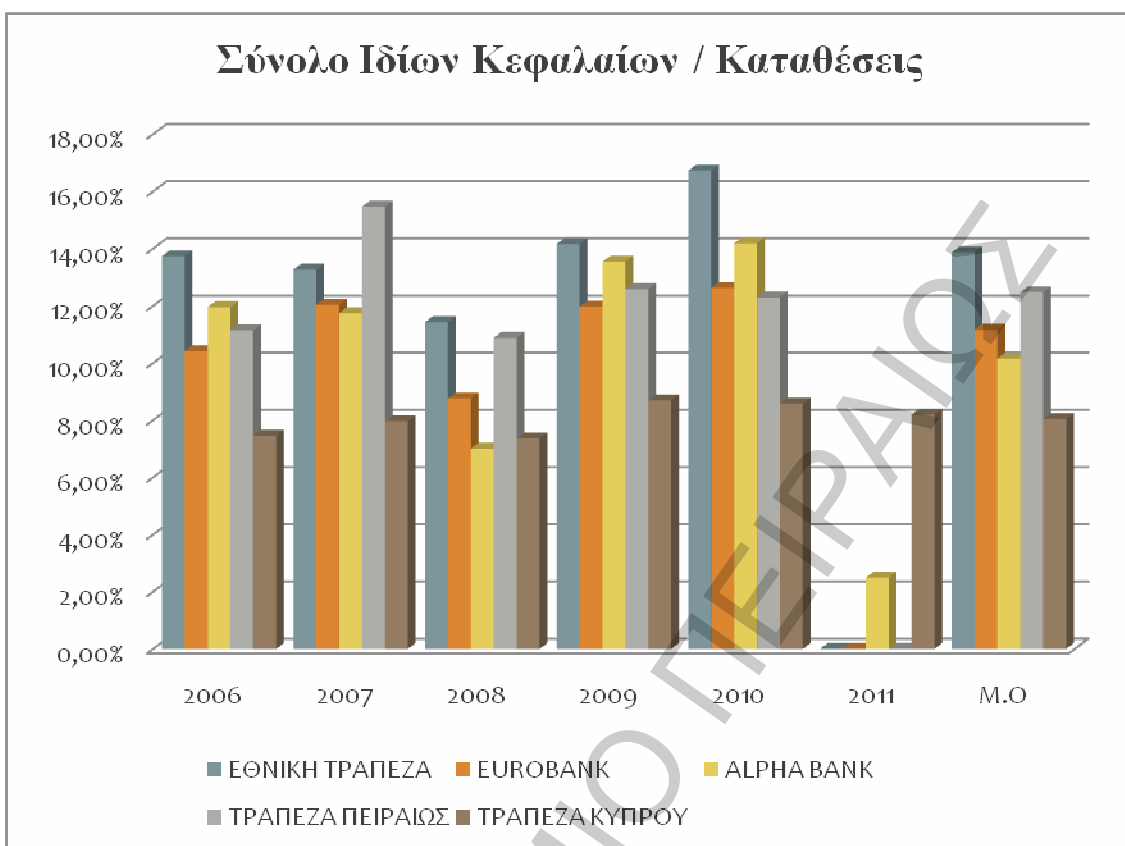
#### 4.3.6.1 Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Καταθέσεις

Ο δείκτης Ίδια Κεφάλαια προς Καταθέσεις δείχνει το ποσοστό των καταθέσεων σε σχέση με το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων της Τράπεζας.

Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Καταθέσεις							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	13,73%	13,27%	11,43%	14,16%	16,73%	-	13,86%
EUROBANK	10,41%	12,04%	8,76%	11,98%	12,62%	-	11,16%
ALPHA BANK	11,96%	11,74%	7,01%	13,54%	14,18%	2,50%	10,16%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	11,15%	15,47%	10,88%	12,59%	12,29%	-	12,48%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	7,46%	7,96%	7,36%	8,70%	8,58%	8,19%	8,04%

Πίνακας 4-21 Αριθμοδείκτης Συνόλου Ιδίων Κεφαλαίων / Καταθέσεις

Σύμφωνα με τα δεδομένα την καλύτερη συμπεριφορά του δείκτη εμφανίζει η Τράπεζα Κύπρου. Την μεγαλύτερη τιμή παρουσιάζει η Εθνική Τράπεζα με ποσοστό 13,86% λόγω του αυξημένου όγκου Ιδίων Κεφαλαίων μέχρι και τη χρήση 2010.



Πίνακας 4-22 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Συνόλου Ιδ. Κεφαλαίων / Καταθέσεις

### Δείκτες Ποιότητας Ενεργητικού

#### 4.3.7.1 Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα

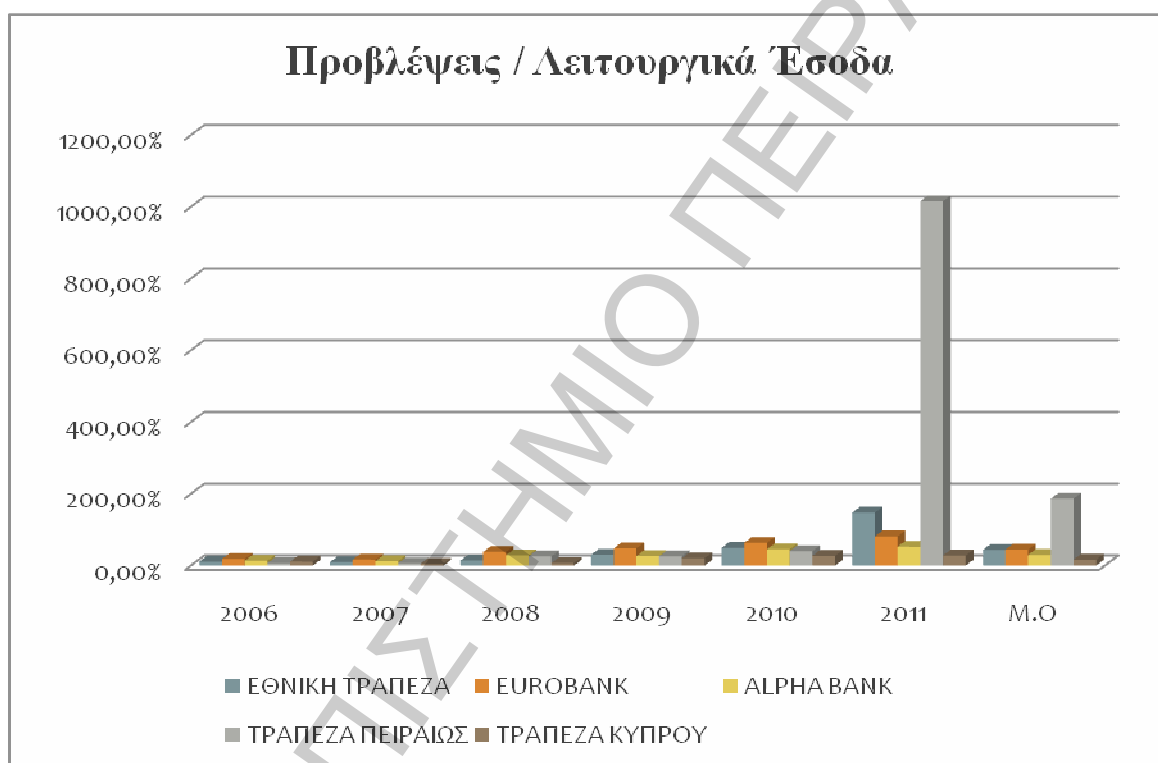
Ο δείκτης δείχνει το ποσό των λειτουργικών εσόδων που μπορούν να προβλεφθούν.

Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	11,15%	9,66%	14,21%	30,10%	49,45%	147,72%	43,72%
EUROBANK	18,73%	16,67%	38,16%	48,21%	63,55%	81,65%	44,50%
ALPHA BANK	13,53%	12,26%	28,42%	26,54%	45,65%	52,33%	29,79%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	6,78%	6,21%	25,61%	25,90%	40,07%	1015,63%	186,70%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	11,28%	5,11%	7,13%	20,50%	27,27%	28,18%	16,58%

Πίνακας 4-23 Αριθμοδείκτης Προβλέψεων / Λειτουργικά Έσοδα

Παρατηρείται ότι ο δείκτης των Τραπεζών παρουσιάζει διακυμάνσεις κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2006-2011, με ανοδική αύξηση το έτος 2008. Η Τράπεζα Κύπρου το έτος 2007 εμφανίζει τη χαμηλότερη τιμή του δείκτη (5,11%), λόγω της μεγάλης μείωσης των προβλέψεων της Τράπεζας. Κατά το έτος 2008, ενώ όλες οι τράπεζες παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στα αποτελέσματα του δείκτη, η Τράπεζα Κύπρου διατηρεί την τιμή του δείκτη σε χαμηλά επίπεδα (7,13%). Ακολουθεί η Εθνική Τράπεζα το ίδιο έτος με τιμή 14,21%.

Απ' την άλλη, η Τράπεζα Eurobank το έτος 2011 παρουσιάζει την μεγαλύτερη τιμή του δείκτη με τιμή 81,65%. Επίσης το ίδιο έτος παρατηρείται μια εντυπωσιακή αύξηση των προβλέψεων από την Τράπεζα Πειραιώς και αυτό εκτινάσσει τον δείκτη στην υψηλότερη τιμή (1015,63%).



Πίνακας 4-24 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα

#### 4.3.7.2 Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού

Μια υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει κακή ποιότητα Ενεργητικού. Το γεγονός αυτό έχει επίπτωση στη Αποδοτικότητα, εφόσον, υπάρχει μείωση των εσόδων από τόκους, επιβολή υψηλότερων προβλέψεων και μείωση των καθαρών κερδών.

Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	M.O
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0,386%	0,346%	0,384%	0,870%	1,085%	3,903%	1,162%
EUROBANK	0,615%	0,497%	0,773%	0,837%	1,209%	1,433%	0,894%

ALPHA BANK	0,469%	0,360%	0,742%	0,785%	1,189%	1,627%	0,862%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,220%	0,158%	0,478%	0,537%	0,696%	17,286%	3,229%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	0,381%	0,162%	0,216%	0,515%	0,792%	0,951%	0,503%

Πίνακας 4-25 Αριθμοδείκτης Προβλέψεων / Σύνολο Ενεργητικού

Όλες οι Τράπεζες στο σύνολό τους παρουσιάζουν μεταβολές κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ειδικότερα, οι υψηλότερες τιμές του δείκτη εμφανίζονται κατά τις χρήσεις 2010 και 2011 για την πλειοψηφία των Τραπεζών. Το γεγονός αυτό οφείλεται στη μεγάλη αύξηση των προβλέψεων και ιδιαίτερα στην Τράπεζα Πειραιώς.



Πίνακας 4-26 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού

## Ειδικοί Δείκτες Αξιολόγησης

### 4.3.8.1 Καταθέσεις στο Σύνολο του Ενεργητικού

Προφανώς, μια επιδιωκόμενη πιστωτική επέκταση δύναται να πραγματοποιηθεί όταν έχει προηγηθεί και μια ανάλογη αύξηση στο ποσοστό των καταθέσεων. Άρα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι ο αριθμοδείκτης **καταθέσεις προς ενεργητικό** μας βοηθά να διαβλέψουμε τα όρια μιας επικείμενης πιστοδοτικής επέκτασης, στην οποία ενδεχομένως να στοχεύει η διοίκηση του τραπεζικού ιδρύματος.

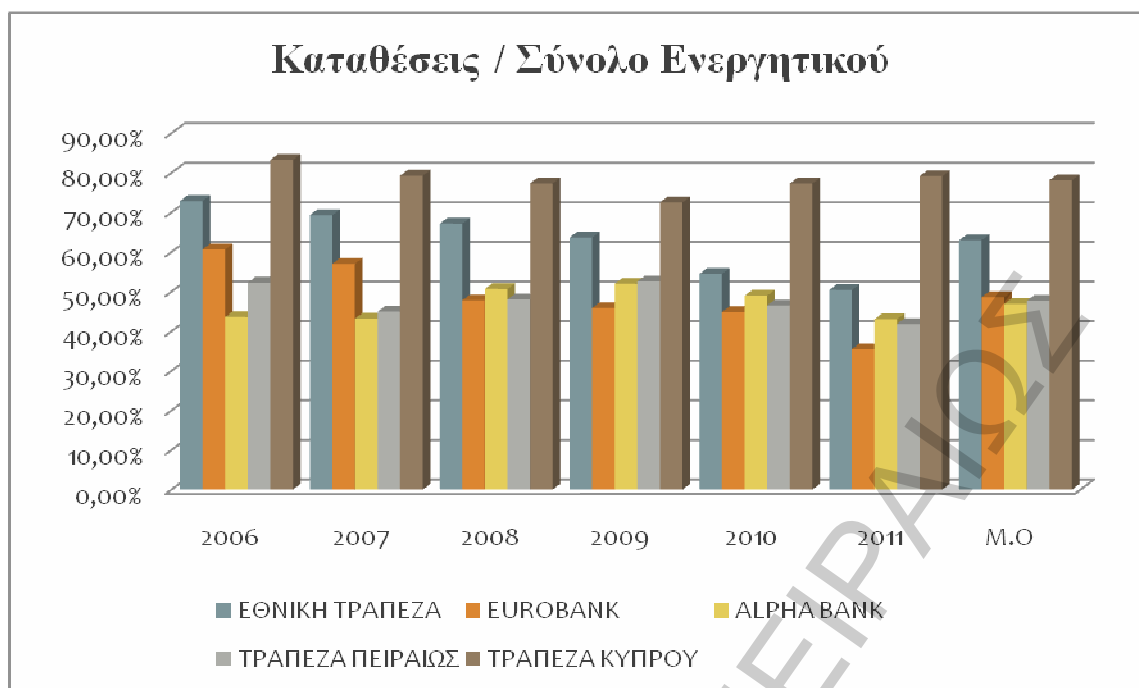
Επίσης πρέπει να επισημάνουμε ότι το μεγαλύτερο μέρος των στοιχείων του παθητικού μιας τράπεζας είναι πληρωτέο άμα τη απαιτήσει. Με άλλα λόγια, είναι πιθανόν μία οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα οι καταθέτες ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να θελήσουν να προβούν σε μαζικές αναλήψεις των χρημάτων τους. Επομένως, όσο μεγαλύτερο το σύνολο των καταθετών τόσο μικρότερη η πιθανότητα εμφάνισης του φαινομένου της μαζικής μετατροπής καταθέσεων σε μετρητά

Το κεντρικό πρόβλημα της διαχείρισης τραπεζών είναι η ταυτόχρονη επίτευξη των συγκρουόμενων στόχων της φερεγγυότητας, της ρευστότητας, και της κερδοφορίας. *Φερεγγυότητα* σημαίνει μη χρεοκοπία, και αποτελεί ένα ιδιαίτερα οξύ πρόβλημα για τα ιδρύματα με χαμηλά ποσοστά κεφαλαίων/ενεργητικού. *Ρευστότητα* σημαίνει τη δυνατότητα της τράπεζας να πληρωθούν οι καταθέτες της μετά από σχετική απαίτηση τους.

Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Μ.Ο
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	72,88%	69,32%	67,16%	63,67%	54,48%	50,43%	62,99%
EUROBANK	60,66%	57,04%	47,78%	45,87%	44,84%	35,45%	48,61%
ALPHA BANK	43,56%	43,18%	50,67%	51,97%	48,98%	43,03%	46,90%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	52,27%	44,94%	48,01%	52,59%	46,52%	41,82%	47,69%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	83,25%	79,27%	77,32%	72,53%	77,28%	79,13%	78,13%

Πίνακας 4-27 Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Οι Τράπεζες με τις υψηλότερες τιμές του δείκτη είναι η Τράπεζα Κύπρου και η Εθνική Τράπεζα με 79,13% και 50,43% αντίστοιχα. Ενώ οι Τράπεζες AlphaBank και Πειραιώς παρουσιάζουν τις χαμηλότερες τιμές του εξεταζόμενου δείγματος και συνεπώς μειωμένα όρια της πιστοδοτικής δυνατότητας.



Πίνακας 4-28 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού

#### 4.3.8.2 Χορηγήσεις στο Σύνολο του Ενεργητικού

Η κερδοφορία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος συνδέεται άμεσα με το μέγεθος (αλλά και την ποιότητα) του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεων του, καθώς η τράπεζα «κερδίζει» από τη διαφορά του (μέσου) χρεωστικού και πιστωτικού επιτοκίου της. Συνεπώς, ο **λόγος χορηγήσεις προς το σύνολο του ενεργητικού** είναι ενδεικτικός της πιστωτικής επέκτασης εκάστου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Ακόμη και από το 2001, έχει σημειωθεί μια σημαντική αύξηση της δραστηριότητας των ελληνικών τραπεζών, με τις χορηγήσεις τους να αποτελούν σχεδόν το ήμισυ της δραστηριότητάς τους και τα καθαρά έσοδα τόκων να αυξάνονται σημαντικά λόγω του υψηλού ρυθμού αύξησης των χορηγήσεων αλλά και του μειωμένου κόστους του χρήματος.

Ωστόσο, αν και η δανειοδότηση αποτελεί τον βασικό τομέα δραστηριοποίησης ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, τα δάνεια δεν μπορούν να θεωρηθούν ως αξιόπιστη πηγή ρευστότητας για τις τράπεζες. Από την άλλη, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα διαθέτον ενεργητικό όπου τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα κατέχουν μια περιβλεπτή θέση βρίσκεται σε ευνοϊκότερη θέση σε σύγκριση με κάποιο άλλο αντίστοιχο ίδρυμα με ενεργητικό στο οποίο δεσπόζουν οι χορηγήσεις, ακόμη και αν αυτές έχουν δοθεί με τον πιο νουνεχή τρόπο.

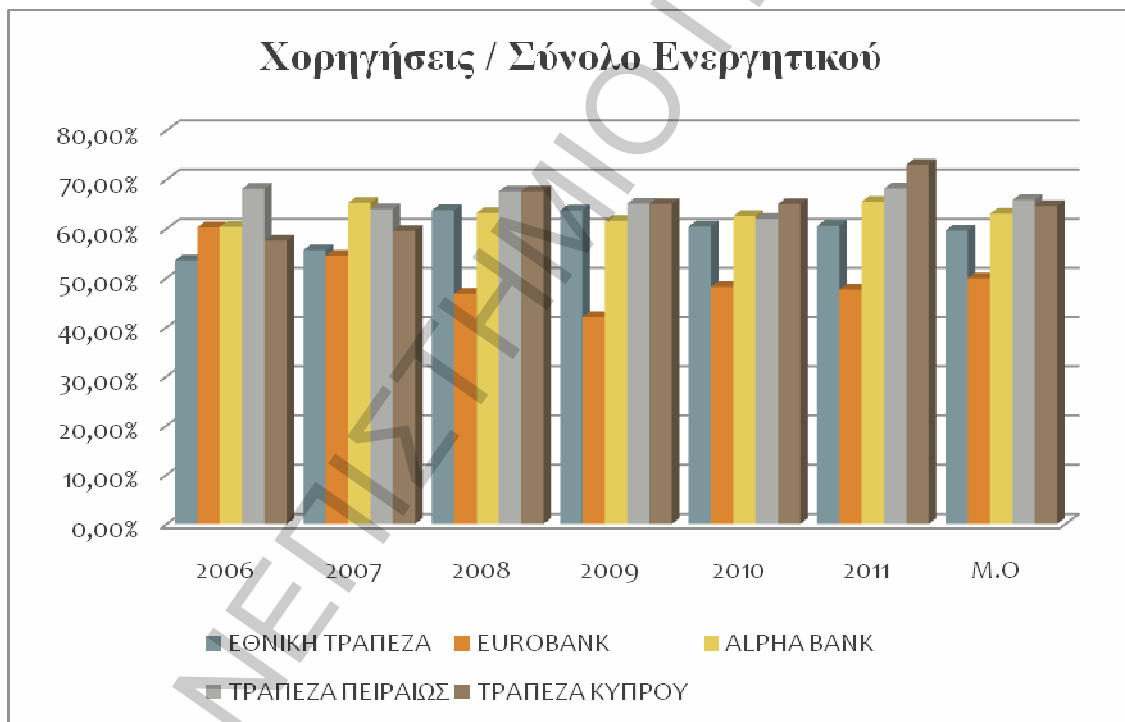
Όσοι διαφωνούν με τους παραπάνω συλλογισμούς αντιτείνουν ότι αυτό που έχει σημασία για την έγκριση μίας δανειοδότησης δεν είναι η, ένεκα συνήθως του μακροχρονίου των

χορηγήσεων, απολεσθείσα ρευστότητα για το τραπεζικό ίδρυμα, αλλά η οικονομική δυνατότητα του οφειλέτη να εξυπηρετήσει εμπρόθεσμα τις υποχρεώσεις του έναντι του τραπεζικού ιδρύματος.

Χορηγήσεις / Σύνολο Ενεργητικού							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Μ.Ο
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	53,57%	55,68%	63,76%	63,72%	60,48%	60,58%	59,63%
EUROBANK	60,30%	54,54%	46,82%	42,08%	48,18%	47,62%	49,92%
ALPHA BANK	60,38%	65,26%	63,22%	61,62%	62,60%	65,50%	63,10%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	68,15%	63,95%	67,64%	65,12%	62,02%	68,20%	65,85%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	57,58%	59,57%	67,60%	65,05%	65,03%	73,03%	64,64%

Πίνακας 4-29 Χορηγήσεις / Σύνολο Ενεργητικού:

Παρατηρείται ότι στις Τράπεζες Πειραιώς, AlphaBank και Κύπρου ο δείκτης αυτός είναι αυξημένος παρουσιάζοντας δυνατότητες πιστωτικής επέκτασης αυτών των Τραπεζών σε σχέση με τις υπόλοιπες.



Πίνακας 4-30 Διαχρονική Εξέλιξη του Δείκτη Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού

## 5 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

### 5.1 ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Όπως αναφέρει ο 'γκουρού' στον τομέα της αποτίμησης των επιχειρήσεων Aswath Damodaran, κάθε περιουσιακό στοιχείο έχει μια αξία. Το κλειδί για μια επιτυχημένη επένδυση σε αυτά τα στοιχεία αλλά και τη διαχείρισή τους, βρίσκεται στη κατανόηση όχι μόνο του ποια είναι η αξία τους, αλλά και από πού αυτή προέρχεται. Κάθε στοιχείο του ενεργητικού μπορεί να αποτιμηθεί. Κάποια στοιχεία αποτιμώνται ευκολότερα από κάποια άλλα και οι λεπτομέρειες διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση. Επομένως, η αποτίμηση ενός τμήματος μιας ακίνητης περιουσίας απαιτεί διαφορετική πληροφόρηση και διαφορετική διαδικασία από την αποτίμηση μιας δημόσια εμπορεύσιμης μετοχής. Αυτό που κάνει εντύπωση δεν είναι οι διαφορές στις τεχνικές αποτίμησης των διάφορων περιουσιακών στοιχείων, αλλά ο βαθμός ομοιότητας στις βασικές αρχές.

Η αποτίμηση μιας τράπεζας είναι απαραίτητη προκειμένου να γίνει η εξαγορά του εταιρικού μεριδίου ή η συγχώνευση της με άλλη. Συχνά η αποτίμηση γίνεται και για την ενημέρωση των μετόχων. Ανάλογα με τη φάση λειτουργίας και το περιβάλλον που βρίσκεται η τράπεζα, χρησιμοποιείται διαφορετική μέθοδος αποτίμησης. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μιας υπάρχουσας τράπεζας βασίζονται στις ίδιες θεωρητικές αρχές που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση επενδυτικών πλάνων για νέες τράπεζες ή για νέες δραστηριότητες μέσα σε μια τράπεζα με δύο βασικές διαφορές:

α. Η αξιολόγηση των νέων επενδυτικών πλάνων γίνεται αποκλειστικά με βάση την αναμενόμενη κερδοφορία τους, ενώ η αποτίμηση υπάρχουσών τραπεζών (εν λειτουργία ή όχι) περιλαμβάνει και λογιστικές μεθόδους για τη μέτρηση της περιουσιακής τους θέσης.

β. Η αξιολόγηση νέων επενδυτικών πλάνων γίνεται αποκλειστικά με βάση τις μελλοντικές αποδόσεις, ενώ κάποιες από τις μεθόδους αποτίμησης τραπεζών χρησιμοποιούν και τα δεδομένα παρελθόντων ετών.

Στην πραγματικότητα, αποτίμηση είναι η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της τράπεζας ή ενός περιουσιακού στοιχείου. Κάθε τράπεζα με την ίδρυση της αξίζει όσο και το μετοχικό κεφάλαιο που συγκεντρώνεται από τους μετόχους. Από την στιγμή εκείνη, ανάλογα με τις επενδυτικές αποφάσεις που θα εφαρμοστούν και τις αντίστοιχες επιχειρηματικές κινήσεις που θα πραγματοποιηθούν, η αξία αυτή μεταβάλλεται. Όσο η τράπεζα αναπτύσσεται, πραγματοποιεί κέρδη και επεκτείνει τις δραστηριότητες της, η αξία της αυξάνεται. Αντίθετα αν είναι ζημιογόνος, ευάλωτη σε πολλούς επιχειρηματικούς



κινδύνους και έχει περιορισμένες προοπτικές, η αξία της μειώνεται. Εάν είναι εισηγμένη στην χρηματιστηριακή αγορά, οι μεταβολές στην αξία της αποτυπώνονται στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Η χρηματιστηριακή τιμή όμως, δεν αποτελεί τον απόλυτο προσδιοριστικό παράγοντα της αξίας της τράπεζας, καθώς καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση των επενδυτών, οι οποίοι δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα επιχειρηματικά σχέδια και άλλα πλάνα που επηρεάζουν την κατάσταση της εν λόγω τράπεζας.

Αντικειμενικός σκοπός του προσδιορισμού της αξίας μιας τράπεζας μέσω της αποτίμησης είναι αφενός ο υπολογισμός της παρούσας αξίας της και αφετέρου μια κατά το δυνατό ικανοποιητική πρόβλεψη της μελλοντικής επίδοσης, λαμβάνοντας υπ' όψιν στους υπολογισμούς αυτούς τους παράγοντες αβεβαιότητας και κινδύνου.

## 5.2 ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων έχει ένα ευρύ φάσμα εφαρμογών, όπου παίζει διαφορετικό ρόλο ανάλογα με τον ενδιαφερόμενο και τον σκοπό διεξαγωγής της. Σε γενικές γραμμές, οι βασικές αιτίες ενδιαφέροντος για την αποτίμηση των εταιριών είναι: οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, η διαχείριση χαρτοφυλακίου και το corporate finance (A. Damodaran, 2002). Πιο συγκεκριμένα:

- Εξαγορές και συγχωνεύσεις: στην περίπτωση αυτή, η συνεισφορά της αποτίμησης έγκειται στο γεγονός ότι η ενδιαφερόμενη εταιρεία ή το ενδιαφερόμενο άτομο θα πρέπει να καταλήξει σε μια ορθή αξία (fair value) για την εταιρεία-στόχο (target firm), πριν κάνει την προσφορά της σε αυτήν. Από την άλλη πλευρά, η εταιρεία-στόχος θα πρέπει να καθορίσει μια λογική αξία για την ίδια, πριν αποφασίσει αν θα δεχτεί ή αν θα απορρίψει την προσφορά.

Φυσικά υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη στην αποτίμηση μιας επιχείρησης σε περίπτωση εξαγοράς, όπως είναι οι συνέπειες της συνέργειας στην αξία των δύο εταιριών ή οι επιδράσεις στην αξία λόγω της αλλαγής διαχείρισης και αναδιοργάνωσης της εταιρείας-στόχου (αυτό είναι ιδιαίτερης σημασίας στις εχθρικές εξαγορές.)

Ένα σημαντικό πρόβλημα στην αποτίμηση σε περίπτωση εξαγοράς, είναι οι προκαταλήψεις των εμπλεκόμενων μερών, οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά την αντικειμενικότητα των υπολογισμών. Αν, για παράδειγμα, η εταιρεία-στόχος διακρίνεται από υπερβολική αισιοδοξία ως προς την εκτίμηση της αξίας της προσπαθεί να πείσει τους μετόχους της ότι η τιμή-προσφοράς είναι χαμηλή. Παρομοίως, στην περίπτωση που η ενδιαφερόμενη εταιρεία είναι αποφασισμένη να προχωρήσει σε εξαγορά για στρατηγικούς λόγους, είναι πιθανό να ασκήσει μεγάλη πίεση στον αναλυτή ώστε τα αποτελέσματα της αποτίμησης να εξασφαλίσουν την εξαγορά.

- Διαχείριση χαρτοφυλακίου: στην περίπτωση αυτή, ο ρόλος της αποτίμησης εξαρτάται καταρχήν από τον ίδιο τον επενδυτή (αν πρόκειται για παθητικό ή ενεργό επενδυτή). Για τον παθητικό επενδυτή, η αποτίμηση παίζει πολύ μικρότερο ρόλο σε σχέση με τον ενεργό επενδυτή. Όμως, διαφορές υπάρχουν και μεταξύ ενεργών επενδυτών, καθώς ενδιαφέροντα, οι σκοποί και οι προσδοκίες κάθε ομάδας από αυτούς παρουσιάζουν σημαντική διαφοροποίηση.

Σε περίπτωση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η αποτίμηση χρησιμοποιείται για την σύγκριση της αποτιμώμενης αξίας με βάση την τιμή των μετοχών αυτών. Επίσης, η αποτίμηση βοηθά στην επιλογή των χρεογράφων από τα οποία θα αποτελείται το χαρτοφυλάκιο και κυρίως εκείνων που φαίνεται να είναι υποτιμημένα από την αγορά.

Τέλος η αποτίμηση χρησιμοποιείται για την σύγκριση των μετοχών των διαφόρων εταιρειών. Αν, για παράδειγμα, ένας επενδυτής θεωρεί ότι η μελλοντική απόδοση της μετοχής της εταιρείας Α θα είναι μεγαλύτερη από εκείνη της εταιρείας Β, μπορεί να αποφασίσει να αγοράσει περισσότερες μετοχές της εταιρείας Α πουλώντας κάποιες από τις μετοχές της εταιρείας Β. Με αυτόν τον τρόπο ο επενδυτής θα επωφεληθεί μελλοντικά από την κίνηση του αυτή, υπό τον όρο ότι οι προσδοκίες του θα επαληθευτούν.

- Corporate Finance: στην περίπτωση αυτή, η αποτίμηση παίζει σημαντικό ρόλο στην αναγνώριση των σημαντικότερων παραγόντων αύξησης της αξίας της επιχειρηματικής μονάδας. Με γνώμονα το γεγονός ότι ο αντικειμενικός σκοπός των οικονομικών στελεχών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχειρηματικής μονάδας, γίνεται κατανοητό ότι όλες οι οικονομικές και στρατηγικές αποφάσεις είναι άμεσα συνδεδεμένες με την αξία της επιχειρηματικής μονάδας. Για παράδειγμα, η αποτίμηση, στην περίπτωση του στρατηγικού σχεδιασμού, προηγείται της απόφασης για τη συνέχιση μιας δραστηριότητας, την πώληση, την ανάπτυξη, τη συγχώνευση ή την εξαγορά άλλης εταιρίας. Επίσης η αποτίμηση διαφορετικών επιχειρηματικών μονάδων (business units) είναι θεμελιώδους σημασίας για την λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με το ποια προϊόντα, ποιες γραμμές παραγωγής, χώρες, ακόμα και πελάτες θα πρέπει να διατηρηθούν, να αναπτυχθούν ή να εγκαταλειφθούν. Σύμφωνα με τον A. Damodaran, η κατανόηση της σχέσης αυτής είναι το κλειδί για την λήψη οικονομικών αποφάσεων ή αποφάσεων αναδιοργάνωσης που επιδρούν θετικά στην αξία της επιχείρησης (value-increasing decisions).

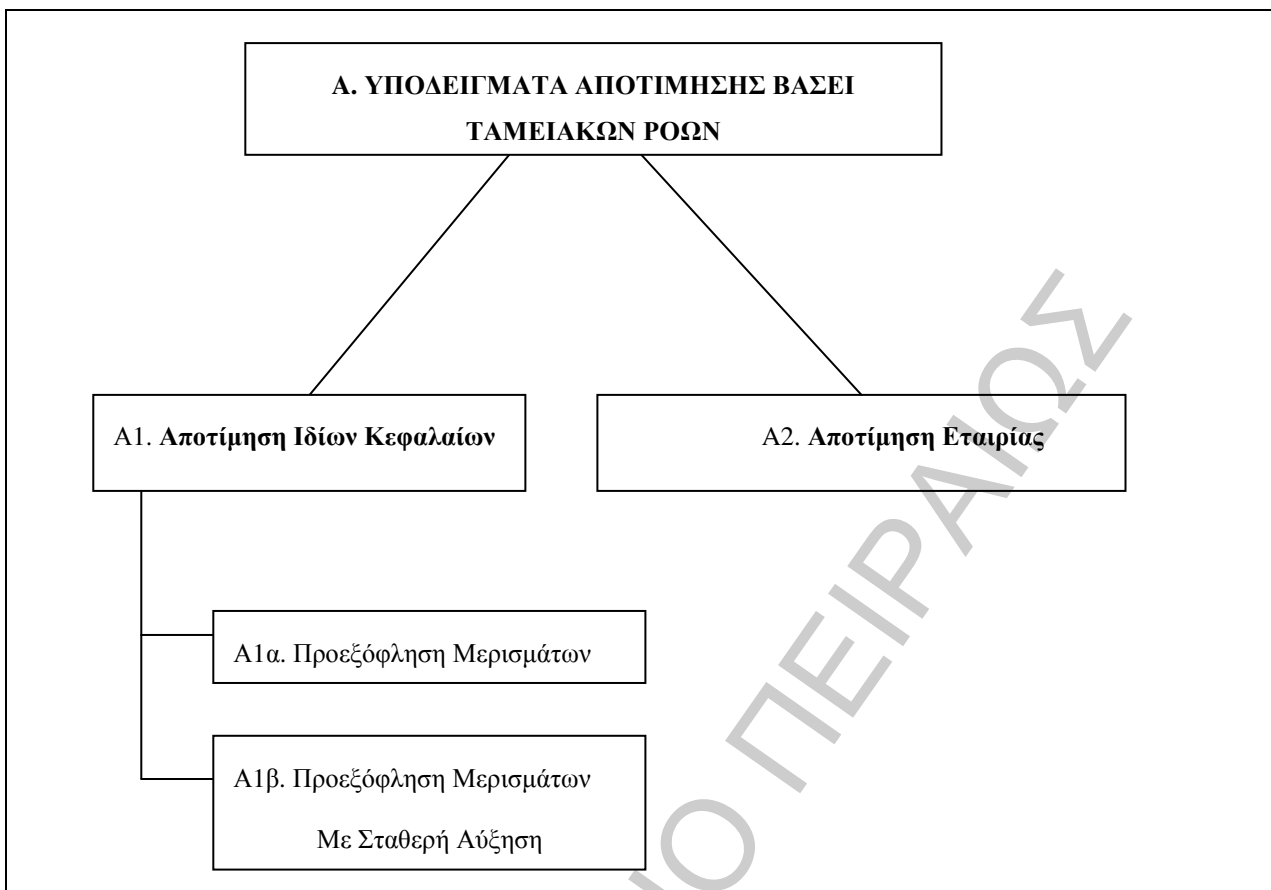
### 5.3 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε (Α) με **υποδείγματα αποτίμησης** που στηρίζονται στην προεξόφληση των **ελεύθερων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Valuation-DCF)**, των

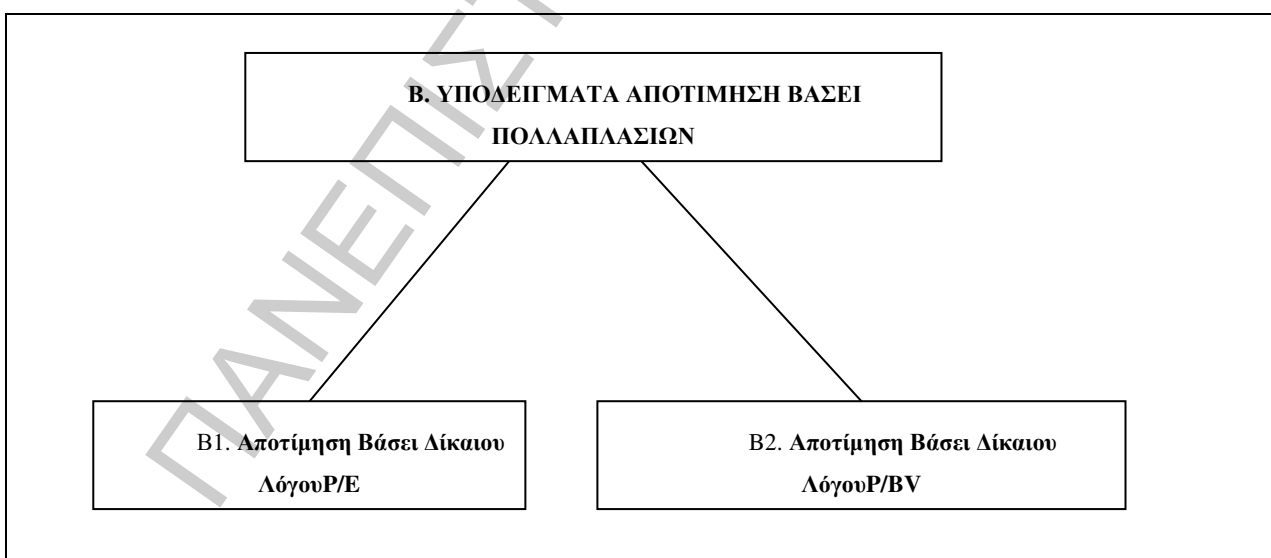
μερισμάτων και των λογιστικών κερδών και (B) με υποδείγματα αποτίμησης που ακολουθούν την προσέγγιση της σχετικής αποτίμησης.

Σύμφωνα με τα υποδείγματα προεξόφλησης των ταμειακών ροών, μπορούμε να διακρίνουμε δυο επί μέρους κατηγορίες υποδειγμάτων. Η πρώτη υποκατηγορία των υποδειγμάτων προεξόφλησης ταμειακών ροών αφορά το *υπόδειγμα αποτίμησης ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας* (equityvaluation), το οποίο χρησιμοποιεί ως ταμειακές ροές τα μερίσματα που καταβάλλει η εταιρία προς τους μετόχους (μια παραλλαγή αυτής την υποκατηγορίας είναι και ευρέως χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα αποτίμησης Gordon), ενώ η δεύτερη επί μέρους κατηγορία υποδειγμάτων αποτίμησης μετοχών έχει να κάνει με την αποτίμηση ολόκληρου του ενεργητικού της εταιρίας (firmvaluation) και χρησιμοποιεί ως ταμειακές ροές τις ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους της εταιρίας.

Από την άλλη, τα υποδείγματα αποτίμησης βάσει της σχετικής αποτίμησης κάνουν χρήση εταιρικών πολλαπλασίων (multiples) όπου είναι ο λόγος P/E και ο λόγος P/BV. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης βασίζεται στον τρόπο με τον οποίο αποτιμά η αγορά ομοειδείς ή συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Με άλλα λόγια, η αποτίμηση στηρίζεται στην ανάλυση ομοειδών επιχειρήσεων του εσωτερικού ή εξωτερικού καθώς και στην ανάλυση πολλαπλασιαστών του κλάδου που ανήκει η εταιρία. Τα παραπάνω γίνονται κατανοητά με την βοήθεια των παρακάτω σχημάτων.



Πίνακας 31 Αποτίμηση Βάσει Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών



Πίνακας 5-1: Αποτίμηση Βάσει Πολλαπλασίων

## Αποτίμηση με Βάση το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών στηρίζεται πάνω στην γενική ιδέα σύμφωνα με την οποία η αξία μιας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών (*presentvaluemodels*) που κατά πάσα πιθανότητα θα εισπράξει έναν δυνητικός επενδυτής. Παίρνοντας δηλαδή υπόψη το γεγονός ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει περισσότερη αξία από το ίδιο ποσό που πρόκειται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε αναμενόμενης ταμειακής ροής ανάλογα με το πόσο μακριά στο μέλλον πρόκειται να εισπραχθεί, βρίσκει την παρούσα αξία της μετοχής. Στα συγκεκριμένα μοντέλα απότιμησης με τον όρο μελλοντική ταμειακή ροή εννοούμε τα μερίσματα που πρόκειται να μοιράσει στους επενδυτές μια εταιρία ύστερα από απόφαση του διοικητικού της συμβουλίου. Έτσι χρησιμοποιώντας αυτά τα μοντέλα ένας οποιοσδήποτε αναλυτής θα μπορεί να αποφανθεί εάν η συγκεκριμένη κάθε φορά μετοχή είναι υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή σωστά τιμολογημένη (*fairlyvalued*).

Σύμφωνα με την μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών, η αξία οποιασδήποτε εταιρείας προσδιορίζεται από τέσσερις παράγοντες: την ικανότητα της να δημιουργεί ταμιακές ροές, τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης (*growth*) αυτών των ταμιακών ροών, το χρονικό διάστημα που απαιτείται προκειμένου η επιχείρηση να επιτύχει ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και το κόστος κεφαλαίου. Επομένως, προκειμένου να αυξηθεί η αξία μιας επιχείρησης θα πρέπει μεταβληθεί μια ή περισσότερες από αυτές τις μεταβλητές.

Η γενική εξίσωση πάνω στην οποία στηρίζονται τα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών (*presentvaluemodels*) είναι η εξής:

$$V_0 = \sum \frac{CF}{(1+r)^t}$$

5.1

Όπου  $V_0$  η παρούσα αξία του περιουσιακού στοιχείου στο χρόνο μηδέν,  $CF$  η χρηματική ροή για τον συγκεκριμένο κάθε φορά χρόνο  $t$  και τέλος το  $r$  είναι το επιτόκιο προεξόφλησης ή πιο σωστά το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης.

Η δίκαιη αξία μιας μετοχής (ενός περιουσιακού στοιχείου) πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων της μετοχής (ταμειακών ροών του περιουσιακού στοιχείου) προεξοφλημένων με την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση. Συγκεκριμένα, το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, στην γενική του μορφή, έχει ως εξής:

$$P_t^* = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+r_s)^t}$$

5.2

Όπου

$P_t^*$  = η δίκαιη τιμή της μετοχής.

$DPS_t$  = το (αναμενόμενο) μέρισμα ανά μετοχή για τη χρονιά  $t$

$r_s$  = το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Από την παραπάνω σχέση, βλέπουμε ότι η δίκαιη τιμή της μετοχής επηρεάζεται από τρεις μεταβλητές: (α) στο μέρισμα ανά μετοχή της επόμενης περιόδου, (β) το κόστος ιδίων κεφαλαίων, και (γ) τον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρίας.

Η ανωτέρω εξίσωση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση της δίκαιης αξίας μετοχής μόνο αν γνωρίζουμε ή μπορούμε να προβλέψουμε με βεβαιότητα τα μελλοντικά μερίσματα της εταιρίας. Επειδή όμως αυτό είναι αρκετά δύσκολο, μπορούμε να κάνουμε ορισμένες υποθέσεις αναφορικά με τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων ανά μετοχή.

### 5.3.1.1 Πλεονεκτήματα Υποδείγματος Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών

Η μέθοδος αξιολόγησης μέσω του μοντέλου Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών δεν είναι ασφαλώς ο μοναδικός τρόπος για να προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε την αξία των ιδίων κεφαλαίων μιας τράπεζας. Σε πολλές περιπτώσεις, οι μέθοδοι αυτές έχουν την ίδια θεμελιώδη βάση, αλλά εκφράζονται με διαφορετικούς τρόπους. Οι περισσότεροι αναλυτές το χρησιμοποιούν για την εκτίμηση των ιδίων κεφαλαίων μιας τράπεζας επειδή έχει ορισμένα σαφή πλεονεκτήματα:

*Μεταδοτικότητα και βάση:* Η ιδέα ότι μία μετοχή πρέπει να αποτιμάται ολοκληρωτικά με βάση την προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών μερισμάτων της, είναι καλά εδραιωμένη. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, φυσικά, οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν μετοχές με στόχο την επιστροφή κεφαλαίων, αλλά οι αποδόσεις κεφαλαίου εξαρτώνται από τις προσδοκίες ότι η παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων θα αυξηθεί περισσότερο από ότι η αγορά περιμένει. Οι αναλυτές είναι στο χώρο της επικοινωνίας απόψεων. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων γίνονται αποτελεσματικοί χρησιμοποιώντας το μοντέλο προεξόφλησης ταμιακών ροών εστιάζοντας στο εάν οι βραχυπρόθεσμες προβλέψεις των αναλυτών και οι ενδείξεις των μακροπρόθεσμων υποθέσεων είναι λογικές.

*Απόλυτη αποτίμηση:* Ορισμένες άλλες μέθοδοι αποτίμησης (για παράδειγμα, δείκτης αξίας προς κέρδη) δίνουν συστάσεις και αποτιμήσεις σε σχέση με τον τομέα ή την αγορά, αλλά δεν παρέχουν μία μεμονωμένη αποτίμηση απευθείας. Το μοντέλο προεξόφλησης ταμιακών ροών μπορεί να χρησιμοποιηθεί για συγκριτική αποτίμηση, αλλά επίσης μπορεί να δώσει την απόλυτη τιμή της αποτίμησης της μετοχής.

*Συγκρισιμότητα:* Οι περισσότερες συστάσεις των αναλυτών είναι σε σχέση με κάποιο δείκτη αναφοράς. Για ένα ομοιογενή και σημαντικό τομέα όπως είναι οι τράπεζες αυτές οι σχετικές εισηγήσεις γίνονται σε σχέση με τον τομέα. Πρέπει να οριστούν κατάλληλοι συντελεστές βαρύτητας για τις συστάσεις αυτές. Συνεπώς, είναι σημαντικό να υπάρχει μία ποσοτική, συνεπής μέθοδος για να δικαιολογηθούν αυτές οι σχετικές συστάσεις.

Το μοντέλο, τέλος, μπορεί να προσαρμοστεί εύκολα ώστε να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση τραπεζών με επιπρόσθετα κεφάλαια ή με τράπεζες που συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις. Το ζητούμενο είναι να καταλήξουμε στο συμπέρασμα γρήγορα και με επιτυχία. Ο χρόνος των αναλυτών είναι πολύτιμος και το γεγονός ότι το βασικό υπόβαθρο του μοντέλου έχει στηθεί και απαιτείται ελάχιστη προσπάθεια για προσαρμογή και χρήση είναι ένα σημαντικό πλεονέκτημα του.

### Αποτίμηση με Βάση το Υπόδειγμα Gordon

Το υπόδειγμα του Gordon μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αποτιμηθεί μια επιχείρηση που βρίσκεται σε σταθερό στάδιο και της οποίας τα μερίσματα αυξάνονται με ένα ρυθμό που μπορεί να διατηρηθεί για πάντα.

Σύμφωνα λοιπόν με το **υπόδειγμα αποτίμησης Gordon**, εάν το μέρισμα ανά μετοχή αναμένεται να αυξάνει κατά  $g$  ετησίως, στο διηνεκές, τότε η δίκαιη τιμή μιας μετοχής δύναται να υπολογιστεί ως ακολούθως (Kolb1996,σελ 299-300):

$$P_t^* = \frac{DPS_{t+1}}{r_s - g}$$

5.3

Όπου

$DPS_{t+1}$  = το (αναμενόμενο) μέρισμα ανά μετοχή για τη χρονιά  $t + 1$

$g = 0$  (μακροχρόνιος) ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

Το υπόδειγμα του Gordon είναι πολύ ευαίσθητο στις μεταβολές του ρυθμού ανάπτυξης. Αν δε χρησιμοποιηθεί σωστά μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα και παραπλανητικά συμπεράσματα από την στιγμή που αν ο ρυθμός ανάπτυξης συγκλίνει με το προεξοφλητικό επιτόκιο-κόστος ιδίων κεφαλαίων, η αξία της μετοχής τείνει στο άπειρο. Ενώ, αν ο ρυθμός ανάπτυξης ξεπεράσει το κόστος ιδίων κεφαλαίων, η αξία της μετοχής γίνεται αρνητική.

Το εν λόγω υπόδειγμα είναι κατάλληλο για επιχειρήσεις που αναπτύσσονται με ρυθμό συγκρίσιμο ή μικρότερο από τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και οι οποίες έχουν καθιερωμένες πολιτικές διανομής μερισμάτων, τις οποίες σκοπεύουν να διατηρήσουν και στο μέλλον. Η πολιτική διανομή μερισμάτων πρέπει να είναι σύμφωνη με την υπόθεση σταθερότητας των μερισμάτων, διότι διαφορετικά το υπόδειγμα θα υποεκτιμήσει την αξία της μετοχής σε εταιρίες οι οποίες διαρκώς πληρώνουν ως μέρισμα λιγότερα από αυτά που έχουν την δυνατότητα να πληρώσουν και διακρατούν μετρητά αντ' αυτού.

Παρακάτω θα αναφερθούμε στους τρόπους εκτίμησης του κόστους ιδίων κεφαλαίων και του ρυθμού αύξησης του μερίσματος.

### **Εκτίμηση του Ρυθμού Αύξησης του Μερισματος**

Κάνοντας μελέτη εκτίμησης πρέπει πρώτον να τονισθεί ότι καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων της επιχείρησης αναμένεται να διατηρηθεί για πάντα, μπορεί επίσης να αναμένεται ότι με τον ίδιο ρυθμό θα αυξάνονται και τα άλλα μέτρα οικονομικής επίδοσης (συμπεριλαμβανομένων και των κερδών), αν και εφόσον η επιχείρηση αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό. Δεύτερον, ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας πρέπει να είναι μικρότερος ή ίσος με τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία λειτουργεί η επιχείρηση.

Υπάρχουν δυο βασικές μέθοδοι για την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρίας: (α) η ιστορική μέθοδος, και (β) η μέθοδος βασιζόμενη στα θεμελιώδη της εταιρίας.

Στην ανάλυση που θα ακολουθήσει θα επικεντρωθούμε μόνο στα θεμελιώδη της εταιρίας προκειμένου να προβλέψουμε τον (μακροχρόνιο) ρυθμό των μερισμάτων της εταιρίας. Σύμφωνα λοιπόν με τα θεμελιώδη της εταιρίας, ο μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων  $g$  δύναται να εκτιμηθεί δια του γινομένου της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας και του ποσοστού των κερδών που επανεπενδύεται (Ross *et al.* 1999:106):



$g = b \times \text{ROE}$	5.4
---------------------------	-----

όπου

$b$  : το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών μετά από φόρους

ROE : η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων

Το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών δύναται να υπολογιστεί ως ακολούθως

$b = 1 - \left( \frac{P}{\text{EPS}} \frac{\text{DPS}}{P} \right)$	5.5
--	-----

όπου

EPS : τα κέρδη ανά μετοχή

$P$  : η τιμή της μετοχής

DPS : το μέρισμα ανά μετοχή

Όπως βλέπουμε λοιπόν από την παραπάνω σχέση, το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών εξαρτάται από τους εξής δυο παράγοντες: α) την τιμή προς κέρδη ανά μετοχή, και β) τον λόγο του μερίσματος ανά μετοχή προς την τιμή της μετοχής. Ο δεύτερος παράγοντας είναι αποτυπώνει την μερισματική πολιτική της εταιρίας.

Η **μερισματική πολιτική** μιας εταιρίας εν πολλοίς είναι δυνατόν να ιδωθεί ως ένα είδος πρόγνωσης για την πορεία της εταιρικής κερδοφορίας. Σε γενικές γραμμές η ανάλυση της **μερισματικής πολιτικής** μιας εταιρίας συνίσταται στην εξέταση δυο επί μέρους παραγόντων: (α) του **ποσοστού αποπληρωμής μερίσματος** και γ) της **μερισματικής απόδοσης**. Η **μερισματική απόδοση** (dividendyield, DY) προκύπτει από την διαίρεση του μερίσματος ανά μετοχή με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Μερικές εταιρείες μοιράζουν συγκριτικά μικρά μερίσματα και επενδύουν τα κέρδη ξανά στην επιχείρηση με σκοπό την ανάπτυξη. Αν η αγορά εμπιστεύεται τέτοιου είδους προοπτικές για την ανάπτυξη της εταιρείας, τότε οι μετοχές των εν λόγω εταιριών της θα διατηρήσουν μία σχετικά

υψηλή τιμή αγοράς και επομένως θα περιμένουμε να δούμε μία χαμηλή μερισματική απόδοση και έναν υψηλό δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E). Άλλες εταιρείες προτιμούν μία σταθερή μερισματική απόδοση με δείκτη μερίσματος ανά μετοχή στο ίδιο ή και καλύτερο επίπεδο σε σχέση με το προηγούμενο έτος ώστε να παρουσιάζουν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Όταν τα κέρδη θα είναι χαμηλά αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα την χαμηλή μερισματική κάλυψη και αν η αγοραία τιμή επηρεάζεται από το χαμηλό κέρδος το αποτέλεσμα θα είναι μία υψηλή μερισματική απόδοση. Τέλος, ορισμένες εταιρείες ακολουθούν την τακτική, λιγότερα αδιανέμητα κέρδη, περισσότερα μερίσματα. Το γεγονός αυτό παρουσιάζει μια σταθερά χαμηλή μερισματική απόδοση από έτος σε έτος.

### Η Εκτίμηση του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων

Το COE (Cost of equity) είναι ουσιαστικά το προσδοκώμενο κέρδος που αναμένουμε από μία μετοχή λόγω του επιπλέον κινδύνου τον οποίο παίρνουμε. Για να βρούμε το COE υποθέτουμε ότι το ρίσκο της μετοχής εξαρτάται από το ρίσκο της χρηματιστηριακής αγοράς στην οποία ανήκει.

Το κόστος κοινής μετοχής ή κόστος ιδίων κεφαλαίων (*cost of equity*- COE) και ο προσδιορισμός του είναι πολύ σημαντικός για την ορθότητα της διαδικασίας της αποτίμησης συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής. Στην σύγχρονη βιβλιογραφία έχουν επικρατήσει δύο κυρίως μέθοδοι για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών ή εκτίμησης του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Η πρώτη μέθοδος βασίζεται συγκεκριμένα στο περίφημο CAPM (capital asset pricing model) ή στο Arbitrage Pricing Theory μοντέλο. Η δεύτερη μέθοδος υπολογίζει το κόστος των κοινών μετοχών προσθέτοντας στην απόδοση στην λήξη των ομολόγων (κυρίως αυτής των δεκαετών ομολόγων) ένα συγκεκριμένο ποσό πριμ κινδύνου (risk premium) και είναι κυρίως εμπειρική προσέγγιση.

Βάσει λοιπόν του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (capital asset pricing model, CAPM) και λύνοντας την σχέση (5.3) ως προς το κόστος των ιδίων κεφαλαίων,  $r_s$ , που συνεπάγεται η τρέχουσα τιμή της μετοχής λαμβάνουμε τα εξής:

$r_s = \frac{DPS_{t+1}}{P_t} + g$	5.6
-----------------------------------	-----

Το CAPM μοντέλο έχει την εξής γενική μαθηματική διατύπωση (Κάντζος 2002: 457):

$$\bar{r}_S = r_F + (\bar{r}_M - r_F)\beta$$

5.7

Όπου

$r_F$  = το επιτόκιο άνευ κινδύνου

$\bar{r}_M$  = η προσδοκώμενη απόδοση χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η διαφορά  $\bar{r}_M - r_F$  αντιπροσωπεύει το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου (*equity risk premium*).

$\beta$  = ο συντελεστής βήτα εκφράζει την ευαισθησία της τιμής της μετοχής σε κάθε μεταβολή του γενικού δείκτη. Αντιπροσωπεύει δε τον συστηματικό κίνδυνο της μετοχής.

Το υπόδειγμα CAPM μας πληροφορεί ότι κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας εξαρτάται από τρεις παράγοντες, δυο εκ των οποίων παραμένουν οι ίδιοι για όλες τις μετοχές, ενώ ο ένας μεταβάλλεται. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο άνευ κινδύνου και το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου είναι κοινοί για όλες τις μετοχές παράγοντες στην διαμόρφωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρίας, ενώ ο συντελεστής βήτα της μετοχής διαφέρει από μετοχή σε μετοχή.

Έτσι λοιπόν ο συντελεστής βήτα της μετοχής, ως μεταβλητή μέτρησης του συστηματικού κινδύνου της μετοχής, αποτελεί την βασική παράμετρο στον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας. Με άλλα λόγια, το κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρίας εξαρτάται από τον κίνδυνο αυτής, ο οποίος με τη σειρά του καταγράφεται με το βήτα της μετοχής, δηλαδή τον λόγο για τον οποίο πρέπει να αποζημιώνεται ένας επενδυτής κάτοχος ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

Η δεύτερη μέθοδος προσεγγίζει το *equity risk premium* βασισόμενη στην αναμενόμενη απόδοση - πορεία ενός αντιπροσωπευτικού δείκτη μετοχών και είναι μια μέθοδος που ατενίζει προς το μέλλον παρά στο παρόν. Η πρώτη μέθοδος που στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα είναι η πιο απλή και η πιο διαδεδομένη επιλογή εφόσον υπάρχουν ακριβή και αξιόπιστα δεδομένα για την κάθε αγορά που βρίσκεται υπό ανάλυση. Τέλος όπως είναι φυσικό η δεύτερη μέθοδος είναι πιο κατάλληλη για την αποτίμηση μετοχών που διαπραγματεύονται σε αναδυόμενες χρηματιστηριακές αγορές όπου δεν υπάρχουν επαρκή και αξιόπιστα δεδομένα.

Η δεύτερη προσέγγιση για τον υπολογισμό του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης της μετοχής είναι το γνωστό *Arbitrage Pricing Theory* μοντέλο (APT). Η βασική ιδέα αυτού του μοντέλου

είναι το ότι η απόδοση μιας μετοχής δεν εξαρτάται αποκλειστικά από την πορεία της αγοράς (δηλ. ενός γενικού δείκτη) αλλά εξαρτάται επιπλέον και από ένα άλλο πλήθος παραγόντων. Η γενική μαθηματική διατύπωση του μοντέλου είναι η εξής:

$\bar{r}_S = r_F + (risk\_premium)_1 + (risk\_premium)_2 + \dots + (risk\_premium)_n$	5.8
---	-----

Όπου το riskpremium ισούται με το γινόμενο της ευαισθησίας του κάθε παράγοντα επί το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου δηλαδή η διαφορά  $\bar{r}_M - r_F$  για τον κάθε συγκεκριμένο παράγοντα.

Όπως φαίνεται από την παραπάνω περιγραφή του CAPM και του APT μοντέλου, ο υπολογισμός του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης μέσω αυτών είναι πολύ πιθανόν να υπόκειται σε σφάλματα. Τέτοια σφάλματα είναι δυνατόν να προέρχονται από το εάν το μοντέλο που έχει επιλεγεί είναι το καταλληλότερο, εάν οι εισροές του μοντέλου είναι ακριβείς και σωστές ή εάν το  $\beta$  της μετοχής εκφράζει σωστά την ευαισθησία της ως προς τον γενικό δείκτη μετοχών που έχει επιλεγεί.

Έτσι για τον υπολογισμό του κόστους της μετοχής οι αναλυτές χρησιμοποιούν κάποιες υποκειμενικές μεθόδους ( build-up method ). Σύμφωνα με αυτές το κόστος της μετοχής ισούται με το άθροισμα διαφόρων πριμ κινδύνου τα οποία δεν υπολογίζονται με επιστημονικά τεκμηριωμένα μοντέλα (CAPM, APT) αλλά σύμφωνα με την κρίση και την εμπειρία του αναλυτή.

#### 5.3.4.1 Εκτίμηση του Επιτοκίου Άνευ Κινδύνου

Συνήθως ως ακίνδυνο χρεόγραφο λογίζεται η απόδοση ενός βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου δημοσίου ομολόγου. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι ως άνω ορισθέν χρεόγραφο άνευ κινδύνου δεν είναι πάντοτε ακίνδυνο καθώς σε αρκετές αναπτυσσόμενες χώρες η επένδυση σε κυβερνητικό χρέος δεν θεωρείται εντελώς ακίνδυνη, ενώ σε αρκετές ενδέχεται να μην υπάρχει αρκούντως αναπτυγμένη κεφαλαιαγορά ή χρηματαγορά προκειμένου να διαπραγματεύονται τα εκ του δημοσίου εκδιδόμενα χρεόγραφα (Damodaran 2005β).

Το πιο αντιπροσωπευτικό δείγμα ενός βραχυπρόθεσμου δημοσίου ομολόγου αποτελούν τα **έντοκα γραμμάτια του δημοσίου**, τα οποία διαπραγματεύονται στο XAA και έχουν διάρκεια 3, 6, και 12 μήνες. Αυτού του είδους τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα δεν καταβάλουν τόκο στον κάτοχο τους αλλά εκδίδονται σε τιμή χαμηλότερη από την ονομαστική τους αξία και στη λήξη

τους εξοφλούνται στην ονομαστική τους αξία. Υπολογίζεται φόρος στη διαφορά μεταξύ της ονομαστικής τιμής και τιμής έκδοσης και πληρώνεται την ημέρα έκδοσης του έντοκου γραμματίου.

Η τιμή ( $P$ ) στην οποία μπορεί να αγοράσει ένας επενδυτής το έντοκο γραμμάτιο του δημοσίου προκύπτει από την διαφορά της ονομαστικής αξίας του γραμματίου και της προσφερόμενης υπό αυτού **έκπτωσης** (discount, DISC) η οποία υπολογίζεται σε μια βάση 360-ημερών ως εξής:

$\text{DISC} = d \times F \times \frac{t}{360}$	5.9
---	-----

Όπου

$d$  = το ποσοστό έκπτωσης (discountrate)

$F$  = η ονομαστική αξία του ομολόγου

$t$  = η διάρκεια, σε ημέρες, μέχρι την λήξη του ομολόγου

Αφού λοιπόν ένα έντοκο γραμμάτιο αγοράζεται στα  $P = F - \text{DISC}$  και αποδίδει στην λήξη του, μετά δηλαδή την πάροδο  $t$  ημερών,  $F$  ευρώ έπεται ότι η απόδοση στις  $t$  ημέρες ( $r_t$ ) ορίζεται ως εξής:

$r_t = \frac{F - P}{P}$	5.10
-------------------------	------

Προκειμένου δε να ετησιοποιήσουμε την παραπάνω απόδοση των  $t$ -ημερών, πολλαπλασιάζουμε το  $r_t$  με τον αριθμό των περιόδων διάρκειας  $t$ -ημερών που υπάρχουν σε ένα έτος 365-ημερών:

$r = r_t \times \frac{365}{t}$	5.11
--------------------------------	------

Τέλος, η ετησιοποιημένη απόδοση με συνεχή ανατοκισμό ( $r_c$ ) υπολογίζεται ως ακολούθως:

$r_c = \left( \frac{F}{P} \right)^{\frac{365}{t}} - 1$	5.12
--	------

Από την άλλη, τα μακροπρόθεσμα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου είναι ανώνυμοι τίτλοι ελεύθερα μεταβιβάσιμοι και εκδιδόμενοι από την Τράπεζα Ελλάδος, έχουν συνήθως διάρκεια 3-15 χρόνια, στην ονομαστική τους αξία, και πληρώσουν τόκο σε ετήσια βάση.

Γνωρίζουμε ότι η παρούσα αξία μιας ομολογίας, η οποία καταβάλει σταθερές πληρωμές ( $C$ ) σε όλες τις χρονικές περιόδους μέχρι τη λήξη της δίδεται από τον ακόλουθο τύπο:

$B_0 = C \left[ \frac{1 - (1 + k^B)^{-n}}{k^B} \right] + \frac{F}{(1 + k^B)^n}$	5.13
---	------

Στην παραπάνω σχέση το  $k^B$  αντιπροσωπεύει την απόδοση του ομολόγου, ή όπως αλλιώς είναι γνωστή ως **απόδοση στη λήξη** (yieldtomaturity).

#### 5.3.4.2 Εκτίμηση του Μετοχικού Ασφαλιστρου Κινδύνου

Το **μετοχικό ασφαλιστρο κινδύνου** (equityriskpremium) μπορεί να οριστεί ως η διαφορά μεταξύ της μέσης (αριθμητικής ή γεωμετρικής) απόδοσης της αγοράς, για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, και της μέσης απόδοσης του ακίνδυνου χρεογράφου, κατά την αντίστοιχη περίοδο (Damodaran 1996, σελ. 48).

Όταν όμως υπάρχουν ελλιπή ιστορικά στοιχεία για τις αποδόσεις της κεφαλαιαγοράς μιας χώρας, τότε χρησιμοποιείται το μετοχικό ασφαλιστρο κινδύνου μια ανεπτυγμένης κεφαλαιαγοράς ως βάση για τον υπολογισμό του μετοχικού ασφαλιστρου κινδύνου της εν λόγω χώρας (Damodaran 2005β, σελ.11). Συγκεκριμένα, μπορούμε να υπολογίσουμε το μετοχικό ασφαλιστρο κινδύνου μιας χώρας χρησιμοποιώντας το **αναπροσαρμοσμένο μετοχικό ασφαλιστρο κινδύνου**, το οποίο αντιπροσωπεύει τον πρόσθετο κίνδυνο που ενέχει η επενδυτική τοποθέτηση σε μια χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει ο επενδυτής σε μια αναπτυγμένη αγορά αξίων (όπως είναι αυτή των ΗΠΑ).

Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου στις ΗΠΑ είναι 5%. Κατόπιν, η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη κατά την περίοδο 2001-2006 ήταν 6,41%, ενώ η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του χρηματιστηριακού δείκτη S&P ήταν 3,73% κατά την αντίστοιχη περίοδο. Σε αυτή την περίπτωση το ασφάλιστρο κινδύνου για την Ελληνική κεφαλαιαγορά δύναται να εκτιμηθεί ως εξής:

$ERP_{GR} = ERP_{US} \frac{\sigma_{GR}}{\sigma_{US}}$	5.14
---	------

Όπου

$ERP_{GR}$  = το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου στην Ελλάδα

$ERP_{US}$  = το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου στις ΗΠΑ (USequityriskpremium)

$\sigma_{GR}$  = η τυπική απόκλιση των αποδόσεων της Ελληνικής αγοράς αξιών

$\sigma_{US}$  = η τυπική απόκλιση των αποδόσεων της Αμερικανικής αγοράς αξιών

Εάν λοιπόν το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου στις ΗΠΑ είναι 5%, τότε το μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου στην Ελλάδα (το 2006) εκτιμάται στα 8,598%

$$0,0859 = 0,05 \frac{0,0641}{0,0373}$$

#### 5.3.4.3 Εκτίμηση του Συντελεστή Βήτα Μετοχής

Ο **συντελεστής βήτα** μιας μετοχής μετράει την επίδραση που έχει η πορεία του γενικού δείκτη ενός χρηματιστηρίου στην απόδοση της εν λόγω μετοχής. Για παράδειγμα, εάν για μια μετοχή με συντελεστή βήτα ίσο με 1,5 αυτό σημαίνει ότι για κάθε μεταβολή του γενικού δείκτη κατά 1%, η απόδοση της μετοχής θα μεταβάλλεται κατά 1,5.

Πράγματι, μια απλή παρατήρηση των εξελίξεων στις χρηματαγορές καταδεικνύει ότι οι τιμές μετοχών διαμορφώνονται σε συνάρτηση με τη πορεία της αγοράς εντός της οποίας διαπραγματεύονται.. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το **single-indexmodel**(SIM ) η πορεία των μετοχικών αποδόσεων τείνει να ακολουθεί τη αντίστοιχη πορεία της αγοράς έτσι ώστε η εξίσωση που συσχετίζει την απόδοση σε μια μετοχή με την απόδοση της αγοράς μπορεί να

γραφτεί ως εξής (Elton and Gruber 1995, σελ. 131):

$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + e_{it}$	5.15
---	------

Για  $i=1, \dots, N$  μετοχές παρατηρούμενες σε  $t=1, 2, \dots, T$  χρονικές περιόδους. Στο πλαίσιο λοιπόν ανάλυσης δυο μετοχών με βάση τις μηνιαίες τιμές κλεισίματος για ένα διάστημα τριών ετών έχουμε  $N = 2$  και  $T = 35$

Όπου

$\alpha_i$  = Η απόδοση της μετοχής  $i$ , η οποία είναι ανεξάρτητη από την απόδοση αγοράς

$r_{mt}$  = η απόδοση του γενικού δείκτη ( υποθέτουμε ότι είναι μια τυχαία μεταβλητή)

$\beta_i$  = ο συντελεστής βήτα της μετοχής

$e_{it}$  = μια τυχαία μεταβλητή με αναμενόμενη απόδοση μηδέν. Πρόκειται για τον διαταρακτικό όρο του υποδείγματος

Βάσει του παραπάνω οικονομετρικού υποδείγματος μπορούμε να υπολογίσουμε τη συναδικύμανση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης της αγοράς, οπότε λαμβάνουμε:

$\text{cov}(r_i, r_m) = \text{cov}(\alpha_i + \beta_i r_m + e_i, r_m)$	5.16
--	------

Εν συνεχεία, εφαρμόζοντας τους κανόνες συνδιακύμανσης στην παραπάνω σχέση (35) έχουμε τα εξής:

$\begin{aligned} \text{cov}(r_i, r_m) &= \text{cov}(\alpha_i, r_m) + \text{cov}(\beta_i r_m, r_m) + \text{cov}(e_i, r_m) = \\ &= \text{cov}(\beta_i r_m, r_m) = \beta_i \text{var}(r_m) \end{aligned}$	5.17
--	------

Άρα

$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)}$	5.18
--	------



Βλέπουμε επομένως ότι ο συντελεστής βήτα της μετοχής  $i$  μπορεί να υπολογιστεί και από τον λόγο της συνδιακύμανσης της μετοχικής απόδοσης σε σχέση με την απόδοση της αγοράς προς τη μεταβλητότητα της τελευταίας.

Τι σημαίνει όμως ο συντελεστής βήτα μιας μετοχής για τον κάτοχο της; Εάν δεχτούμε το υπόδειγμα single-index ως το ορθό υπόδειγμα για την ερμηνεία της απόδοσης μιας μετοχής, τότε ο **κίνδυνος** της δύνανται να υπολογιστεί εφαρμόζοντας του κανόνες διακύμανσης στη σχέση (5.18) οπότε έχουμε:

$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ei}^2$	5.19
---	------

όπου

$\sigma_i^2$  = η διακύμανση της μετοχής  $i$

$\sigma_m^2$  = η διακύμανση στο χαρτοφυλάκιο αγοράς

Η παραπάνω εξίσωση μας λέει ότι η διακύμανση οποιασδήποτε μετοχής μπορεί να χωριστεί σε δύο συστατικά στοιχεία: α) στο συστηματικό κίνδυνο, και β) στο μη-συστηματικό κίνδυνο. Ο μεν **συστηματικός κίνδυνος**, ή **κίνδυνος αγοράς**, ή το **μη-διαφοροποιήσιμος κίνδυνος** αντιπροσωπεύει ένα κομμάτι της συνολικής διακύμανσης της μετοχής που αποδίδεται στη γενική αστάθεια της αγοράς ( $\sigma_m^2$ ) και στον συντελεστή βήτα ( $\beta_i$ ). Ο **δε μη-συστηματικός κίνδυνος**, ή **διαφοροποιήσιμος κίνδυνος** ( $\sigma_{ei}^2$ ) αποτελεί το κομμάτι της συνολικής διακύμανσης της μετοχής που αποδίδεται στη συγκεκριμένη αστάθεια της. Συνεπώς, αποδείξαμε ότι ο συντελεστής βήτα της μετοχής μετράει τον συστηματικό κίνδυνο της μετοχής.

Επιπρόσθετα, ο συστηματικός κίνδυνος μιας μετοχής αποτελεί το μόνο κίνδυνο για τον οποίο θα πρέπει να αποζημιώνονται οι κάτοχοι ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, μπορεί να αποδειχτεί ότι η διακύμανση  $\sigma_p^2$  ενός χαρτοφυλακίου αποτελούμενου

---

6Η μορφή της σχέσης (2) είναι ακριβής στην περίπτωση κατά την οποία οι μεταβλητές  $r_m$  και  $e_i$  είναι ανεξάρτητες

από  $N$  περιουσιακά στοιχεία δύναται να γραφεί και ως ακολούθως (Elton and Gruber 1995, σελ.136):

$\sigma_p^2 = \sigma_m^2 \sum_{i=1}^N x_i^2 \beta_i^2 + \sum_{i=1}^N \sigma_{ui}^2 x_i^2$	5.20
---	------

Εκ της συνολικής, λοιπόν, διακύμανσης του χαρτοφυλακίου η ποσότητα  $\sigma_m^2 \sum_{i=1}^N x_i^2 \beta_i^2$  αντανακλά τον συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου και ενώ η ποσότητα  $\sum_{i=1}^N \sigma_{ui}^2 x_i^2$  αντανακλά τον μη-συστηματικό κίνδυνο. Όμως σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ο μη-συστηματικός του κίνδυνος είναι ή τείνει προς το μηδέν οπότε αυτό που απομένει είναι ο συστηματικός κίνδυνος, του οποίου το μόνο μεταβλητό στοιχείο είναι ο συντελεστής βήτα της μετοχής. Άρα για τους κατόχους ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου αυτό που έχει σημασία για την διαμόρφωση του κινδύνου του εν λόγω χαρτοφυλακίου είναι ο συντελεστής βήτα της μετοχής.

Αν υποθέσουμε ότι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου  $r_f$  και το ασφάλιστρο κινδύνου  $r_m$  είναι δεδομένο, το βασικό ερώτημα το οποίο προκύπτει (χρησιμοποιώντας το CAPM που αναφέραμε προηγουμένως) είναι ποια τιμή του συντελεστή βήτα πρέπει να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση των τραπεζών.

Είναι εύκολο να βρεθεί μια τιμή του βήτα από μια σειρά από πληροφορίες που ανφέρονται παρακάτω. Υπάρχουν προβλήματα, ωστόσο, και αυτά τα προβλήματα είναι μεγαλύτερα στις μικρότερες αναδυόμενες αγορές:

- *Ιστορικά στοιχεία εναντίον μελλοντικής μεταβολής.* Ο συντελεστής  $\beta$  μετρά το συσχετισμό των ιστορικών αποδόσεων μεταξύ χρηματιστήριου και μετοχής. Ένα βασικό πρόβλημα που δεν μπορεί να αποφευχθεί είναι ότι οι εν λόγω ιστορικοί συσχετισμοί μπορεί να μην είναι ένας καλός δείκτης του μέλλοντος. Η φύση του κλάδου των τραπεζών εξελίσσεται διαχρονικά και κάποιες μπορεί να εμφανίσουν αλλαγές ως αποτέλεσμα των εξαγορών. Η σύνθεση της αγοράς μπορεί να αλλάξει σημαντικά με την πάροδο του χρόνου καθώς εισάγονται νέες εταιρείες που περιλαμβάνονται σε τομείς που είχαν προηγουμένως εξαιρεθεί από το χρηματιστήριο.

- *Χρονική περίοδος και συχνότητα.* Η ιστορική αξία του  $\beta$  για τις μετοχές δεν είναι σταθερή σε σχέση με τον χρόνο και διαφέρει ανάλογα με το χρονικό διάστημα και τη συχνότητα (ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία).
- *Ρευστότητα.* Μετοχές με πρόβλημα ρευστότητας τείνουν να έχουν χαμηλά επίπεδα του συντελεστή βήτα λόγω μικρής συναλλακτικής δραστηριότητας, έτσι ακόμη και όταν υπάρχουν απότομες μεταβολές στις τιμές της αγοράς οι τιμές τους δεν μπορεί να αλλάξουν διότι ο όγκος των συναλλαγών είναι αρκετά χαμηλός.
- *Μεταβλητότητα Κερδών.* Είναι δυνατόν να εκτιμηθεί η αξία του συντελεστή βήτα με βάση τη μεταβλητότητα των κερδών της τράπεζας σε σχέση με εκείνη της αγοράς. Το πρώτο θέμα που θα πρέπει να αντιμετωπίσουμε είναι η φύση των αναφερόμενων κερδών των τραπεζών και η χρήση των λογιστικών πολιτικών για την ομαλή αναφορά των κερδών ενώ παρουσιάζεται έντονη οικονομική αστάθεια. Το δεύτερο θέμα αφορά το κατά πόσο μπορούν να συγκριθούν τα κέρδη των τραπεζών με τα κέρδη των άλλων μετοχών του χρηματιστηρίου.

#### 5.3.4.4 Η Εκτίμηση του Μελλοντικού Μερισματος

Τα κέρδη μετά φόρων (EAT) ισούνται με τα μερίσματα και τα διακρατηθέντα κέρδη:

$E_t = D_t + RE_t$	5.21
--------------------	------

όπου

$D_t$  = τα μερίσματα

$RE_t$  = το μέρος των κερδών που διακρατείται για μελλοντικές επενδύσεις

Διαιρώντας και τις δυο πλευρές του παραπάνω τύπου με EAT λαμβάνουμε:

$1 = \frac{D_t}{EAT_t} + \frac{RE_t}{EAT_t}$	5.22
--	------

Συμβολίζοντας το ποσοστό των κερδών που παρακρατείται για επενδυτικούς σκοπούς με  $b$ , το υπόλοιπο  $1 - b$  αντιπροσωπεύει το ποσοστό των κερδών που καταβάλλεται στους μετόχους ως

μέρισμα, και ονομάζεται **δείκτης αποπληρωμής μερίσματος**. Εάν λοιπόν ο μέσος δείκτης αποπληρωμής του μερίσματος είναι  $(1 - b)$ , το αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή για την επόμενη χρήση,  $E(DPS_{t+1})$ , θα πρέπει να είναι:

$E(DPS_{t+1}) = (1 - b)EPS_{t+1}$	5.23
-----------------------------------	------

Εφόσον γνωρίζουμε τον δείκτη αποπληρωμής του μερίσματος απομένει να προβλέψουμε τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας. Λογικά, τα κέρδη ανά μετοχή κατά την επόμενη χρήση ισούνται με τα κέρδη ανά μετοχή της τρέχουσας χρήσης προσαυξημένα κατά  $g_{EPS}$ , δηλαδή έχουμε:

$EPS_{t+1} = EPS_t (1 + g_{EPS})$	5.24
-----------------------------------	------

όπου

$$EPS_t = EAT_t / N$$

N= ο αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία

### Σχετική Αποτίμηση

Η σχετική αποτίμηση (relative valuation) έχει ως εκκίνηση δύο εκ των προτέρων υποθέσεων: ο δείκτης ο οποίος θα χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση και την ομάδα των συγκρίσιμων τραπεζών οι οποίες θα αναλυθούν. Πολύ συχνά, ο δείκτης υπολογίζεται για κάποια από τις συγκρίσιμες τράπεζες και ύστερα εξάγεται ο μέσος αυτός των δεικτών. Εδώ ανακύπτει ένα θέμα πώς θα υπολογισθεί καλύτερα αυτός ο μέσος. Οι Beatty, Riffe και Thompson (1999) εξέτασαν δείκτες λογιστικής αξίας, κερδών και στοιχείων ενεργητικού και συμπέραναν ότι ο αρμονικός μέσος δίνει τη δυνατότητα για καλύτερες αποτιμήσεις τραπεζών αλλά και επιχειρήσεων γενικότερα από το αριθμητικό μέσο.

Αφού υπολογισθεί ο μέσος, η ανάλυση μετάφωρα στη σύγκριση του δείκτη της συγκεκριμένης τράπεζας με το μέσο (είτε αριθμητικό, είτε αρμονικό). Εάν διαπιστωθεί σημαντική διαφορά από το μέσο, τότε ο αναλυτής μπορεί να προχωρήσει

σε υποκειμενική κρίση για το εάν η διαφορά αυτή εξηγείται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της τράπεζας (κίνδυνο, ανάπτυξη, ταμειακές ροές). Εάν, κατά την κρίση του αναλυτή, η διαφορά αυτή δεν εξηγείται από τα βασικά ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της τράπεζας, τότε η τράπεζα θεωρείται είτε υποτιμημένη (εάν ο δείκτης είναι χαμηλότερος από το μέσο), είτε υπερτιμημένη (εάν ο δείκτης είναι υψηλότερος από το μέσο). Η αδυναμία αυτής της προσέγγισης είναι ότι πολλές φορές οι υποκειμενικές αυτές εκτιμήσεις δεν βασίζονται σε πλήρως εμπειριστικά στοιχεία. Ενόψει, αυτές οι εκτιμήσεις εκφράζουν την προκατάληψη που συχνά διακρίνει τον αναλυτή έναντι της αποτιμώμενης τράπεζας.

Η βασική αρχή στην **σχετική αποτίμηση** (relative valuation) είναι η τυποποίηση της μετοχικής τιμής ( $P$ ) χρησιμοποιώντας μια από τις εξής μεταβλητές: (α) κέρδη, (β) ταμειακές ροές, (γ) λογιστικές αξίες, και (δ) έσοδα (Damodaran 2005: 3).

Σε παρούσα ενότητα θα εξετάσουμε τη διαδικασία σχετικής αποτίμησης με βάση τα κέρδη και τις λογιστικές αξίες. Συγκεκριμένα, θα αποτιμήσουμε τις μετοχές των τραπεζών χρησιμοποιώντας τον εκ των θεμελιωδών της τράπεζας εξαγόμενο δίκαιο δείκτη P/E και P/BVE. Η διαδικασία επιλογής μετοχών βάσει των προαναφερθέντων δεικτών βασίζεται στα θεμελιώδη στοιχεία της τράπεζας και όχι σε ιστορικά στοιχεία.

### 5.3.5.1 Αποτίμηση με Βάση τον Δίκαιο Λόγο P/E

Ο δείκτης **τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή** (P/E) έχει διαφορετικές εκδοχές ανάλογα με τον τρόπο που ορίζονται τα δυο συστατικά στοιχεία του τύπου του, δηλαδή η τιμή της μετοχής και τα κέρδη ανά μετοχή. Από τη μία, η τιμή ανά μετοχή μπορεί να σημαίνει (Damodaran 2005b: 143)

- Την τρέχουσα τιμή της μετοχής
- Τη μέση χρηματιστηριακή τιμή κατά τη διάρκεια του έτους

Από την άλλη, τα κέρδη ανά μετοχή δύναται να υπολογιστούν με μια από τις παρακάτω μεθόδους:

- Τα κέρδη ανά μετοχή της πιο πρόσφατης χρήσης.
- Τα κέρδη ανά μετοχή των 12 προηγούμενων μηνών (trailing PE)
- Τα για το επόμενο έτος προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή
- Τα για κάποιο μελλοντικό έτος προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή

Αντί να υπολογίσουμε τον δείκτη P/E από τα στοιχεία της αγοράς, μπορούμε στηριζόμενοι στα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας να τροποποιήσουμε την εκτίμηση του P/E. Συγκεκριμένα, θα δούμε πως διαμορφώνεται το επίπεδο, στο μεσο-μακροπρόθεσμο διάστημα, στο οποίο θα ισορροπήσει η τιμή του δείκτη P/E.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα προεξόφλησης των μερισμάτων του Gordon, των οποίων ο ρυθμός αύξησης αναμένεται να είναι σταθερός, η πραγματική τιμή,  $P_t^*$ , μιας μετοχής δίνεται από την σχέση (5.2). Κατόπιν, ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων ανά μετοχή μιας εταιρίας (DPS) σχετίζεται, συνήθως, με τον ρυθμό αύξησης των καθαρών κερδών προς διάθεση ανά μετοχή,  $g_{EPS}$ . Από τον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων προκύπτει ότι το μέρισμα ανά μετοχή συνδέεται με τα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή (EPS) σύμφωνα με την ακόλουθη σχέση:

$DPS = (1 - b)EPS$	5.25
--------------------	------

όπου

$b$  = το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών

Εάν το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών είναι σταθερό, τότε μπορούμε να εξισώσουμε τον ρυθμό αύξησης των κερδών ανά μετοχή,  $g_{EPS}$ , με το τον ρυθμό αύξησης των μερισμάτων ανά μετοχή,  $g$  (Elton and Gruber 1995, σελ. 453). Οπότε στην προκειμένη περίπτωση μπορούμε να γράψουμε τα εξής:

$DPS_{t+1} = (1 + g)DPS_t =$ $= (1 + g)[(1 - b)EPS_t]$	5.26
--	------

Επομένως, βάσει της παραπάνω σχέσεως το υπόδειγμα Gordon λαμβάνει την ακόλουθη μορφή:

$P_t^* = \frac{(1 - b)(1 + g)EPS_t}{r_s - g}$	5.27
---	------

Και λύνοντας ως προς τον δίκαιο λόγο τιμή προς κέρδη ανά μετοχή,  $P_t^*/EPS_t$ , λαμβάνουμε:

$\frac{P_t^*}{EPS_t} = \frac{(1 - b)(1 + g)}{r_s - g}$	5.28
--	------

Από την σχέση (5.28) παρατηρούμε ότι ο δίκαιος λόγος  $P_t^*/EPS_t$  αποτελεί μια θετική συνάρτηση του ποσοστού αποπληρωμής και ρυθμού αύξησης των μερισμάτων, και αρνητική συνάρτηση του κινδύνου της εταιρίας, όπως αυτός καταγράφεται από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Έχοντας λοιπόν υπολογίσει τον δίκαιο λόγο  $P_t^*/EPS_t$ , κατόπιν, σύμφωνα με τον Damodaran, (1996, σελ. 307), μπορούμε να βρούμε τη *δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων* πολλαπλασιάζοντας αυτό τον παραπάνω λόγο με τα κέρδη χρήσης προς διάθεση:

$\text{Δίκαιη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{P_t^*}{EPS_t} \times \text{Κέρδη Χρήσης προς Διαθεση}$	5.29
--	------

Τέλος, γνωρίζοντας την δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων και δεδομένων των εν κυκλοφορία μετοχών υπολογίζουμε τη δίκαιη αξία της μετοχής.

$P_t^* = \frac{\text{Δίκαιη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}}{N}$	5.30
--	------

### 5.3.5.2 Αποτίμηση με Βάση τον Δίκαιο Λόγο P/BV

Ως δεύτερο τρόπο ανάλυσης της μετοχικής αξίας στο πλαίσιο της σχετικής αποτίμησης θα αναφερθούμε σε αυτό που χρησιμοποιεί για την τυποποίηση της μετοχικής τιμής ( $P$ ) την λογιστική αξία της μετοχής. Συγκεκριμένα, ο δείκτης **τιμή προς λογιστική αξία της μετοχής**,  $P/BV$ , υπολογίζεται από τον λόγο της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς την λογιστική αξία της μετοχής (bookvalue,  $BV$ ), όπου η **λογιστική αξία της μετοχής** ορίζεται ως ο λόγος του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων προς τον αριθμό των, εν κυκλοφορία, μετοχών.

Όσο μικρότερη η τιμή του δείκτη  $P/BV$ , τόσο φθηνότερη θεωρείται η τιμή της συγκεκριμένη μετοχής. Άρα όταν αγοράζουμε μια μετοχή με χαμηλό  $P/BV$  ουσιαστικά αγοράζουμε μια μετοχή της οποίας τα περιθώρια για περαιτέρω πτώση είναι περιορισμένα.

Η λογιστική αξία της μετοχής αφορά την αξία των περιουσιακών στοιχείων, η αγορά των οποίων έχει χρηματοδοτηθεί με ίδια κεφάλαια. Πολλές φορές λοιπόν το ύψος των ιδίων κεφαλαίων δεν εκφράζει την καθαρή αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας για δύο λόγους (Γεωργόπουλος, 2005, σελ.268).



Πρώτον, η αποτίμηση των παγίων στοιχείων λαμβάνει χώρα ακολουθώντας την αρχή του ιστορικού κόστους, και επομένως οι αγοραίες τιμές τους είναι πιθανόν να διαφέρουν από τις τιμές κτήσης τους. Από την μια δηλαδή η αγορά ενός ακινήτου για την στέγαση της διοικητικής υποστήριξης της εταιρίας μπορεί να αποδειχθεί άκρως κερδοφόρος σε περίπτωση που οι αντικειμενικές αξίες στην περιοχή ανεβούν σημαντικά. Εάν λοιπόν δεν αναγνωρισθεί επαρκώς η παραπάνω ανατίμηση των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας στα ίδια κεφαλαία της, τότε αυτά θα εμφανίζονται υποτιμημένα. Πρέπει να επισημανθεί ότι η αναπροσαρμογή της αξίας των πάγιων στοιχείων των εισηγμένων εταιριών που λαμβάνει χώρα βάσει νόμου κάθε τέσσερα περίπου χρόνια (Γεωργιάδης 2004, σελ. 3) . Από την άλλη, πολλές από τις συμμετοχές μιας εταιρίας σε άλλες εταιρίες μπορεί να παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερη λογιστική αξία σε σύγκριση με το κόστος κτήσης τους, χωρίς ωστόσο αυτή η υποαξία να έχει «καταχωρηθεί» επαρκώς από τα ίδια κεφάλαιά τους (Γεωργιάδης 2004, σελ. 2). Στην προκειμένη περίπτωση τα τελευταία θα εμφανίζονται σε σημαντικό βαθμό υπερεκτιμημένα.

Δεύτερον, αρκετοί εκ των εισπρακτέων λογαριασμών ενδέχεται να μην εισπραχθούν ποτέ λόγω αφερεγγυότητας ή οικονομικής αποτυχίας του πελάτη. Βεβαίως σε αρκετές περιπτώσεις οι επισφάλειες που σχηματίζονται έχουν προσωρινό χαρακτήρα, και συνεπώς δεν συντρέχει σημαντικός λόγος για τον επηρεασμό των βασικών λογιστικών μεγεθών μιας εταιρίας.

### **Ο Υπολογισμός του Αριθμοδείκτη P/BV από τα Θεμελιώδη Στοιχεία της Εταιρίας**

Εάν θέλουμε να υπολογίσουμε τον P/BV σε σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας μπορούμε να ξεκινήσουμε με ακόλουθη σχέση, την οποία ξαναγράφουμε χάριν ευκολίας:

$P_t^* = \frac{(1-b)(1+g)EPS_t}{r_s - g}$	5.31
---	------

Όπου

$EPS_t$  = τα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή

Η **απόδοση των ιδίων κεφαλαίων** (ROE) ορίζεται ως ο λόγος των κερδών προς διάθεση προς το μέσο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων  $S$  (Rossetal 1999, σελ.35):

$ROE = \frac{\text{Κερδη προς Διαθεση}}{(\text{Μεσο}) \text{ Συνολο Ιδιων Κεφαλαιων}}$	5.32
--	------

Διαιρώντας τον αριθμητή και παρονομαστή της σχέσης (5.32) με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία λαμβάνουμε:

$ROE_t = \frac{EPS_t}{S_t / N}$	5.33
---------------------------------	------

και λύνοντας ως προς τα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή έχουμε:

$EPS_t = ROE_t \times BV_t$	5.34
-----------------------------	------

όπου

$BV = S / N =$  η λογιστική αξία της μετοχής

Αντικαθιστώντας την σχέση (5.34) στην σχέση (5.31) λαμβάνουμε την ακόλουθη σχέση για τον υπολογισμό της δίκαιης αξίας της μετοχής:

$P_t^* = \frac{(1-b)(1+g)ROE_t \times BV_t}{r_s - g}$	5.35
---	------

Και εν συνεχεία μπορούμε να λύσουμε ως προς τον δίκαιο δείκτη  $P^*/BV$ :

$\frac{P_t^*}{BV_t} = \frac{(1-b)(1+g)ROE_t}{r_s - g}$	5.36
--	------

Τέλος χρησιμοποιώντας τον εξαγόμενο δίκαιο δείκτη  $P_t^*/BV_t$ , μπορούμε να εκτιμήσουμε την δίκαιη αξία της μετοχής,  $P_t^*$  πολλαπλασιάζοντας τον εν λόγω δείκτη με την λογιστική αξία της μετοχής:

$P_t^* = \frac{P_t^*}{BV_t} \times BV_t$	5.37
--	------

Συνεπώς βάσει της παραπάνω προτεινόμενης μεθοδολογίας εξαγωγής της «δίκαιης» τιμής μιας μετοχής, παρατηρούμε ότι το υπόδειγμα αποτίμησης που βασίζεται στην χρήση του δίκαιου λόγου της χρηματιστηριακής τιμής προς την λογιστική αξία της μετοχής λαμβάνει υπ' όψιν του τις πιο σημαντικές παραμέτρους ή χρηματοοικονομικούς δείκτες μιας εταιρίας, όπως είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, η προσδοκώμενη αύξηση των μερισμάτων ανά μετοχή στο διηνεκές, και η λογιστική αξία της μετοχής.

## 5.4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

### Προεξόφληση Μερισμάτων – Εκτίμηση Θεμελιώδους Ρυθμού Μεγέθυνσης

Στους πίνακες που ακολουθούν αναλύονται τα αποτελέσματα σε σχέση με την εκτίμηση του θεμελιώδους ρυθμού μεγέθυνσης των υπό εξέταση τραπεζών με βάση τη σχέση  $g=b*ROE$ , στις έξι χρήσεις της περιόδου 2006-2011.

Πίνακας 5-3 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 - ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	-12.324.884,00	440.424,00	1.011.081,00	1.584.943,00	1.644.121,00	946.595,00	712.932,00
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-253.017,00	10.905.353,00	9.827.518,00	8.267.054,00	8.541.935,00	8.832.904,00	4.316.408,00
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-12,93	0,46	1,48	2,71	3,10	1,92	
ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Dps)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40	1,00	
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	4,25%	11,18%	18,86%	18,93%	14,40%	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,12903	0,52083	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (b)	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,8710	0,4792	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ (g)	-	4,25%	11,18%	18,86%	16,48%	6,90%	

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 - ALPHA BANK - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	-3.809.949,00	86.039,00	466.090,00	334.238,00	770.698,00	551.428,00	505.870,00
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1.966.248,00	5.783.934,00	4.775.572,00	2.369.349,00	4.291.264,00	3.613.667,00	3.122.684,00
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-7,27	0,02	0,64	1,15	1,90	1,40	
ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Dps)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,90	0,75	
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	1,63%	13,05%	10,04%	19,50%	16,37%	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,47368	0,53571	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (b)	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,5263	0,4643	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ (g)	-	1,63%	13,05%	10,04%	10,26%	7,60%	

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 - ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	-6.618.119,00	-21.191,00	205.629,00	331.267,00	651.459,00	456.449,00	282.728,00
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-1.939.838,00	3.273.732,00	3.614.235,00	3.025.200,00	3.309.579,00	1.832.420,00	1.607.659,00
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-6,11	-0,15	0,56	0,97	2,14	1,66	
ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Dps)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36	0,32	
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	-0,62%	6,19%	10,46%	25,34%	26,54%	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,16822	0,19277	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (b)	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,8318	0,8072	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ (g)	-	-	6,19%	10,46%	21,08%	21,42%	

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 - ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	-1.377.844,00	302.525,00	321.994,00	478.683,00	490.519,00	312.855,00	125.246,00
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2.429.079,00	2.828.349,00	2.485.498,00	2.056.367,00	2.005.190,00	1.545.637,00	1.317.279,00
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-1,57	0,4	0,45	0,09	0,09	0,06	
ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Dps)	0,00	0,03	0,08	0,12	0,25	0,17	
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	11,39%	14,18%	23,57%	27,63%	21,86%	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00000	0,07500	0,17778	1,33333	2,77778	2,83333	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (b)	1,0000	0,9250	0,8222	-0,3333	-1,7778	-1,8333	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ (g)	-	10,53%	11,66%	-	-	-	

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 - ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΡΥΘΜΟΥ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	-5.496.000,00	84.000,00	316.000,00	677.000,00	831.000,00	607.000,00	504.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	875.000,00	6.094.000,00	6.314.000,00	4.623.000,00	5.359.000,00	3.624.000,00	3.399.000,00
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-10,13	-0,15	0,74	1,20	1,59	0,75	1,29
ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Dps)					0,50	0,56	
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	1,35%	5,78%	13,56%	18,50%	17,29%	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,31447	0,74667	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (b)	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,6855	0,2533	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ (g)	-	1,35%	5,78%	13,56%	12,68%	4,38%	

Από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, όπως αυτές δημοσιεύτηκαν, προκύπτουν τα στοιχεία για τα Κέρδη μετά από φόρους, του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων και τα μερίσματα. Για την Εθνική Τράπεζα, προκειμένου να εκτιμήσουμε το ROE χρησιμοποιούμε την ιστορική μέση αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων κατά τις εκάστοτε εξεταζόμενες χρήσεις. Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων για το 2006 υπολογίστηκε ως εξής:  $946.595 / ((8.832.904 + 4.316.408) / 2) = 14,40\%$ .

Ομοίως υπολογίστηκαν τα αποτελέσματα των επόμενων χρήσεων. Για τη χρήση του 2011 δεν υπολογίστηκε η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων λόγω των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων που εμφάνισε στα αποτελέσματά της η Εθνική Τράπεζα. Η Εθνική Τράπεζα από τη χρήση του 2008 και έπειτα δεν διένειμε μέρισμα, συνεπώς δεν υπολογίστηκε το ποσοστό αποπληρωμής μερίσματος. Παρατηρούμε ότι την περίοδο 2006-2008 ο ρυθμός μεγέθυνσης της Εθνικής Τράπεζας παρουσίασε ανοδική πορεία κυρίως λόγω της αύξησης του ποσοστού επανεπένδυσης. Για παράδειγμα, το 2006 ο ρυθμός μεγέθυνσης υπολογίστηκε ως ακολούθως:  $0,4792 * 0,1440 = 6,90\%$ . Από τη χρήση του 2009 και έπειτα ο ρυθμός μεγέθυνσης παρουσιάζει έντονη πτωτική τάση, το οποίο οφείλεται σε μείωση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων φτάνοντας στη χρήση του 2011 να εμφανίζονται ζημίες και αρνητικά ίδια κεφάλαια.

Ομοίως υπολογίζονται τα αποτελέσματα και για τις υπόλοιπες υπό εξέταση τράπεζες.

## Εκτίμηση Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για το κόστος ιδίων κεφαλαίων των πέντε τραπεζικών ιδρυμάτων βάσει του υποδείγματος Gordon και της σχέσης  $r=(dps/p)+g$ .

Πίνακας 5-4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 6 - ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	ΜΟ
ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	1,62	6,05	10,36	45,17	34,90	33,56	
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (Dps/p)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,15%	2,98%	0,69%
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Gordon)		4,25%	11,18%	18,86%	17,63%	9,88%	12,36%

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 - ALPHA BANK - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	ΜΟ
ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	3,87	8,10	6,70	24,90	22,90	24,82	
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (Dps/p)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,93%	3,02%	1,16%
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Gordon)		1,63%	13,05%	10,04%	14,19%	10,62%	9,91%

ΠΙΝΑΚΑΣ 8 - ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	ΜΟ
ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	3,57	8,09	6,14	25,19	23,04	17,08	
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (Dps/p)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,56%	1,87%	0,57%
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Gordon)			6,19%	10,46%	22,64%	23,30%	15,65%

ΠΙΝΑΚΑΣ 9 - ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	ΜΟ
ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	-	3,39	1,88	8,86	7,40	3,29	
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (Dps/p)		0,88%	4,26%	1,35%	3,38%	5,17%	2,51%
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Gordon)	-	11,42%	15,91%	-	-	-	13,67%

ΠΙΝΑΚΑΣ 10 - ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	ΜΟ
ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	3,72	7,88	5,47	23,13	28,85	25,60	
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (Dps/p)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,73%	2,19%	0,65%
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Gordon)		1,35%	5,78%	13,56%	14,42%	6,57%	8,34%

Στον πίνακα 6 παρατηρούμε ότι για την χρήση του 2006 η μερισματική απόδοση της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας ήταν 2,98%. Συγκεκριμένα, το μέρισμα ανά μετοχή της τράπεζας ήταν 1,00 €, ενώ η τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους ήταν 33,56 €. Επομένως, ο κάθε μέτοχος της τράπεζας που είχε μετοχές στις αρχές του 2006 στο τέλος της χρήσης είχε μερισματική απόδοση της τάξεως του 2,98% (=1,00 €/ 33,56 €). Επιπροσθέτως, ο μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων της συγκεκριμένης χρήσης ήταν 6,90% το κόστος ιδίων κεφαλαίων εκτιμάται στα 9,88% (=6,90% +2,98%). Παρόμοιες εκτιμήσεις διενεργούμε και για τις υπόλοιπες τράπεζες όπως και για τις υπόλοιπες χρήσεις.

## Αποτελέσματα Αποτίμησης

Στους ακόλουθους πίνακες καταγράφονται τα αποτελέσματα αποτίμησης της δίκαιης αξίας της μετοχής για όλα τα εξεταζόμενα τραπεζικά ιδρύματα. Στον πίνακα 11 παρουσιάζεται για την Εθνική Τράπεζα τα αποτελέσματα αποτίμησης της δίκαιης αξίας της μετοχής της, βάσει του υποδείγματος προεξόφλησης μερίσματος του Gordon και του τύπου  $p=dps*(1+g)/(k-g)$ . Αναφορικά με τα στοιχεία του εν λόγω πίνακα έχουμε να κάνουμε αρκετές παρατηρήσεις. Αρχικά, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι το υπόδειγμα Gordon δεν ήταν δυνατόν να εφαρμοστεί στην αποτίμηση της δίκαιης αξίας της μετοχής για τις χρήσεις 2008-2001, καθώς στις προαναφερθείσες χρήσεις η Εθνική Τράπεζα δεν κατέβαλλε μέρισμα. Η δίκαιη τιμή μετοχής για το 2006 υπολογίστηκε ως εξής:  $P=1*(1+6,90\%)/(9,88\%-6,90\%)=35,88$ .

Ομοίως, έγιναν και οι υπόλοιποι υπολογισμοί για τα υπόλοιπα εξεταζόμενα τραπεζικά ιδρύματα. Το υπόδειγμα Gordon θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε ότι προβλέπει με αρκετά μεγάλη ακρίβεια τις μελλοντικές μεταβολές της τιμής της μετοχής.

Πίνακας 5-5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 11 - ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Μέση εκτίμηση
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	40,65	35,88	38,26
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	46,98	35,12	41,05

ΠΙΝΑΚΑΣ 12 - ΑΛΦΑ BANK - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Μέση εκτίμηση
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	25,25	26,71	25,98
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	24,90	22,90	23,90

ΠΙΝΑΚΑΣ 13 - ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Μέση εκτίμηση
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	27,90	20,74	24,32
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	25,19	23,04	24,12

ΠΙΝΑΚΑΣ 14 - ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Μέση εκτίμηση
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	3,747045571	2,099174797	-	-	-	2,92
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	2,39	3,47	-	-	-	2,93

ΠΙΝΑΚΑΣ 15 - ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Μέση εκτίμηση
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	32,51	26,72	29,62
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	23,13	28,81	25,97

## Αποτίμηση Βάσει Θεμελιώδους Δείκτη P/E

Στον ακόλουθο πίνακα αναλύονται τα αποτελέσματα της εκτίμησης της δίκαιης τιμής αναφορικά με την αποτίμηση των εξεταζόμενων τραπεζικών ιδρυμάτων, βάσει του θεμελιώδους δείκτη P/E.

Πίνακας 5-6 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΔΕΙΚΤΗ P/E

ΠΙΝΑΚΑΣ 16 - ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ - ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΔΕΙΚΤΗ P/E							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	12,90%	52,08%	
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	4,25%	11,18%	18,86%	17,63%	9,88%	
ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	-	4,25%	11,18%	18,86%	16,48%	6,90%	
<b>P/E ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΟ ΣΤΑ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ</b>	-	-	-	-	13,07	18,68	
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-12,93	0,46	1,48	2,71	3,10	1,92	
ΠΡΟΣΔ.ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	-	-	-	-	3,61	2,05	
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	47,18	38,34	

ΠΙΝΑΚΑΣ 17 - ΑΛΦΑ BANK - ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΔΕΙΚΤΗ P/E							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	47,37%	53,57%	
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	1,63%	13,05%	10,04%	14,19%	10,62%	
ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	-	1,63%	13,05%	10,04%	10,26%	7,60%	
<b>P/E ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΟ ΣΤΑ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ</b>	-	-	-	-	13,29	19,08	
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-7,27	0,02	0,64	1,15	1,90	1,40	
ΠΡΟΣΔ.ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	-	0,02	0,72	1,27	2,09	1,51	
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	27,84	28,74	

ΠΙΝΑΚΑΣ 18 - ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ - ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΔΕΙΚΤΗ P/E							
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	16,82%	19,28%	
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	0,00%	6,19%	10,46%	22,64%	23,30%	
ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	-	-	6,19%	10,46%	21,08%	21,42%	
<b>P/E ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΟ ΣΤΑ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ</b>	-	-	-	-	13,04	12,49	
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-	-0,15	0,56	0,97	2,14	1,66	
ΠΡΟΣΔ.ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	-	-	-	-	2,59	2,02	
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	33,78	25,18	



ΠΙΝΑΚΑΣ 19 - ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ - ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΔΕΙΚΤΗ P/E						
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00%	7,50%	17,78%	133,33%	277,78%	283,33%
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-	11,42%	15,91%	-6,50%	-45,74%	-34,90%
ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	-	10,53%	11,66%	-7,86%	-49,12%	-40,07%
<b>P/E ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΟ ΣΤΑ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ</b>	-	936,76%	466,48%	-	-	-
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-1,57	0,40	0,45	0,09	0,09	0,06
ΠΡΟΣΔ.ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	-	0,44	0,50	-	-	-
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	4,14	2,34	-	-	-

ΠΙΝΑΚΑΣ 20 - ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK - ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΔΕΙΚΤΗ P/E						
Αποτελέσματα	2011	2010	2009	2008	2007	2006
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	31,45%	74,67%
ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	0,00%	1,35%	5,78%	13,56%	14,42%	6,57%
ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	-	1,35%	5,78%	13,56%	12,68%	4,38%
<b>P/E ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΟ ΣΤΑ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ</b>	-	-	-	-	20,45	35,63
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (Eps)	-10,13	-0,15	0,74	1,20	1,59	0,75
ΠΡΟΣΔ.ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	-	-0,15	0,78	1,36	1,79	0,78
ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ)	-	-	-	-	36,63	27,89

Στον πίνακα 16 αναλύεται το αποτέλεσμα της εκτίμησης της δίκαιης τιμής, βάσει του θεμελιώδους δείκτη P/E της Εθνικής Τράπεζας. Αναλυτικότερα, η διαδικασία εξαγωγής του δίκαιου δείκτη P/E της Εθνικής Τράπεζας έχει ως εξής: κατά την χρήση του 2006 παρατηρούμε ότι το ποσοστό αποπληρωμής του μερίσματος για την εν λόγω τράπεζα διαμορφώθηκε στο 52,08%, ο μακροχρόνιο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων στο 6,90%, και το κόστος ιδίων κεφαλαίων στο 9,88%. Σε αυτή την περίπτωση, ο δίκαιος λόγος P /EPS υπολογίζεται βάσει της σχέσης:

$$P/EPS = (1-b)(1+g)/(r-g) = ((1-0,4792)*(1+0,069))/(0,0988-0,069) = 18,68 \text{ φορές.}$$

Τέλος, πολλαπλασιάζοντας τον δίκαιο λόγο P/E με τα προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή της χρήσης, ήτοι € 2,05 (= € 1,92\* 1,0690) βρίσκουμε ότι η δίκαιη τιμή της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας στο τέλος του 2006 ήταν € 38,35 (=18,68\*2,05).

## 6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σε αυτό το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα έρχεται αντιμέτωπο με μια σειρά από προκλήσεις. Σε αντίθεση με τον τραπεζικό κλάδο άλλων χωρών, οι ελληνικές τράπεζες δεν υπήρξαν γενεσιουργός αιτία της οικονομικής κρίσης, αλλά υφίστανται τις συνέπειες των δημοσιονομικών προβλημάτων της χώρας, τις οποίες μπόρεσαν να αντιμετωπίσουν, με επιτυχία, χάρη στην ικανοποιητική κεφαλαιακή τους βάση, τη χαμηλή σχετικά μόχλευση, τη συντηρητική πολιτική διαχείρισης ρευστότητας και την ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού.

Στην παρούσα διατριβή ασχοληθήκαμε με την χρηματοοικονομική ανάλυση των τραπεζών: Εθνική Τράπεζα, EFG Eurobank, AlphaBank, Τράπεζα Κύπρου και Τράπεζα Πειραιώς. Παρακάτω θα παρουσιάσουμε συγκεντρωτικά τα συμπεράσματα για τους δύο κυριότερους αριθμοδείκτες (ROA&ROE) που αναλύσαμε ανά Τράπεζα.

### **Εθνική Τράπεζα**

ROA: Ο δείκτης της Εθνικής Τράπεζας παρουσιάζει μια πτωτική πορεία για την περίοδο 2006-2010 και για αυτό τον λόγο παρουσιάζεται λιγότερη αποδοτική για την διαχείριση των πόρων της για την μετατροπή του ενεργητικού σε καθαρά κέρδη.

ROE: Η Εθνική παρουσιάζει τον χαμηλότερο δείκτη. Η πτώση οφείλεται μεν στη μεγάλη αύξηση από την τράπεζα των Ιδίων Κεφαλαίων της, προκειμένου να ενισχύσει την κεφαλαιακή της επάρκεια εν καιρώ κρίσης, αλλά και στην πτώση των καθαρών κερδών της. Η ένδειξη ενός χαμηλού ROE δεν είναι ένδειξη ευημερούς ανάπτυξης.

### **EFG Eurobank**

ROA: Ο δείκτης της Εθνικής Τράπεζας παρουσιάζει μια πτωτική πορεία για την περίοδο 2006-2010 και για αυτό τον λόγο παρουσιάζεται και αυτή λιγότερη αποδοτική για την διαχείριση των πόρων της για την μετατροπή του ενεργητικού σε καθαρά κέρδη.

ROE: Η Εθνική Τράπεζα εμφανίζει τον χαμηλότερο μέσο όρο του δείκτη σε σύγκριση με τις υπόλοιπες τράπεζες στην πενταετία.

### **AlphaBank**

ROA: : Ο δείκτης της Εθνικής Τράπεζας παρουσιάζει μια πτωτική πορεία για την περίοδο 2006-2010 και για αυτό τον λόγο παρουσιάζεται και αυτή λιγότερη αποδοτική για την διαχείριση των πόρων της για την μετατροπή του ενεργητικού σε καθαρά κέρδη.

ROE: Η Τράπεζα AlphaBank εμφανίζει το μεγαλύτερο μέσο όρο του δείκτη σε σύγκριση με τις υπόλοιπες τράπεζες στην πενταετία.

### **Τράπεζα Κύπρου**

ROA: Φέρει τα καλύτερα αποτελέσματα του δείκτη, αφού η τιμή του δείκτη αυξάνεται διαχρονικά. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει ότι στηρίζεται σε σωστότερη και πιο οργανωμένη, από πλευράς διαχείρισης, πολιτική

ROE: Ο δείκτης της Τράπεζας Κύπρου παρουσιάζει μια πτωτική πορεία για την περίοδο 2006-2010. Η πτώση οφείλεται μεν στη μεγάλη αύξηση από την τράπεζα των Ιδίων Κεφαλαίων της, προκειμένου να ενισχύσει την κεφαλαιακή της επάρκεια εν καιρώ κρίσης, αλλά και στην πτώση των καθαρών κερδών της. Η ένδειξη ενός χαμηλού ROE δεν είναι ένδειξη ευημερούς ανάπτυξης.

### **Τράπεζα Πειραιώς**

ROA: Ο δείκτης της Τράπεζας Πειραιώς κατά την περίοδο 2006-2010 παρουσιάζεται διαχρονικά πτωτικός και για αυτό τον λόγο παρουσιάζεται λιγότερη αποδοτική για την διαχείριση των πόρων της

ROE: Ο δείκτης της Τράπεζας Πειραιώς παρουσιάζει μια πτωτική πορεία για την περίοδο 2006-2010. Η πτώση οφείλεται μεν στη μεγάλη αύξηση από την τράπεζα των Ιδίων Κεφαλαίων της, προκειμένου να ενισχύσει την κεφαλαιακή της επάρκεια εν καιρώ κρίσης, αλλά και στην πτώση των καθαρών κερδών της. Η ένδειξη ενός χαμηλού ROE δεν είναι ένδειξη ευημερούς ανάπτυξης.

Στο τέλος ασχοληθήκαμε με δύο μεθόδους αποτίμησης μετοχών. Συγκεκριμένα εξετάσαμε την μέθοδο αποτίμησης βάσει της προεξόφλησης μερισμάτων και την εκτίμηση του θεμελιώδους ρυθμού μεγέθυνσης. Χρησιμοποιώντας αυτή τη κατηγορία μεθόδου αποτίμησης μας δίνεται η δυνατότητα της πρόβλεψης της τιμής πώλησης (τελική τιμή) της μετοχής σε κάποια μελλοντική ημερομηνία. Το συγκεκριμένο υπόδειγμα προβλέπει με αρκετά μεγάλη ακρίβεια τις μελλοντικές μεταβολές της τιμής της μετοχής.

Ωστόσο, σύμφωνα με το υπόδειγμα Gordon της προεξόφλησης των ταμειακών ροών προς τους μετόχους της εταιρείας πρέπει να επισημάνουμε ότι εάν μια εταιρεία δεν καταβάλει μέρισμα, τότε δεν μπορούμε να το εφαρμόσουμε.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης βάσει του θεμελιώδους δείκτη, υπολογίστηκε για την Εθνική Τράπεζα η δίκαιη τιμή για τα έτη 2006 και 2007 ότι είναι 38,34 και 47,18 αντίστοιχα. Για την AlphaBank υπολογίστηκε η δίκαιη τιμή για τα έτη 2006 και 2007 ότι είναι 28,74 και 27,84 αντίστοιχα, για την Τράπεζα Πειραιώς υπολογίστηκε η δίκαιη τιμή για τα έτη 2006 και 2007 ότι

είναι 25,18 και 33,78 αντίστοιχα, για την Τράπεζα Κύπρου υπολογίστηκε δίκαιη τιμή για τα έτη 2009 και 2010 ότι είναι 2,34 και 4,14 αντίστοιχα και τέλος για την Τράπεζα Eurobank υπολογίστηκε η δίκαιη τιμή για τα έτη 2006 και 2007 ότι είναι 27,89 και 36,63 αντίστοιχα.

Τέλος, θα πρέπει να υπογραμμίσουμε ότι η επιτυχής χρήση των υποδειγμάτων αποτίμησης στηρίζεται στην παραδοχή ότι η κεφαλαιαγορά λειτουργεί αναποτελεσματικά και ως εκ τούτου καθίσταται δυνατή η εξεύρεση της δίκαιης τιμής μιας μετοχής. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν δεχτούμε η αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά τότε η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής αποτελεί και την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της δίκαιης αξίας της.

## 6.1 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ

Είναι φανερό ότι η παρατεινόμενη ύφεση, όσο δεν διαφαίνεται καθαρά η προοπτική εξόδου, δημιουργεί ένα δυσοίωνα κλίμα και εντείνει τις κοινωνικές αντιδράσεις. Σήμερα όμως βρισκόμαστε σ' ένα σημείο καμπής. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι το 2013 θα είναι μια δύσκολη χρονιά, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης ύφεσης και της υψηλής ανεργίας. Ωστόσο, μπορούμε να προσδοκούμε ότι η ύφεση θα περιορίζεται σταδιακά και ότι στη διάρκεια του 2014 θα αρχίσουν να καταγράφονται θετικοί ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ. Ευνοϊκές επιδράσεις αναμένεται να έχουν:

- Η τόνωση της ρευστότητας και της εμπιστοσύνης που αναμένονται ως αποτέλεσμα της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και της επιστροφής καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα.
- Η περαιτέρω βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους, η οποία το 2013 θα έχει υπερκαλύψει το σύνολο των απωλειών της περιόδου 2001-2009, και η συνακόλουθη άνοδος των εξαγωγών.
- Η επιτάχυνση των αποκρατικοποιήσεων, οι οποίες θα οδηγήσουν τελικά σε επενδύσεις πολλαπλάσιες από τις αρχικές.
- Η πρόοδος στην απελευθέρωση των αγορών.
- Η επανεκκίνηση σημαντικών έργων υποδομών, όπως οι αυτοκινητόδρομοι.
- Η υλοποίηση ιδιωτικών επενδυτικών σχεδίων με στήριξη από πόρους του ΕΣΠΑ και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.
- Η προγραμματισμένη αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου.

Για να διασφαλιστεί όμως ότι όντως θα λειτουργήσουν θετικά οι παράγοντες αυτοί, πρέπει να διαφυλαχθεί η πρόσφατη βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης. Η προβολή ακραίων ή άκαιρων διεκδικήσεων από κοινωνικές ομάδες δεν συμβάλλει προς την κατεύθυνση αυτή. Η κοινωνία στο σύνολό της θα έχει μόνιμο κέρδος από την ανόρθωση της οικονομίας. Είναι επίσης αυτονόητο ότι οι, έστω μεμονωμένες, έκνομες ενέργειες που στρέφονται κατά της δραστηριότητας επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα βλαπτικές για το επενδυτικό κλίμα και υπονομεύουν τις προοπτικές ανάκαμψης της απασχόλησης.

Η αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος και η κεφαλαιακή του ενίσχυση αποτελούν καίριες σημασίας τομές, που συμβάλλουν στην ενδυνάμωση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της οικονομίας. Ήδη η σταδιακή επιστροφή των ιδιωτικών καταθέσεων αποτελεί ένα πρώτο σημάδι θετικής αποτίμησης των σχετικών εξελίξεων. Η συνέχιση της επιστροφής των καταθέσεων και η επιτυχής ολοκλήρωση της διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης θα βοηθήσουν τις εγχώριες τράπεζες να επανακάμψουν βαθμιαία στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Ήδη υπάρχουν οι πρώτες θετικές ενδείξεις ότι οι διεθνείς αγορές χρήματος ανοίγουν στις ελληνικές τράπεζες. Γενικότερα, η αποκατάσταση της κεφαλαιακής επάρκειας και η ενδυνάμωση της ρευστότητας των τραπεζών δημιουργούν τις προϋποθέσεις για ενίσχυση της χρηματοδότησης της παραγωγής, των επενδύσεων και των εξαγωγών. Το τραπεζικό σύστημα, αφού πέρασε μέσα από Συμπληγάδες, αναδεικνύεται ανθεκτικότερο, ισχυρότερο και ικανό να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξη της οικονομίας.

## **6.2 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ**

Η οικονομική κρίση δεν έφερε μόνο οξύτατα προβλήματα, αλλά και σημαντικές ευκαιρίες. Οι δύο σημαντικότερες, που συνιστούν και προκλήσεις, είναι:

Πρώτον, η αλλαγή της παραγωγικής διάρθρωσης της οικονομίας και ο αναπροσανατολισμός της προς τομείς υψηλής προστιθέμενης αξίας και παραγωγικότητας, που θα μπορούν να προσφέρουν διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, ανταγωνιστικά τόσο στην εγχώρια όσο και στην εξωτερική αγορά.

Δεύτερον, ο εκσυγχρονισμός της δημόσιας διοίκησης και η εκλογίκευση των ορίων και της διαχείρισης του δημόσιου τομέα, ο οποίος πρέπει να λειτουργεί φιλικά προς τους πολίτες και τις επιχειρήσεις.

Η αποτελεσματική ανταπόκριση σ' αυτές τις κρίσιμες προκλήσεις απαιτεί την οικοδόμηση και ενδυνάμωση της κοινωνικής συναίνεσης όσον αφορά την εφαρμογή των κατάλληλων πολιτικών, προκειμένου να επισπευστεί η ανάκαμψη και να δημιουργηθούν οι προϋποθέσεις για διατηρήσιμη ανάπτυξη.

Συγκρίνοντας τη σημερινή κατάσταση με τις συνθήκες που επικρατούσαν πριν από λίγους μόνο μήνες, είναι φανερό ότι πολλά έχουν αλλάξει προς το καλύτερο. Το σημαντικότερο είναι ότι έχει απομακρυνθεί το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας και της εξόδου από το ευρώ. Αποδυναμώνεται έτσι ο κύριος παράγων που δημιουργούσε τεράστια αβεβαιότητα στις αγορές και λειτουργούσε παραλυτικά για την ελληνική οικονομία. Τώρα μπορούμε να προβλέψουμε, με σχετική βεβαιότητα, ότι τα βήματα προόδου οδηγούν τη χώρα προς την έξοδο από την κρίση και προς την ανάπτυξη. Όσο παγιώνεται αυτή η εκτίμηση, τόσο θα βελτιώνεται το κλίμα στην Ελλάδα και θα διαμορφώνει συνθήκες ενάρετου κύκλου. Για να συμβεί όμως αυτό, πρέπει να συνεχιστεί η εφαρμογή του προγράμματος προσαρμογής χωρίς αποκλίσεις και καθυστερήσεις. Η προσήλωση στους στόχους και, όπου είναι δυνατόν, η υπέρβασή τους θα εξαλείψουν όσες αβεβαιότητες παραμένουν και θα ενδυναμώσουν τις θετικές προοπτικές, με πολύ ευνοϊκά αποτελέσματα στην κοινωνική συνοχή και την οικονομική ανάπτυξη της χώρας.

Διανύσαμε το μεγαλύτερο μέρος μιας μακράς, δύσβατης και επίπονης διαδρομής με υψηλό τίμημα για τους πολίτες και τις επιχειρήσεις. Το τμήμα που απομένει, παρότι μικρότερο, θα είναι εξίσου δύσκολο, καθώς η προσπάθεια θα πρέπει να καταβληθεί επιπλέον των θυσιών που ήδη έγιναν. Ωστόσο, έχουν τεθεί οι βάσεις προκειμένου να αντιμετωπιστούν τα σοβαρά χρόνια προβλήματα. Τώρα που το τέρμα της διαδρομής γίνεται επιτέλους ορατό, οφείλουμε να εντείνουμε την προσπάθεια, να ταχύνουμε το βηματισμό για να καλύψουμε και το τελευταίο μέρος της απόστασης και να εξασφαλίσουμε ότι οι θυσίες των πολιτών δεν θα πάνε χαμένες και ότι, αντίθετα, μας περιμένει αυτή τη φορά ένα νέο καλύτερο μέλλον.

## 7 Βιβλιογραφία

### Ελληνόγλωσσες

1. KantorCapital (2006). Επισκόπηση Τραπεζικού Τομέα 2005.
2. Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). *Χρηματιστήριο Αξιών. Οργάνωση-Λειτουργία, Χρηματοσηριακές Επενδύσεις*. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική
3. Γεωργιάδης, Ν. (2005). “Η Πορεία των Οικονομικών Μεγεθών των Μεγάλων Εμπορικών Τραπεζών το Β’ Εξάμηνο του 2005.” *Investment Research & Analysis Journal*, Σεπτέμβριος.
4. Γεωργόπουλος, Χ. (2005). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Ελληνική Ακαδημία Διοίκησης Επιχειρήσεων
5. Γκλεζάκος, Μ. (2006). *Εισαγωγή στην Ανάλυση της Οικονομικής Κατάστασης των Επιχειρήσεων*. Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης.
6. Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2008). *Η Συμβολή του Τραπεζικού Συστήματος στην Ελληνική Οικονομία*. Ιούλιος.
7. Κάντζος Κ. (2002). *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*. Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”.
8. Κιόχος, Π. (1993). *Στατιστική*. Αθήνα: Εκδόσεις Interbooks
9. Σταϊκούρας, Χ. (2005). *Τραπεζική Χρηματοοικονομική*. Αθήνα: Οικονομικό Πανεπιστήμιο.
10. Π.Ε. Πετράκης «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Τραπεζική Οικονομική», Τόμος Γ’, Εκδόσεις Π.Ε. Πετράκης, 2002, σελ 308.
11. Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, «Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι», Εκδόσεις Σταμούλης, Έκδοση 2005, σελ. 57-59
12. Α.Σφαρνάς «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Γαλαίος
13. Μ.Γκλεζάκος «Αξιολόγηση Επιχειρήσεων » Αθήνα 2008 Kantor Capital, Άρθρο για την επισκόπηση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος
14. Εισαγωγή στην τραπεζική χρηματοοικονομική διοικητική. Μελάς Κώστας
15. Ελληνική Στατιστική Αρχή, διάφορα δελτία τύπου 2008, 2009, 2010, 2011
16. Εκθέσεις εταιρικής κοινωνικής ευθύνης τραπεζών 2006, 2007, 2008, 2009, 2010
17. Ετήσιες ατομικές και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις τραπεζών και

συνοδευτικές σημειώσεις επί αυτών 2007, 2008, 2009, 2010

18. Ετήσιοι απολογισμοί τραπεζών
19. Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2010 - 2011, Φεβρουάριος 2011
20. Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2009 - 2010, Μάρτιος 2010
21. Τράπεζα της Ελλάδος, Ετήσια Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2010, Απρίλιος 2011
22. Τράπεζα της Ελλάδος, Ετήσια Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009, Απρίλιος 2010
23. Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας - ΣΔΟΣ (διάφορα τεύχη)
24. Τράπεζα της Ελλάδος, Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών (διάφορα δελτία τύπου)
25. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Ιούνιος 2009, Δεκέμβριος 2009 και Ιούλιος 2010
26. Τράπεζα της Ελλάδος, Τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων και δανείων (διάφορα μηνιαία δελτία τύπου)
27. Τράπεζα της Ελλάδος, Εξελίξεις στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (διάφορα μηνιαία δελτία τύπου)
28. Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2009, Ιούνιος 2010
29. Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Ησυμβολή του τραπεζικού συστήματος στην ελληνική οικονομία, Ιούλιος 2008
30. Χρηματιστήριο Αθηνών, Μηνιαία Στατιστικά Δελτία, Χρηματιστηριακές Εξελίξεις (Διάφορα μηνιαία τεύχη 2009 και 2010)
31. Νικήτας, Ν. (2004). Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη
32. Πετρόπουλος, Φατούρος, Πασχαλίδης, Λαμπαδάς Θ. & Πουλάκη Χ., «Οι συνεταιριστικές τράπεζες στην Ελλάδα», Εθνικό Συνέδριο & Ιοίκησης και Οικονομίας, 18 Σεπτεμβρίου 2009
33. Διατριβή Πανεπιστημίου: Bank financial ratios and credit ratings : an ordered logit analysis--- Αναγνωστοπούλου, Ειρήνη

#### **Ξενόγλωσσες**

34. Chance, D. (1998). *An Introduction to Derivatives*. 4<sup>th</sup> ed. The Dryden Press.
35. Damodaran, A. (2005). *Relative Valuation: Basics* [online]. Διαθέσιμο από:



www.damodaran.com

36. Damodaran, A. (2005b). *Valuation* [online]. Διαθέσιμο από: www.damodaran.com
37. Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation*. university edition. John Wiley & Sons, Inc.
38. Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation*, 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York.
39. Elton, E. and Gruber, M. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons.
40. Dougherty, C. (1992). *Introduction Econometrics*. New York: Oxford University Press
41. Kolb, R. (1996). *Investments*. Blacwell Publishers.
42. Levy, H. and Sarnat, M. (1990). *Capital Investment and Financial Decisions*. 4<sup>th</sup> ed. Prentice Hall.
43. Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. 5<sup>th</sup> ed.. Irwin/McGraw-Hill
44. The Economist (2006). Who Wants to be a Trillionaire? *The Economist*, October 26<sup>th</sup>, p.69.
45. Zitarelli, D. and Coughlin, R. (1989). *Finite Mathematics with Applications*. Saunders College Publishing
46. *Managing Bank Capital: Capital Allocation and Performance Measurement*, Chris Matten: John Willy and Sons
47. *The Bank Valuation Handbook; A Market based Approach to valuing Banks and Band Branches*, H. Johnson: Irwin
48. European Central Bank, *Structural Indicators for the EU Banking Sector*, January 2010
49. European Commission, *State aid Scoreboard, Report on recent developments on crisis aid to the financial sector*, May 2010
50. Zopounidis C., Despotis D.K., & Stavropoulou E. (1995), “Multiattribute Evaluation of Greek Banking Performance”, *Applied Stochastic Models and Data Analysis*, Vol.11, 97-107

## Ιστοσελίδες

<http://www.nbg.gr/>

<http://www.piraeusbank.gr>

<http://www.kuprou.gr>

<http://www.eurobank.gr>

<http://www.alpha.gr>

<http://www.iraj.gr>

<http://www.bloomberg.com>

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

<http://www.statistics.gr/>

<http://www.hba.gr>

<http://www.iobe.gr>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ