



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ**  
**ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**  
**EXECUTIVE MBA (E-MBA)**

**ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

**Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα.  
Χρηματοοικονομική ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών.**



**Οικονόμου Μαρία**  
**ΑΜ: emba-1130**

**Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Τσαγκαράκης Νικόλαος**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2014**

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : E-MBA» με τίτλο

**«Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα. Χρηματοοικονομική ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών.»**

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο: **Οικονόμου Μαρία**

Ημερομηνία: 03/07/2014

## **Συνοπτική Παρουσίαση**

### **Σκοπός:**

Ο σκοπός της εργασίας είναι η κατανόηση των εννοιών εξαγορά και συγχώνευση και η εξέταση της επίδρασης τους στην ανάπτυξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

### **Μεθοδολογία:**

Για την ανάλυση επιλέχθηκαν οι πέντε μεγαλύτεροι τραπεζικοί όμιλοι στην Ελλάδα. Χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις για τα έτη 1998-2012 και βάσει αυτών αξιολογήθηκε η πορεία των βασικών οικονομικών μεγεθών και χρηματοοικονομικών δεικτών σε σύγκριση με το σύνολο του τραπεζικού τομέα.

### **Αποτελέσματα και συμπεράσματα:**

Την τελευταία 20ετία, η ανάγκη για την βελτίωση και ενίσχυση της θέσης καθώς και ο έντονος ανταγωνισμός από τα τραπεζικά σχήματα του εξωτερικού, ώθησαν τις ελληνικές τράπεζες στη διεύρυνση του δικτύου τους στην Ελλάδα και στο εξωτερικό και στην απόκτηση ειδικών υπηρεσιών μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων άλλων τραπεζικών ιδρυμάτων.

Από την ανάλυση των οικονομικών μεγεθών και των χρηματοοικονομικών δεικτών συμπεραίνεται ότι την περίοδο 1998-2008 οι υπό εξέταση τραπεζικοί όμιλοι βελτίωσαν σημαντικά τη θέση τους μέσω Ε&Σ, παρουσιάζοντας αξιόλογους ρυθμούς ανάπτυξης, ικανοποιητική κερδοφορία και ισχυρή περιφερειακή παρουσία στη Νοτιανατολική Ευρώπη. Την ραγδαία ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος ήρθε να ανακόψει η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση στα τέλη του 2007 και η εγχώρια δημοσιονομική κρίση στη συνέχεια. Το ισχυρό τραπεζικό σύστημα έδειξε ανθεκτικότητα και ξεπέρασε ανώδυνα την παγκόσμια κρίση. Όμως, οι επιπτώσεις της εγχώριας κρίσης απείλησε το μέλλον των ελληνικών τραπεζών. Το σύνολο των οικονομικών μεγεθών και δεικτών επιδεινώθηκε. Η εκροή των καταθέσεων, τα περιορισμένα έσοδα, τα προσφερόμενα υψηλά επιτόκια και η σημαντική αύξηση των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια οδήγησε σε περιορισμό των κερδών αλλά και σε εμφάνιση ζημιών.

Για την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζών αποφασίστηκε η αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου με την πραγματοποίηση Ε&Σ, με στόχο τη βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας και της ρευστότητας, τη μείωση του λειτουργικού κόστους και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της θέσης που θα οδηγήσει σε ανοδικούς ρυθμούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

## Περιεχόμενα

<b>ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ</b> .....	1
<b>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ</b> .....	2
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή</b> .....	6
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Γενικά περί Εξαγορών &amp; Συγχωνεύσεων</b>	
1. Θεωρία για συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	8
1.1. Συγχωνεύσεις.....	8
1.1.1 Οριζόντια Ολοκλήρωση.....	8
1.1.2 Κάθετη Ολοκλήρωση.....	9
1.1.3 Conglomerates.....	10
1.2. Εξαγορές.....	10
1.2.1 Συγχώνευση ή Ενοποίηση.....	11
1.2.2 Απόκτηση Μετοχών.....	11
1.2.3 Εξαγορά Περιουσιακών Στοιχείων.....	11
1.2.4 Εχθρική Εξαγορά.....	12
1.2.5 Φιλική Εξαγορά.....	12
1.3. Συνέργειες.....	13
1.3.1 Θεμέλια Συνεργειών.....	13
1.4. Premium.....	14
1.4.1 Εκτίμηση Κινδύνου.....	15
1.4.2 Χρηματοδότηση συναλλαγής.....	16
2. Λόγοι που ωθούν στις Ε&Σ.....	16
2.1. Λόγοι που ωθούν στις τραπεζικές Ε&Σ.....	18
2.1.1 Τραπεζικές Ε&Σ και χρηματιστηριακή αντίδραση στην τιμή.....	19
3. Κύματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	20
3.1. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στον Ευρωπαϊκό τραπεζικό τομές.....	22
3.2. Μια επισκόπηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.....	23
3.3. Ιστορική αναδρομή συγχωνεύσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.....	25
3.3.1 Ανάλυση περιπτώσεων Ε&Σ στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.....	27
4. Θεσμικό πλαίσιο.....	30
4.1. Ελληνικό θεσμικό πλαίσιο.....	30
4.1.1 Η Επιτροπή Ανταγωνισμού και οι Εποπτικές Αρχές.....	33
4.1.2 Νομοθετικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.....	34
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Επισκόπηση Βιβλιογραφίας</b>	
1. Ανάλυση Βιβλιογραφίας.....	35
1.1. Η εξαγορά ως δημιουργία αξίας.....	35

1.2.	Η δυσκολία αναφοράς για την επίδοση μετά την εξαγορά .....	36
1.3.	Συχνότητα των αρνητικών μη κανονικών αποδόσεων .....	37
1.4.	Μια εξαίρεση στα κοινά αποτελέσματα: η περίπτωση της Αυστραλίας .....	39
1.5.	Το μέγεθος: καθοριστικός παράγοντας για την απόδοση της εξαγοράς .....	41
1.6.	Υψηλότερες αποδόσεις μετά από μια στρατηγική εξαγορά .....	42
1.7.	Γεωγραφική θέση: ένας καθοριστικός παράγοντας για την απόδοση .....	43
1.8.	Συμπεράσματα από τη γενική θεωρία για τις εξαγορές.....	45
1.9.	Εξαγορά: ένα κίνητρο για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης .....	47
1.10.	Η τάση για την ανάπτυξη των τραπεζικών εξαγορών στην Αμερική .....	48
1.11.	Απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος σε όλον τον κόσμο.....	49
1.12.	Τραπεζικές συγχωνεύσεις ως πρόγραμμα εξυγίανσης .....	50
1.13.	Αμυντικές εξαγορές και ασφάλιστρο εξαγορών .....	51
1.14.	Ανθρώπινοι πόροι: ένας καθοριστικός παράγοντας στην αποτελεσματικότητα των εξαγορών .....	52
1.15.	Προστιθέμενη αξία μέσω διασυνοριακών εξαγορών .....	53
1.16.	Σ&Ε στον Ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα: μεγαλύτερη παραγωγικότητα ή καλύτερες συνέργειες μεταξύ των επιχειρηματικών γραμμών; .....	55
1.17.	Συμπεράσματα από τη βιβλιογραφία των τραπεζικών Ε&Σ .....	56
2.	Συζήτηση σχετικά με την επισκόπηση της βιβλιογραφίας.....	57
2.1.	Μερικοί λόγοι για την αύξηση των τραπεζικών Ε&Σ .....	58
3.	Εγκυρότητα και αξιολόγηση της αξιοπιστίας .....	59

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Μεθοδολογία**

1.	Επίδοση.....	61
1.1.	Ορισμός της επίδοσης .....	61
1.2.	Η λειτουργική επίδοση .....	61
1.3.	Η οικονομική επίδοση .....	62
2.	Μεθοδολογία.....	63
2.1.	Οικονομικά μεγέθη.....	64
2.2.	Χρηματοοικονομικοί δείκτες .....	64

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Αποτελέσματα**

1.	Ανάλυση οικονομικών μεγεθών και χρηματοοικονομικών δεικτών .....	67
1.1.	Συνοπτική ανασκόπηση του τραπεζικού συστήματος.....	67
1.2.	Όμιλος Εθνικής Τράπεζας.....	70
1.3.	Όμιλος Alpha Bank.....	80
1.4.	Όμιλος Eurobank.....	88
1.5.	Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς.....	97
1.6.	Όμιλος Εμπορικής.....	106
2.	Συμπεράσματα .....	113

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Σύνοψη - Συμπεράσματα

1. Σύνοψη- Συμπεράσματα .....	117
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>122</b>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ο Warren Buffet (1982) είπε κάποτε ότι οι αγοραστές αντιλαμβάνονται τους εαυτούς τους σαν πριγκίπισσες που μπορούν να μετατρέψουν φρύνους σε πρίγκιπες με ένα φιλί τους. Οι αγοραστές πληρώνουν τρομερά υπερτιμημένα ασφάλιστρα, πιστεύοντας ότι θα σπάσουν το μαγεμένο ξόρκι.

“Έχουμε παρατηρήσει πολλά φιλιά, αλλά πολύ λίγα θαύματα.” (Hayward & Hambrick, 1997, σελ. 103)

# Κεφάλαιο 1

## Εισαγωγή

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι επιχειρηματικές δραστηριότητες που πραγματικά ξεκίνησαν στις αρχές της δεκαετίας του ογδόντα και εξακολουθούν να καταλαμβάνουν ένα ισχυρό μέρος στο επιχειρηματικό και οικονομικό τομέα σε όλο τον κόσμο.

Τα τραπεζικά ιδρύματα αποτελούν την καρδιά του χρηματοδοτικού συστήματος μιας χώρας. Δέχονται καταθέσεις από διάφορες μονάδες και διαθέτουν κεφάλαια μέσω του δανεισμού και των επενδυτικών δραστηριοτήτων στους ιδιώτες, τις επιχειρήσεις και τις κυβερνήσεις. Συμβάλλουν στην αναπτυξιακή διαδικασία μιας χώρας, ενώ αποτελούν και μέσα εφαρμογής της Νομισματικής Πολιτικής. Ο τραπεζικός τομέας, επομένως, είναι κρίσιμος για τη λειτουργία της οικονομίας μιας χώρας και γι' αυτό έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης αρκετών ερευνητών.

Στη παρούσα μελέτη, η οποία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «EXECUTIVE MBA», του τμήματος Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς, με επιβλέποντα τον καθηγητή κ. Τσαγκαράκη Νικόλαο, αξιολογείται η ανάπτυξη μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και η πορεία των βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών πέντε εκ των μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών για την χρονική περίοδο 1998-2012.

Για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις για τα έτη 1998-2012. Βάσει αυτών παρουσιάστηκε η διαχρονική εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών, υπολογίστηκαν αριθμοδείκτες και αξιολογήθηκαν τα αποτελέσματα, ενώ επισημάνθηκαν και οι επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, που ξέσπασε στα τέλη του 2007, στη ρευστότητα, στην κερδοφορία και στα λοιπά χρηματοοικονομικά μεγέθη των Ελληνικών Τραπεζών. Οι 5 τραπεζικοί όμιλοι που επιλέχθηκαν είναι: Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, Eurobank, Πειραιώς και Εμπορική.

Πιο αναλυτικά, στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας επιχειρείται μια γενική αποτύπωση των ορισμών και εννοιών εξαγορών και συγχωνεύσεων γενικά και ειδικότερα στον τραπεζικό κλάδο. Αναλύονται οι λόγοι και τα κίνητρα πραγματοποίησής τους, οι κίνδυνοι, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα τα οποία προκύπτουν από την υλοποίησή τους, ενώ παράλληλα παρουσιάζονται και τα κύματα των συγχωνεύσεων στο ευρωπαϊκό και ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Τέλος, γίνεται μια προσπάθεια αναφοράς στο νομικό πλαίσιο που διέπει τις εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών



στην Ελλάδα και στα ελεγκτικά όργανα και μηχανισμούς που έχουν αναπτυχθεί προς την κατεύθυνση της προστασίας των τραπεζών και του κλάδου γενικότερα.

Στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας επιχειρείται η περαιτέρω κατανόηση των εννοιών (εξαγορές, συγχωνεύσεις τραπεζών, κίνητρα συγχωνεύσεων) μέσω ανάλυσης άρθρων και ερευνών αναφορικά με τις Ε&Σ σε γενικές γραμμές αλλά και στον τραπεζικό κλάδο. Αυτή η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας μας δίνει τη δυνατότητα να ληφθούν όσο το δυνατό περισσότερες γνώσεις σχετικά με το μεγάλο θέμα που ασχολείται με τις τραπεζικές Ε&Σ και να παρουσιαστούν μερικοί λόγοι για την ταχεία ανάπτυξη τους.

Στο τέταρτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζεται η μεθοδολογική προσέγγιση που ακολουθήθηκε. Συγκεκριμένα, από τις ενοποιημένες καταστάσεις των 5 τραπεζικών ομίλων, θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν τα βασικά οικονομικά μεγέθη των ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων, που προχώρησαν σε αρκετές συγχωνεύσεις και εξαγορές την εξεταζόμενη περίοδο. Επίσης, θα υπολογιστούν οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες των ομίλων και θα πραγματοποιηθεί μία συγκριτική ανάλυση με το σύνολο του τραπεζικού τομέα, με σκοπό την αξιολόγηση της επίδοσης τους.

Στο πέμπτο κεφάλαιο επιχειρείται η παρουσίαση της ιστορικής αναδρομής των Ε&Σ, των οικονομικών μεγεθών, των χρηματοοικονομικών δεικτών για κάθε έναν από τους 5 τραπεζικούς ομίλους που έχουν επιλεγεί. Στη συνέχεια πραγματοποιείται ανάλυση των οικονομικών στοιχείων και των δεικτών συγκρίνοντάς τους με το μέσο όρο του κλάδου προκειμένου να εξαχθούν πιο ουσιαστικά συμπεράσματα.

Στο έκτο και τελευταίο κεφάλαιο διατυπώνονται συμπεράσματα και παρατηρήσεις αναφορικά με την επίπτωση των Ε&Σ στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα και στην οικονομία γενικότερα.

## Κεφάλαιο 2

### Γενικά περί Εξαγορών & Συγχωνεύσεων

#### *Έννοιες - Κίνητρα - Κύματα Ε&Σ - Θεσμικό Πλαίσιο*

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι έννοιες και οι διάφορες μορφές των εξαγορών και των συγχωνεύσεων καθώς και τα κίνητρα που ωθούν τις τραπεζικές επιχειρήσεις να εμπλακούν σε μια τέτοια διαδικασία. Επιπλέον, γίνεται μια αναφορά στα κύματα των Ε&Σ σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο αλλά και μία σύντομη ιστορική αναδρομή των Ε&Σ στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Τέλος, κρίθηκε απαραίτητο να παρουσιαστεί το θεσμικό πλαίσιο που έχει αναπτυχθεί στην Ελλάδα, σύμφωνα και με τις αντίστοιχες οδηγίες από την Ευρωπαϊκή Ένωση, ώστε να διευκολύνει τα τραπεζικά ιδρύματα στην ολοκλήρωση των Ε&Σ.

#### **1. Θεωρία για συγχωνεύσεις και εξαγορές**

Η αντίστοιχη βιβλιογραφία δεν συμφωνεί σε ένα ομοιογενή ορισμό του πεδίου των Ε&Σ. Μεταξύ των ερευνητών υπάρχει ασυμφωνία όσον αφορά τον ορισμό των συγχωνεύσεων σε συνδυασμό με τις εξαγορές. Ο όρος συγχώνευση χρησιμοποιείται συχνά ως μια γενική έκφραση για όλα τα είδη των οικονομικών συναλλαγών που αποτελούν μια νέα οντότητα.

##### **1.1. Συγχωνεύσεις**

Σύμφωνα με τον Hubbard (1999), οι εταιρείες που συγχωνεύονται είναι αναλόγου μεγέθους και επιρροής. Η προσπάθεια έγκειται στη δημιουργία μιας νέας συνεργασίας, στην οποία και τα δύο μέρη έχουν τα ίδια δικαιώματα για να διαπραγματευτούν τις αποφάσεις τους για τη συγχώνευση των δύο εταιρειών (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004). Οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Έτσι, η επιχειρησιακή ολοκλήρωση μπορεί να είναι κάθετη, οριζόντια ή συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (Borghese & Borgese, 2002).

##### **1.1.1. Οριζόντια ολοκλήρωση**

Η οριζόντια ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που καλύπτουν την ίδια ή συναφή φάση της παραγωγικής αλυσίδας.

Μέσα από την οριζόντια ολοκλήρωση, οι εταιρείες ενώνουν τις δυνάμεις τους για την ενίσχυση των θέσεων τους στην αγορά. Οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που

πωλούν αντίστοιχο φάσμα προϊόντων, που έχουν παρόμοια δομή ή απευθύνονται σε παρόμοιες αγορές καλούνται οριζόντιες συγχωνεύσεις (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004). Ένα παράδειγμα θα μπορούσε να είναι όταν μια εταιρεία πετρελαιοειδών αγοράζει μια άλλη εταιρεία πετρελαίου.

Ο σκοπός των οριζόντιων συγχωνεύσεων είναι «να αποκτηθεί μερίδιο αγοράς σε βάρος των ανταγωνιστών» (Sudarsanam, 2003, σελ. 98). Επιπλέον, εξίσου σημαντικοί λόγοι για τέτοιου είδους συγχωνεύσεις είναι οι οικονομίες κλίμακας<sup>1</sup>, η μείωση του εργατικού δυναμικού (Jensen, 1984), η εκμετάλλευση ενεργειακών πηγών και η μείωση πλεονάζουσας παραγωγικής δυναμικότητας (Sudarsanam, 2003). Πιο αναλυτικά, συνδυάζοντας τις μονάδες παραγωγής επιτρέπεται στις συγχωνευόμενες εταιρείες να αυξήσουν την παραγωγική τους δυναμικότητα. Το κόστος μπορεί να μειωθεί δημιουργώντας μία διοικητική δομή. Ως εκ τούτου, το εργατικό δυναμικό μπορεί να μειωθεί, γεγονός που συμβάλλει στην περαιτέρω μείωση του κόστους. Με ένα συγκεκριμένο μέγεθος, παρέχεται η ικανότητα να διεισδύουν σε νέο μερίδιο αγοράς και να εξαφανίσουν τους ανταγωνιστές. Το μέγεθος διευρύνει επίσης τον αριθμό των πελατών και την αύξηση των πωλήσεων, η οποία οδηγεί σε μείωση πλεονάζουσας παραγωγικής δυναμικότητας. Ο Jensen (1993) εντοπίζει επίσης, τη μείωση της ζήτησης, τις τεχνολογικές αλλαγές, τους κυβερνητικούς κανονισμούς, τα λιγότερα εμπόδια εισόδου και την παγκοσμιοποίηση ως αιτίες για τις οριζόντιες συγχωνεύσεις.

### 1.1.2. Κάθετη ολοκλήρωση

Η κάθετη ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που καλύπτουν διαφορετικά, αλλά συμπληρωματικά στάδια της αλυσίδας αξίας<sup>2</sup> (DePamphilis, 2003), λ.χ. άντληση – διύλιση και διανομή πετρελαίου. Αυτό συνήθως πραγματοποιείται από τη συγχώνευση μιας εταιρείας με άλλη που είναι πιο πάνω (upstream) ή κάτω (downstream) της αλυσίδας αξίας, που και οι δύο μοιράζονται (Borghese & Borgese, 2002). Οι upstream συγχωνεύσεις είναι λιγότερο συχνές από τις downstream συγχωνεύσεις, αφού οι εταιρείες που βρίσκονται σε προηγούμενα στάδια της αλυσίδας αξίας θα πρέπει να έχουν ισχυρή διαπραγματευτική θέση (Sudarsanam, 2003). Ωστόσο, εάν οι προμηθευτές ειδικεύονται σε ορισμένα προϊόντα ή υπηρεσίες που απαιτούν μια ανώτερη εμπειρία, μπορούν να αποκτήσουν δεσπόζουσα θέση στη διαδικασία διαπραγμάτευσης.

Ο σκοπός των κάθετων συγχωνεύσεων είναι να αποκτηθεί ο έλεγχος και η μείωση του κόστους όλων των αλληλένδετων διαδικασιών, στις οποίες συμμετέχουν περισσότερα

<sup>1</sup> **Οικονομίες κλίμακος:** Με το ίδιο σταθερό κόστος παράγονται περισσότερες μονάδες προϊόντος/υπηρεσίας.

<sup>2</sup> **Αλυσίδα αξίας:** Η αλυσίδα αξίας των δραστηριοτήτων που δημιουργούνται στο εσωτερικό μιας εταιρείας.

από ένα από τα εμπλεκόμενα μέρη (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004). Άλλοι λόγοι είναι ο περιορισμός του κόστους των συναλλαγών, η άμεση πρόσβαση σε πόρους, η αποφυγή της αβεβαιότητας καθώς και της ασύμμετρης πληροφόρησης.

### **1.1.3. Conglomerates**

Conglomerates, δηλαδή όμιλοι ετερογενών δραστηριοτήτων, είναι εταιρείες που συμμετέχουν σε διάφορες επιχειρηματικές δραστηριότητες, οι οποίες είναι εντελώς διαφορετικές μεταξύ τους και βρίσκονται κάτω από την «στέγη» ενός ομίλου. Συνήθως περιλαμβάνουν μια μητρική εταιρεία με πολλές θυγατρικές και αναφέρονται ως Multi-Industry Corporations (λ.χ. η General Electric δραστηριοποιείται από τη παραγωγή πυρηνικής ενέργειας έως την παραγωγή οικιακών συσκευών).

Η βασική ιδέα πίσω από μια “Conglomerate Corporation”, είναι να εξασφαλίζει ότι δημιουργούνται αρκετά έσοδα από όλες τις επιμέρους εταιρείες - επιχειρηματικές δραστηριότητες. Αυτό αποκτά μεγάλη σημασία, ιδιαίτερα όταν μια επιχειρηματική δραστηριότητα παρουσιάζει ύφεση (Weston & Mansinghka, 1971). Επιπλέον, κριτήρια για τη δημιουργία μιας Conglomerate Corporation είναι η “αμυντική διαφοροποίηση για την αποφυγή της αστάθειας των πωλήσεων και των κερδών, των αρνητικών εξελίξεων, των δυσμενών συνεπειών από τις αλλαγές στον ανταγωνισμό, της τεχνολογικής απαξίωσης και της αυξανόμενης αβεβαιότητας των κλάδων” (Weston & Mansinghka, 1971, σελ. 928).

## **1.2. Εξαγορές**

Σύμφωνα με τον DePamphilis (2003), η έννοια της εξαγοράς ορίζεται ως μια εταιρική πράξη με την οποία μια εταιρεία αγοράζει μέρος ή το σύνολο των ποσοστών συμμετοχής ή των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας-στόχου, προκειμένου να αποκτήσει τον έλεγχό της. Ο αγοραστής συνήθως πληρώνει σε μετρητά για να εξαγοράσει μία άλλη επιχείρηση (Sherman & Hart, 2006). Η αξία της εξαγορασθείσας επιχείρησης ή των περιουσιακών στοιχείων, τα οποία έχουν αξία για τον αγοραστή, μπορεί επίσης να θεωρηθεί ως μορφή αποζημίωσης προς τον πωλητή (Sherman & Hart, 2006). Αυτό μπορεί να γίνει μέσω τριών μεθόδων:

### **1.2.1. Συγχώνευση ή ενοποίηση**

Η συγχώνευση είναι η απορρόφηση της μιας επιχείρησης από άλλη. Η εξαγοράζουσα εταιρεία κρατά το όνομα και την ταυτότητά της και απολαμβάνει το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της αποκτώμενης επιχείρησης.

Μετά τη συγχώνευση, η εξαγοραζόμενη εταιρεία παύει να υφίσταται ως επιχειρηματική οντότητα. Η ενοποίηση λειτουργεί με τον ίδιο τρόπο όπως η συγχώνευση, εκτός από το ό, τι δημιουργείται μια ολόκληρη νέα επιχειρηματική οντότητα. Στην ενοποίηση και οι δύο εταιρείες τερματίζουν την προηγούμενη νομική τους υπόσταση για να αποτελέσουν μέρος της νέας επιχείρησης (Sherman & Hart, 2006).

### **1.2.2. Απόκτηση μετοχών**

Ένας άλλος τρόπος για να αποκτήσει μια εταιρεία τον έλεγχο της άλλης επιχείρησης είναι να αγοράσει μετοχές με δικαίωμα ψήφου της εταιρείας, με αντάλλαγμα για τις μετοχές, μετρητά, μετοχές ή άλλους τίτλους. Αυτό μπορεί να γίνει με τη χρήση μιας προσφοράς. Μια δημόσια προσφορά είναι μια προσφορά για να αγοραστούν οι μετοχές της επιχείρησης-στόχου. Έχει προσαρμοστεί κατάλληλα από μια επιχείρηση και αφορά άμεσα τους μετόχους της άλλης εταιρείας. Η προσφορά θα πρέπει να γνωστοποιηθεί στους μετόχους της εταιρείας-στόχου μέσω δελτίων τύπου και δημόσιες ανακοινώσεις (DePamphilis, 2003).

Πτυχές της επιλογής της απόκτησης μετοχών:

- Δεν απαιτείται να πραγματοποιηθεί συνέλευση των μετόχων, ούτε ψηφοφορία. Αν οι μέτοχοι δεν επιθυμούν την προσφορά, μπορεί να την απορρίψουν και να μην προσφέρουν τις μετοχές τους.
- Η εταιρεία που υποβάλει την προσφορά μπορεί να απευθυνθεί απευθείας τους μετόχους της επιχείρησης-στόχου, χρησιμοποιώντας μια δημόσια προσφορά. Η διοίκηση και το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου μπορεί να παρακαμφθεί.
- Η απόκτηση των μετοχών είναι συχνά εχθρική (Sherman & Hart, 2006).

### **1.2.3. Εξαγορά των περιουσιακών στοιχείων**

Μια συμπληρωματική μέθοδος της εξαγοράς είναι η αγορά των περισσότερων ή όλων των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Αυτό επιτυγχάνει το ίδιο πράγμα με την αγορά της εταιρείας. Ωστόσο, στην περίπτωση αυτή, η εταιρεία-στόχος δεν παύει οπωσδήποτε να υπάρχει. Πωλεί μόνο τα περιουσιακά της στοιχεία. Εναπόκειται στους μετόχους της υπό εξαγορά εταιρείας να αποφασίσει αν πρέπει ή όχι να διαλυθεί η εταιρεία (Sherman & Hart, 2006).

Οι αγορές περιουσιακών στοιχείων γίνονται για οικονομικούς λόγους, καθώς ο αγοραστής αναμένει η αξία του περιουσιακού στοιχείου να έχει υψηλότερες αποδόσεις από την τιμή που θα καταβληθεί για την εξαγορά. Η εξαγορά μπορεί επίσης να

ολοκληρωθεί με αγορά μετοχών, όπως προαναφέρθηκε. Στην περίπτωση αυτή, η εξαγορασθείσα εταιρεία εξακολουθεί συχνά να υφίσταται ως θυγατρική του αγοραστή (DePamphilis, 2003). Δεν περιλαμβάνει απαραίτητα την απόκτηση του συνόλου της εταιρείας, αλλά ξεχωριστά τμήματά της. Η αγορά με μετοχές γίνεται συνήθως με την κατάθεση δημόσιας προσφοράς για τα περιουσιακά στοιχεία ή τις μετοχές του πωλητή και έχει ως αποτέλεσμα μια εχθρική εξαγορά (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004). Εκτός από τις εχθρικές εξαγορές, μια άλλη μορφή εξαγοράς είναι οι φιλικές εξαγορές.

#### **1.2.4. Εχθρική εξαγορά**

Μια εχθρική εξαγορά είναι η προσπάθεια μιας εταιρείας να αγοράσει μια άλλη, παρά τις αντιδράσεις του στόχου. Αυτό είναι ιδιαίτερα βολικό, αν οι μετοχές της εταιρείας-στόχου διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο, έτσι ο αποκτών μπορεί να καταθέσει προσφορά για την αγορά μετοχών απευθείας στους μετόχους. Οι εχθρικές εξαγορές μπορούν να προσελκύσουν και άλλους πλειοδότες και, κατά συνέπεια, η τελική τιμή αγοράς μπορεί να αυξηθεί σημαντικά (DePamphilis, 2003).

Ο Schwert (2000) ισχυρίζεται, ότι η εχθρική εξαγορά είναι λιγότερο επιτυχής από ό, τι οι φιλικές εξαγορές.

#### **1.2.5. Φιλική εξαγορά**

Στις φιλικές εξαγορές υφίστανται διαπραγματεύσεις για την αγορά της αποκτηθείσας εταιρείας και συνήθως η τιμή απόκτησης είναι χαμηλότερη από ό, τι στις εχθρικές εξαγορές (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004). Συνήθως, η διαπραγμάτευση της αποκτώμενης εταιρείας στο χρηματιστήριο αναστέλλεται για κάποιο χρονικό διάστημα, ώστε να αποφευχθεί επιθετική τακτική εξαγοράς από τον αγοραστή κατά το στάδιο των διαπραγματεύσεων (DePamphilis, 2003). Οι φιλικές εξαγορές έχουν γίνει όλο και πιο δημοφιλείς από το 1990, καθώς είναι λιγότερο συγκρουσιακές και προσφέρουν μεγαλύτερες δυνατότητες για την επιτυχία (DePamphilis, 2003). Ο Schwert (2000) υποστηρίζει ότι οι φιλικές εξαγορές είναι πιο επιτυχείς από ό, τι οι εχθρικές εξαγορές λόγω της καλύτερης ενσωμάτωσης της εταιρείας-στόχου μετά τη συγχώνευση.

### 1.3. Συνέργειες

Σύμφωνα με την Campbell και Goold (1998, σελ. 133), η συνέργεια “αναφέρεται στην ικανότητα δύο ή περισσότερων μονάδων ή εταιρειών να παράγουν μεγαλύτερη αξία όταν συνεργάζονται από ό, τι θα μπορούσε η καθεμία μόνη της”. Η προσοχή που πρέπει να δοθεί από την εξαγοράζουσα επιχείρηση είναι να κερδίσει σε δύο πηγές: (1) στη βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας με βάση τις οικονομίες κλίμακος ή φάσματος και (2) στην ανταλλαγή ενός ή περισσότερων δεξιοτήτων.

Καθώς οι συνέργειες έχουν άμεση σχέση με τη δημιουργία αξίας σε μια Ε&Σ, είναι ζωτικής σημασίας να επιτευχθούν το συντομότερο δυνατό μετά την ενοποίηση των δύο εταιρειών. Είναι εξαιρετικά σημαντικό το γεγονός ότι η ένταξη των επιχειρήσεων είναι επιτυχής και αποτελεσματική, δεδομένου των συνεργειών που προκύπτουν από τη συνεργασία των δύο εταιρειών (Hitt, 2001).

Για τους διαχειριστές, υπάρχουν συνέργειες όταν βρίσκουν τρόπους για τις δύο εταιρείες μαζί να δημιουργήσουν μεγαλύτερη αξία από την αξία που έχουν δημιουργήσει ως χωριστές επιχειρήσεις. Όσον αφορά τους μετόχους, οι συνέργειες υπάρχουν, όταν τα οικονομικά τους αποτελέσματα από τη συνδυασμένη επιχείρηση είναι μεγαλύτερα από ό, τι θα είχε επιτευχθεί μέσω ανεξάρτητης διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους (Weston, 2004).

Έχοντας πει αυτό, οι επιχειρήσεις πρέπει να λάβουν υπόψη ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν δημιουργούν πάντα τη μεγαλύτερη αξία. Θα πρέπει να εξεταστεί η δραστηριότητα της εξαγοράς σε σχέση με την αξία που θα μπορούσε να δημιουργηθεί μέσω μιας άλλης στρατηγικής. Ακόμη και στις περιπτώσεις όπου η εξαγοράζουσα εταιρεία δεν καταβάλει ασφάλιστρα, οι συνέργειες είναι δύσκολο να επιτευχθούν. Έτσι, όταν οι επιχειρήσεις πληρώνουν ένα ασφάλιστρο, συχνά πολύ υψηλό, η δημιουργία συνεργειών πρέπει να είναι μεγάλη, προκειμένου να δημιουργηθεί οικονομική αξία (Hitt, 2001).

#### 1.3.1. Θεμέλια συνεργειών

Σύμφωνα με Hitt (2001), υπάρχουν τέσσερις βάσεις για τη δημιουργία συνεργειών. Αυτές είναι: (1) η στρατηγική προσαρμογή, (2) η οργανωτική προσαρμογή, (3) η διαχειριστική προσαρμογή και (4) η δημιουργία αξίας. Αν και αυτά είναι τέσσερα ανεξάρτητα θεμέλια, ο συνδυασμός και η ύπαρξη αυτών είναι που θα δημιουργήσουν τις συνέργειες στη νέα επιχείρηση.

Στρατηγική προσαρμογή “... αναφέρεται στην αποτελεσματική αντιστοίχιση των στρατηγικών οργανωτικών ικανοτήτων.” Hitt (2001). Προκειμένου να δημιουργηθούν συνέργειες που δημιουργούν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και για τη βελτίωση του

κεφαλαίου των μετόχων, η κοινή επιχείρηση θα πρέπει να έχει ένα συνδυασμό επιχειρήσεων ισχυρών ή/και ασθενών σε διάφορες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Εάν αυτό είναι δεν συμβαίνει, στη νέα επιχείρηση θα υφίστανται οι ίδιες δυνατότητες (ή έλλειψη ικανοτήτων) που οι ξεχωριστές επιχειρήσεις είχαν, ενώ η κλίμακα των πλεονεκτημάτων ή αδυναμιών θα είναι μεγαλύτερη.

Το δεύτερο θεμέλιο, η οργανωτική προσαρμογή, προκύπτει όταν οι διαδικασίες της διοίκησης, τα συστήματα των δύο εταιρειών, οι κουλτούρες και οι δομές είναι αρκετά όμοια (Weston, 2004). Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να έχουν χαρακτηριστικά που είναι συμβατά.

Για να δημιουργηθούν οι συνέργειες υπάρχει ανάγκη για μια ενεργό διαχείριση της διαδικασίας της εξαγοράς. Οι διαχειριστές θα πρέπει να αναγνωρίσουν την έκταση των θεμάτων ένταξης και των συνήθων ανησυχιών για τους ανθρώπινους πόρους που συχνά δημιουργούνται όταν γίνονται προσπάθειες για τη δημιουργία συνεργειών (Marks and Mirvis, 1997).

Η δημιουργία αξίας είναι η τελευταία από τα τέσσερα θεμέλια δημιουργίας συνεργειών. Βασικά, το κόστος που συνδέεται με την ανάπτυξη και αξιοποίηση των συνεργειών πρέπει να είναι μικρότερο από ό, τι τα οφέλη που μπορούν να αποκομίσουν από αυτές. Οι δαπάνες αυτές μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες, (1) στην αγορά premium, (2) στη χρηματοδότηση της συναλλαγής και (3) στην ενσωμάτωση της εξαγορασθείσας επιχείρησης στην υπάρχουσα οργανωτική δομή (Hitt, 2001).

#### **1.4. Premium**

Η αξία των επενδύσεων της εταιρείας-στόχου είναι η αξία για ένα συγκεκριμένο αγοραστή. Πρόκειται να αναγνωρίσουν τα χαρακτηριστικά του αγοραστή, τις συνέργειες και άλλα ενοποιητικά οφέλη που μπορεί να επιτευχθούν μέσω της εξαγοράς. Αυτή η τιμή θα είναι διαφορετική σε κάθε δυνητικό αγοραστή λόγω των διαφορετικών συνεργειών που μπορεί να επιτευχθούν μέσω της εξαγοράς. Είναι σημαντική η ύπαρξη καλής πληροφόρησης του αγοραστή και πωλητή ώστε να καθοριστούν αυτές οι συνέργειες εκ των προτέρων, έτσι ώστε να μπορούν να διαπραγματευτούν με αυτή τη γνώση (Clemente και Greenspan, 1998).

Η αύξηση της αξίας των επενδύσεων πάνω από την εύλογη αξία της εταιρείας, η οποία είναι η τιμή στην οποία τόσο ο αγοραστής και ο πωλητής συμφωνούν να δημιουργήσουν την επιχείρηση, αναφέρεται ως premium. Αλλά ο όρος αυτός φαίνεται να είναι παραπλανητικός. Αν και τυπικά ο αγοραστής αποκτά τον έλεγχο της επιχείρησης-στόχου, μέσω της εξαγοράς, το premium που καταβάλλεται είναι συχνά



για την επίτευξη των συνεργειών που ο συνδυασμός των δύο εταιρειών θα δημιουργήσει (Clemente & Greenspan, 1998).

Τα ασφάλιστρα που καταβάλλονται βασίζονται στους παράγοντες ανταγωνισμού, στις τάσεις ενοποίησης, τις οικονομίες κλίμακας και στα κίνητρα του αγοραστή και του πωλητή. Αυτά είναι γεγονότα υπογραμμίζουν και πάλι την ανάγκη προσεκτικής αντίληψης για την αξία και τις τάσεις της κλάδου πριν από την έναρξη των διαπραγματεύσεων (Clemente & Greenspan, 1998).

Το premium υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη την τιμή που καταβάλλεται μείον την αγοραία αξία της επιχείρησης-στόχου. Για να λειτουργήσει αυτός ο υπολογισμός, η τιμή της μετοχής της επιχείρησης-στόχου είναι απαραίτητη. Συνήθως χρησιμοποιείται η τιμή της μετοχής μιας εισηγμένης εταιρείας μία εργάσιμη ημέρα πριν από την προσφορά. Αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις, ο μέσος όρος των τιμών των μετοχών κατά τη διάρκεια των 10, 20 ή 30 ημερών πριν την υποβολή προσφοράς υπολογίζεται και η αξία του χρησιμοποιείται για τη σύγκριση με την τιμή που καταβλήθηκε (Clemente & Greenspan, 1998)

#### **1.4.1. Εκτίμηση του κινδύνου**

Η αποτίμηση περιλαμβάνει τη μετάφραση των αναμενόμενων συνεργειών, για παράδειγμα, τη μείωση του κόστους ή την αύξηση του μεριδίου αγοράς για την αύξηση των μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών των επιχειρήσεων. Η αποτίμηση δεν θεωρείται μια ακριβής επιστήμη, δεδομένου ότι είναι δύσκολο να προβλεφθούν τα αναμενόμενα οφέλη. Λόγω αυτού του γεγονότος, ο υποψήφιος αγοραστής εκτίθεται στον κίνδυνο της αποτίμησης. Όταν υπάρχει υψηλός κίνδυνος αποτίμησης, ο αποκτών μπορεί να πληρώσει πάρα πολύ για την εξαγορά. Με άλλα λόγια, το premium της εξαγοράς αυξάνει λόγω του κινδύνου αποτίμησης (Warner, 2002).

Η μέθοδος της πληρωμής για την εξαγορά μπορεί να μειώσει τις επιπτώσεις της αποτίμησης κινδύνου. Εάν η αγορά χρηματοδοτείται με ανταλλαγή μετοχών, οποιαδήποτε μελλοντική απώλεια που οφείλεται σε σφάλματα στην εκτίμηση θα μοιραστεί με τους μετόχους. Ωστόσο, από την άλλη πλευρά, εάν η εξαγορά χρηματοδοτείται με μετρητά, ο αγοραστής είναι ο μόνος με όλες τις απώλειες. Η επιλογή της μεθόδου επηρεάζεται επίσης από τις ανησυχίες για φορολογία και δημοσιονομική πολιτική του αγοραστή (Warner, 2002).

#### **1.4.2. Χρηματοδότηση της συναλλαγής**

Όταν η τιμή απόκτησης έχει οριστεί, η εξαγοράζουσα εταιρεία αγοράζει μετοχές της εταιρείας-στόχου είτε με μετρητά, με χρέος, με ανταλλαγή μετοχών ή ένα

συνδυασμό μετρητών και μετοχών. Τα μετρητά χρησιμοποιούνται συνήθως όταν πρόκειται για μια μικρή συναλλαγή ή όταν μια μεγάλη επιχείρηση αποκτά μια μικρότερη εταιρεία.

Όταν η τιμή είναι υψηλή (500 εκατομμύρια δολάρια ή περισσότερο) η ανταλλαγή φυσικά πραγματοποιείται μέσω των μετοχών, που είναι μια πιο βολική τεχνική για συναλλαγές (Weston, 2001).

Σύμφωνα με τον Hitt (2001), αν και οι μεγαλύτερες συναλλαγές χρηματοδοτούνται με μετοχές, τα μετρητά είναι ένα προνομιακό μέσο για την ανταλλαγή στις περιπτώσεις των εξαγορών. Κατά τη διάρκεια των εξαγορών του 1970, οι συναλλαγές σε μετρητά αυξήθηκε περίπου 30 τοις εκατό και σήμερα εξακολουθεί να είναι η προτιμώμενη μέθοδος πληρωμής.

Υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την επιλογή μιας μεθόδου για την ανταλλαγή. Τα πιο βασικά ζητήματα είναι η λογιστική μεταχείριση, τα φορολογικά ζητήματα, οι οικονομικές αποδόσεις για τους μετόχους και διαχειριστικά ζητήματα ελέγχου (Hitt, 2001).

## 2. Λόγοι που ωθούν στις Ε&Σ

Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, τα βασικά κίνητρα που ωθούν στις εξαγορές είναι:

- Η δημιουργία και αξιοποίηση λειτουργικών συνεργειών ανάμεσα στις επιχειρήσεις, με συνέπεια την εξοικονόμηση κόστους και την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας ή/ και οικονομιών φάσματος<sup>3</sup> (Γεωργιάδης, 1999).
- Η δημιουργία και αξιοποίηση χρηματοδοτικών συνεργειών, λόγω μεγαλύτερου μεγέθους, βελτίωσης της αξιοπιστίας του συνόλου των επιχειρήσεων, καλύτερης πρόσβασης σε κεφάλαια (DePamphilis, (2003). Η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρείας με ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι σύνηθες στις λεγόμενες «εχθρικές» (hostile) εξαγορές, δηλαδή, όπως προαναφέρθηκε, σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας (Γεωργιάδης, 1999).
- Η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην εθνική ή/ και στη διεθνή αγορά, με στόχο τον περιορισμό του ανταγωνισμού και επιπρόσθετα, τη δημιουργία ολιγοπωλιακών κερδών (Walker, 2000).

---

<sup>3</sup> **Οικονομίες Φάσματος:** Η διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής με προσθήκη συναφών - συμπληρωματικών παραγωγικών διαδικασιών ή δικτύων διανομής.

- Προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμιά τους. Σε αντίθεση με όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, όπου κεντρικό κριτήριο είναι η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων και της συνολικής χρηματοοικονομικής αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης ή του ομίλου της, το κίνητρο αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων (Mukherjee, Kiyamaz, Baker, 2004).

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι Ε&Σ φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών:

- να αντεπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις (Ζοπουνίδης, 2004),
- να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση - επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή τους εξυγίανση και ενίσχυση (Mueller, Sirower, 2003),
- να αξιοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον (Mueller, Sirower, 2003),
- να αξιοποιήσουν τις συνέργειες που αναπτύσσονται στα πλαίσια των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρησιακών σχημάτων μεγάλου μεγέθους (Γεωργιάδης, 1999).

Στις περισσότερες περιπτώσεις Ε&Σ ωφελούνται οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης και, υπό προϋποθέσεις, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι συνέπειες των Ε&Σ για το σύνολο της οικονομίας είναι πολλαπλές, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις αντιφατικές.

## 2.1. Λόγοι που ωθούν στις τραπεζικές Ε&Σ

Οι οικονομίες κλίμακος είναι το κύριο επιχείρημα πίσω από τις τραπεζικές Ε&Σ. Αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες προχωρούν σε Ε&Σ για τη μείωση του λειτουργικού κόστους με τον περιορισμό των δικτύων καταστημάτων και τα γενικά έξοδα του προσωπικού, αλλά και με την ενσωμάτωση της τεχνολογίας, των πληροφοριών και των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων. Συν τοις άλλοις, ο αυξημένος ανταγωνισμός δημιουργεί ένα κίνητρο για τις τράπεζες να επιτύχουν το κατάλληλο μέγεθος ώστε να επωφεληθούν από την ισχύ στην αγορά και τη μεγαλύτερη κεφαλαιακή βάση. Επίσης, το μέγεθος μπορεί να λειτουργήσει ως αμυντικός μηχανισμός για τις τράπεζες που επιθυμούν να αντέξουν σε εξωτερικές πιέσεις που προκύπτουν από τις μεγαλύτερες τράπεζες που θέλουν να επεκταθούν μέσω εξαγορών (Ρομποτής, 2003).

Οι οικονομίες φάσματος αποτελούν ένα άλλο σκεπτικό στις τραπεζικές Ε&Σ. Τέτοιες οικονομίες αξιοποιούνται καλύτερα όταν μια τράπεζα συνδυάζει τις επαγγελματικές υποχρεώσεις της με μια άλλη χρηματοδοτική εταιρεία, προκειμένου να επιτευχθεί η συμπληρωματικότητα και τα οφέλη από τα cross-selling προϊόντα στα υπάρχοντα δίκτυα διανομής. Οι τράπεζες μπορούν επίσης να θέλουν να επεκτείνουν τις διασυνοριακές δραστηριότητες, προκειμένου να αποκτήσουν πρόσβαση σε μια μεγαλύτερη πελατειακή βάση, αλλά και να διαφοροποιήσουν τις πηγές του εισοδήματός τους. Αυτό το είδος της επέκτασης δεν δημιουργεί άμεσα οφέλη από τις οικονομίες κλίμακας, δεδομένου ότι δεν συνεπάγεται κατ'ανάγκη την επικάλυψη των λειτουργιών και υπηρεσιών. Ωστόσο, μπορεί να δημιουργήσει κόστος και οικονομική απόδοση με την αξιοποίηση της τεχνογνωσίας που μεταφέρεται από την εξαγορασθείσα στην εξαγοράζουσα τράπεζα, που στις περισσότερες περιπτώσεις, είναι μικρότερη σε μέγεθος και λιγότερο εξελιγμένη (Ρομποτής, 2003).

Φυσικά, τα οφέλη δεν έρχονται χωρίς κάποιο κόστος λόγω των κινδύνων που εμπριέχονται σε αυτές τις συμφωνίες. Ο λειτουργικός κίνδυνος μπορεί να υπάρχει και οφείλεται στο γεγονός ότι δεν είναι πάντα εύκολο να ενσωματωθούν τα τεχνικά συστήματα, η κουλτούρα του πολιτισμού και οι πρακτικές αποδοχών που θα μπορούσε να οδηγήσει στην απώλεια του βασικού προσωπικού ή/και των πελατών. Οι κίνδυνοι αυξάνονται για τις διασυνοριακές Ε&Σ σε σχέση με τις εγχώριες, που στην προκειμένη περίπτωση οι πολιτισμικές διαφορές εντείνονται, ενώ οι διαφορές στα θέματα κανονισμών, γενικών πρακτικών, λογιστικής και στην υποβολή εκθέσεων, στην αντίληψη των ξένων πελατών για την συγχώνευση/εξαγορά και στον συναλλαγματικό κίνδυνο, κατά περίπτωση, δημιουργούν πρόσθετα εμπόδια. Τέλος, άλλοι σημαντικοί παράγοντες κινδύνου είναι η αρνητική φήμη που προκαλείται όταν μια πιθανή αποτυχία της εξαγορασθείσας τράπεζας επιδεινώσει τη φήμη του αγοραστή και το

στρατηγικό κίνδυνο που σχετίζεται την εσφαλμένη εκτίμηση εκ μέρους της διοίκησης του αγοραστή όσον αφορά το πεδίο της συμφωνίας ή την ποιότητα του στόχου (Berger, Humphrey, 1991).

### 2.1.1. Τραπεζικές Ε & Σ και χρηματιστηριακές αντιδράσεις στη τιμή

Ο τελικός στόχος για τη διοίκηση της κάθε εταιρείας, συμπεριλαμβάνονται και οι τράπεζες, είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων, που για τις εισηγμένες εταιρείες που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο, αντανακλάται στην τιμή της μετοχής τους (Walker, 2000).

Οποιαδήποτε ανακοίνωση της πρόθεσης για Ε&Σ μεταξύ τραπεζών προσελκύει το ενδιαφέρον της επενδυτικής κοινότητας και των μετόχων των τραπεζών, καθώς τους δίνει τη δυνατότητα να ελέγξουν την εγκυρότητα των δύο παρακάτω υποθέσεων:

“Η υπόθεση των πληροφοριών”, σύμφωνα με την οποία η ομάδα διαχείρισης της εξαγορασθείσας τράπεζας, θέλει να προχωρήσει σε μια συμφωνία προοπτικής, διότι μπορεί να γνωρίζει ότι η αξία της τράπεζας είναι υποτιμημένη.

“Η αναποτελεσματική υπόθεση της διοίκησης”, σύμφωνα με την οποία η τράπεζα στόχος είναι υποχρεωμένη είτε να βελτιώσει τη λειτουργία της, προκειμένου να καταστεί πιο αποτελεσματική και έτσι ενδεχομένως να αποφύγει την εξαγορά ή να παραδώσει τη διαχείριση της σε μια νέα πιο ικανή ομάδα διοίκησης (Walker, 2000).

Ωστόσο, για μια προοριζόμενη τραπεζική Ε&Σ δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η διοίκηση στοχεύει στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Αν η συνάρτηση χρησιμότητας της διοίκησης της απορροφώσας τράπεζας αυξάνεται αναλογικά με το μέγεθος της τράπεζας, είναι πιθανό η διαχείριση αυτή, να προχωρήσει με την Ε&Σ απλά για να αποκομίσει το μεγαλύτερο δυνατό προσωπικό όφελος χωρίς να λαμβάνει υπόψη το συνολικό κόστος που συνεπάγεται η απόκτηση της τράπεζας στόχου, η οποία μπορεί να είναι πολύ μεγαλύτερη από την αξία της ίδιας τράπεζας στόχου. Μια παρόμοια περίπτωση προκύπτει στην περίπτωση που η διοίκηση της απορροφώσας τράπεζας υπερεκτιμά την ικανότητά της να προσδιορίσει υποτιμημένες τράπεζες-στόχους, με αποτέλεσμα να πληρώνουν τελικά μια σχετικά υψηλή τιμή (“υπόθεση hubris”, Roll, 1986).

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω επιχειρήματα, η ανακοίνωση της μια επικείμενης Ε&Σ αναμένεται να προκαλέσει τις ακόλουθες αλλαγές :

(Α) Η απόκτηση μετοχών των τραπεζών:

Μια θετική αντίδραση όταν η Ε&Σ περιλαμβάνει τράπεζες που παρέχουν παρόμοιες υπηρεσίες ή/και δραστηριοποιούνται στην ίδια αγορά. Μία αρνητική αντίδραση όταν γίνεται αντιληπτό ότι η Ε&Σ εξυπηρετεί μόνο τα προσωπικά συμφέροντα της διοίκησης της εξαγοράζουσας τράπεζας και όχι τα συμφέροντα των μετόχων. Μια αρνητική αντίδραση μπορεί επίσης να είναι σχετική για μια διασυνοριακή επέκταση ή για μια συμφωνία η οποία περιλαμβάνει μια λιγότερο γνωστή τράπεζα (συνήθως μια μη εισηγμένη) καθώς οι επενδυτές αντιμετωπίζουν γενικά ασυμμετρίες στην πληροφόρηση.

(B) Οι μετοχές των τραπεζών-στόχων:

Μια θετική αντίδραση όταν είτε οι επενδυτές θεωρούν ότι η τιμή της μετοχής της τράπεζας-στόχου είναι υποτιμημένη ή ότι η διοίκηση της τράπεζας-στόχου είναι αναποτελεσματική και ως εκ τούτου, η εξαγορά θα έχει αποτέλεσμα στις προσπάθειες για βελτίωση της λειτουργίας και της οργανωτικής δομής της τράπεζας, τα οποία με τη σειρά τους οδηγούν σε βελτιωμένη απόδοση. Η έρευνα της κεφαλαιαγοράς εξετάζει κυρίως το πώς η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά στις ανακοινώσεις των Ε&Σ θεωρώντας ότι η αντίδραση αυτή είναι μια σημαντική ένδειξη του πόσο η Ε&Σ αναμένεται να επηρεάσει τη συνολική απόδοση των εμπλεκόμενων τραπεζών.

### **3. Κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων**

Σε όλη την ιστορία υπήρξαν κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι Ε&Σ έχουν γίνει ένα σημαντικό εργαλείο για την ανακατανομή των πόρων και για την εκτέλεση εταιρικών στρατηγικών (Koller et al., McKinsey & Company, 2010). Συγκεκριμένα, οι περισσότερες εταιρείες είναι σε θέση να φτάσουν σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο ανάπτυξης, χρησιμοποιώντας δικούς τους πόρους, αλλά όχι περισσότερο. Ωστόσο, ο αυξανόμενος ανταγωνισμός αναγκάζει τις εταιρείες να επανεξετάσουν τα κίνητρά τους για επενδύσεις. Οι εταιρείες θα πρέπει στη συνέχεια να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν είτε νέο χρήμα στην εταιρεία ή να την πουλήσουν σε μια λογική τιμή. Μια άλλη λύση, η οποία έχει γίνει όλο και πιο ελκυστική για τους διαχειριστές, είναι η συγχώνευση με άλλη εταιρεία και έτσι η απόκτηση ενός συμμάχου στη μάχη του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Χρησιμοποιώντας την αρχή “αν δεν μπορείς να τους νικήσεις, συνεργάσου μαζί τους” (Auerbach, 1988, σελ. 321), οι εταιρείες που έχουν παραμείνει στάσιμες βρίσκουν συχνά μια αποτελεσματική λύση ενώνοντας τις δυνάμεις τους με άλλους παίκτες στην ίδια αγορά ή σε συμπληρωματικούς κλάδους.

Ωστόσο, η πρόσφατη έκρηξη της δραστηριότητας των Ε&Σ άρχισε να μειώνεται το 2008, μετά από τρία εντυπωσιακά χρόνια και να βυθιστεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα το 2009, σε συνδυασμό με την οικονομική κρίση. Στη συνέχεια υπήρξε μια σταδιακή αύξηση ως προς τον όγκο των συναλλαγών και έντονες διακυμάνσεις ως προς την αξία τους (σχήμα 1, πηγή: mergermarket.com).



Σχήμα 1. Παγκόσμια δραστηριότητα Ε&Σ, πηγή mergermarket.com

Μετά τη φούσκα dot-com που έσκασε στην αρχή της 21ου αιώνα και τη φούσκα του real-estate κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2007-2010, οι επενδυτές και οι μέτοχοι έχουν γίνει επιφυλακτικοί ως το ποια θα είναι η επόμενη φούσκα που δεν θα έχει εκτιμηθεί σωστά. Είναι οι Ε&Σ εξίσου μια υπερτιμημένη μανία όπως και αυτές των προηγούμενων περιόδων οικονομικής ύφεσης; Θα οδηγήσουν στην καταστροφή της αξίας; Τα κύματα των Ε&Σ και η σταθερή αύξηση τους, φαίνεται να έχουν ένα θεμελιώδες μοτίβο στην εμφάνιση των τάσεων. Το ερώτημα είναι κατά πόσον η εκθετική έκρηξη των Ε&Σ ωθείται μόνο από τις ορθολογικές επιπτώσεις, όπως η βελτίωση της αξίας ή και από την κοινωνική συμπεριφορά επιδεικνύοντας τη δύναμη και τη θέση. Οι Ε&Σ έχουν καταστεί πλέον πληθωριστικός όρος. Αν μια εταιρεία δεν συμμετέχει στο παιχνίδι των Ε&Σ, θα πρέπει να θεωρείται αυτσαίντερ.

Δείχνοντας στους ανταγωνιστές ότι έχουν τη δυνατότητα να τους εξαγοράσουν, υποδηλώνει μια ένδειξη πλούτου και δύναμης (Cartwright, Cartwright, & Cooper, 2000). Ως εκ τούτου, οι Ε&Σ αντιπροσωπεύουν πολύ περισσότερο από ορθολογικές

αποφάσεις διαχείρισης που προσθέτουν αξία, διότι εμφανίζουν τη δύναμη και την υπεροχή (Hayward & Hambrick, 1997).

Πρόσφατα υπήρξαν συζητήσεις σχετικά με την υπερτίμηση των επενδύσεων σε Ε&Σ που προκαλείται από διοικητική συμπεριφορά, (Hartley, 2011). Αυτό οδηγεί σε μια έκκληση για περισσότερο ορθολογισμό για λογαριασμό της διοίκησης και των κυβερνητικών ρυθμίσεων με σκοπό την προστασία των μετόχων. Υπάρχει ανάγκη για την ακριβή μέτρηση της αξίας των Ε&Σ ώστε να ληφθούν επιτυχημένες αποφάσεις και να αποφευχθεί η αβεβαιότητα.

### **3.1. Εξαγορές και συγχωνεύσεις στον Ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα**

Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, ο Ευρωπαϊκός τραπεζικός τομέας έχει γνωρίσει σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές που οδήγησαν στην ενοποίηση του μέσω ενός μεγάλου αριθμού συγχωνεύσεων και εξαγορών και την αύξηση των αμοιβαίων συνεργασιών. Οι κυριότεροι παράγοντες που συνέβαλλαν σε αυτές τις εξελίξεις ήταν οι τεχνολογικές εξελίξεις, η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η ενίσχυση της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων, η δημιουργία μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και η εισαγωγή του ευρώ. Επίσης, σε πολλές χώρες, ιδίως όπου οι μικρότερες τράπεζες ήταν περισσότερες, η αύξηση των Ε&Σ αποδόθηκε στην επιθυμία των τραπεζών να αυξηθούν σε μέγεθος, ώστε να αποκτήσουν οφέλη ως προς τη δύναμη της αγοράς ή/και την αποτελεσματικότητα καθώς ο ανταγωνισμός στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά αυξανόταν.

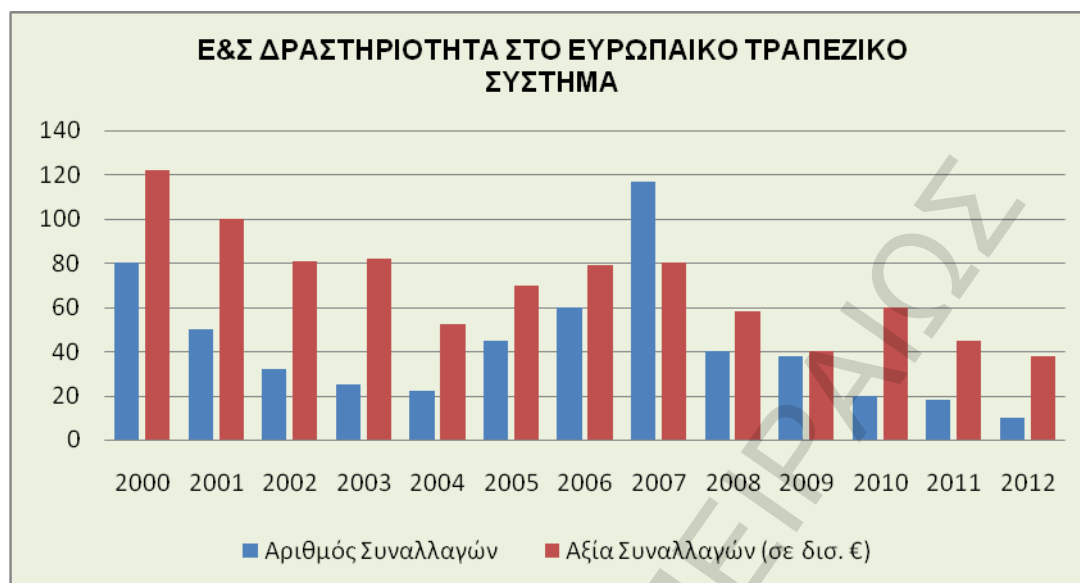
Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη δραματική μείωση του αριθμού των πιστωτικών ιδρυμάτων στην ΕΕ-15 από 12.000 στο τέλος του 1990 σε μόλις πάνω από 7.000 στο τέλος του 2004, με την πλειοψηφία των Ε&Σ να αφορούν εγχώριες συμφωνίες (European Central Bank, EU Banking Structure, 10/2005).

Από το 2005 και μέχρι και το 2007, τόσο ο αριθμός όσο και η αξία των συναλλαγών Ε&Σ παρουσίασε αύξηση (σχήμα 2). Η αύξηση αυτή οφείλεται στην εξαγορά της ABN Amro από τη Royal Bank of Scotland, της Fortis από τη Santander και της συγχώνευσης της Sanpaolo IMI από τη Bank Intesa. Όμως, από το 2008 και μέχρι το 2012, η συνολική αξία των συναλλαγών μειώθηκε δραματικά στα €38δισ.. Η δραστηριότητα των συναλλαγών Ε&Σ παρέμεινε υποτονική παρά των ευκαιριών που δημιούργησαν οι πιεσμένες τιμές των μετοχών. Ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων στο τέλος του 2012 ανερχόταν σε 6.000 (European Central Bank, EU Banking Structure, 11/2013).

Πιστεύεται ότι η σημαντική αυτή πτώση των συναλλαγών Ε&Σ οφείλεται κυρίως στις συντηρητικές στρατηγικές επέκτασης, στην αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις



οικονομικές προοπτικές, στα τρωτά σημεία του τραπεζικού τομέα και στον προσανατολισμό των τραπεζικών ιδρυμάτων για ενίσχυση της κεφαλαιακής τους επάρκειας και για την προστασία τους από τους κινδύνους.



Σχήμα 2. Η δραστηριότητα των Ε&Σ στο Ευρωπαϊκό Τραπεζικό Σύστημα, πηγή European Central Bank, EU Banking Structure, 11/2013

### 3.2. Μια επισκόπηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος

Πριν από τη δεκαετία του 1980, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν ελεγχόμενο από τις εποπτευόμενες αρχές κυρίως λόγω της μεσολάβησης της ελληνικής κυβέρνησης και ενός πολύπλοκου συστήματος πιστωτικών κανόνων, σε ένα σταθερού επιτοκίου περιβάλλον. Ως αποτέλεσμα, το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτουργούσε αναποτελεσματικά και με σοβαρά προβλήματα στη λειτουργία του συστήματος (Λιαργκόβας και Ρεπούσης, 2011). Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος κινήθηκε κυρίως λόγω της συμμετοχής της Ελλάδας στην ενιαία ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, η εφαρμογή του νέου νόμου (1266/1982) διευκόλυναν τη μερική απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, ειδικότερα με την ενίσχυση του ρόλου της Τράπεζας της Ελλάδας για τη διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής. Παρά το γεγονός ότι αρκετές μεταρρυθμίσεις εφαρμόστηκαν, το «παλιό» κυβερνητικό γραφειοκρατικό οικονομικό σύστημα άμεσων ελέγχων παρέμεινε σε ισχύ μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1980 (Τσιώνας, Χριστόπουλος 2003).

Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, με την έναρξη ισχύος της δεύτερης τραπεζικής οδηγίας (το 1992) και η εναρμόνιση των εθνικών κανονισμών εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), οδήγησε στη μείωση του πληθωρισμού και των επιτοκίων στην ελληνική οικονομία (Τσιώνας, 2003) καθώς και στην αύξηση της

αποτελεσματικότητας, την ανάπτυξη, την απελευθέρωση και τον εκσυγχρονισμό του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Ως αποτέλεσμα, το αποτέλεσμα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος κατά την περίοδο από το 1990 έως το 2006 ήταν υπερδιπλάσιο του αντίστοιχου ποσοστού του ελληνικού ΑΕΠ, με ετήσια αύξηση 6,6% (Αθανασόγλου et al., 2008). Σύμφωνα με Παγουλάτο και Τριαντόπουλο (2009), κατά την περίοδο 1997-2007, ο αριθμός των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αυξήθηκαν κατά 14,5% και το σύνολο ενεργητικού των τραπεζών έφτασε την απίστευτη τιμή των €383 δισεκατομμυρίων το 2007 (234% αύξηση στις τιμές της αγοράς). Κατά την περίοδο της απελευθέρωσης, η ανάπτυξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος προήλθε κυρίως από τραπεζικό δανεισμό για την αγορά κατοικίας (μέσος ετήσιος όρος τραπεζικού δανεισμού ήταν 28,3%), της καταναλωτικής πίστης (μέσος ετήσιος όρος τραπεζικού δανεισμού ήταν 28,6%) και της τραπεζικής επιχειρήσεων (μέσος ετήσιος όρος τραπεζικού δανεισμού ήταν 12%).

Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδας, η έκρηξη των πιστώσεων οδήγησε σε 15,7% ετήσια αύξηση των τραπεζικών κερδών προ φόρων κατά την περίοδο 1997-2007 (Τράπεζα της Ελλάδας, 2008).

Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, μια συστημική παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση προέκυψε. Ωστόσο, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν σχετικά απρόσβλητο από την παγκόσμια οικονομική κρίση γεγονός που οφείλεται στη συντηρητική δραστηριότητά του, ελάχιστη έκθεση σε «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία, περιορισμένη ενσωμάτωσή στην χρηματοπιστωτική αγορά της ΕΕ, κεφαλαιακή επάρκεια και σχετικά μικρή αγορά κεφαλαίου και χρήματος σε σχέση με εκείνες των άλλων χωρών της ΕΕ (Παγουλάτος και Τριαντόπουλος, 2009). Ωστόσο, το φθινόπωρο του 2009, η ελληνική δημοσιονομική κρίση ξέσπασε, ως εκ τούτου προκάλεσε τους αμερικάνικους πιστωτικούς οίκους αξιολόγησης στη σταδιακή και δραματική υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, η ελληνική κρίση χρέους αποκάλυψε τις αδυναμίες της ελληνικής και ευρωπαϊκής διακυβέρνησης, τονίζοντας την αδυναμία, τους ελλιπείς και μη ισορροπημένους στο σύνολο τους Οικονομικούς και Νομισματικούς κανόνες της Ένωσης (ΟΝΕ) (που χρονολογείται από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ) για να αντιδρά αμέσως με τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τόσο η ΕΕ όσο και η Ελλάδα. Κατά τη διάρκεια του Μαΐου 2010, οι κυβερνήσεις της ΕΕ ξεκίνησαν μια παρέμβαση που περιλάμβανε €110 δισεκατομμύρια δάνειο για την Ελλάδα (το ένα τρίτο της χρηματοδότησης προήλθε από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και τα δύο τρίτα προέρχονται από κράτη της ΕΕ) και €750 δισεκατομμύρια από το μηχανισμό στήριξης για το Ευρωσύστημα ως σύνολο. Ωστόσο, προκειμένου η Ελλάδα να επωφεληθεί από αυτό το τεράστιο δάνειο, η χώρα θα έπρεπε να ακολουθήσει μια

αυστηρή ΕΕ-ΔΝΤ δέσμη μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης των οποίων η εφαρμογή θα παρακολουθείτο αυστηρά από το ΔΝΤ και την ΕΕ σε τριμηνιαία βάση.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είχε να αντιμετωπίσει αρκετά προβλήματα σε αυτό το δυσμενές περιβάλλον, που σχετίζονται κυρίως με τη σημαντική εκροή καταθέσεων. Λόγω εικασιών ότι η Ελλάδα θα μπορούσε να βγει από τη ζώνη του ευρώ, πάνω από 24 δισ. ευρώ αποσύρθηκαν από τις ελληνικές τράπεζες από το Μάιο του 2012. Ως αποτέλεσμα, υπήρχαν λιγότερα χρήματα για να δανείσουν και ως εκ τούτου οι πιο μικρές ελληνικές επιχειρήσεις πτωχεύσαν. Το φαινόμενο αυτό προκάλεσε, επίσης, λιγότερες επιχειρήσεις να ζητήσουν τραπεζικά δάνεια. Η δραστηριότητα των ελληνικών τραπεζών είχε ως εκ τούτου στασιμότητα. Οι ελληνικές τράπεζες δανείζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) για να λύσουν τα προβλήματα ρευστότητάς τους. Ωστόσο, λόγω της αυξημένης πίεσης από την ΕΚΤ, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα προσπαθεί να μειώσει την εξάρτηση της χρηματοδότησής της. Σύμφωνα με τους Λιαργκόβας και Ρεπούση (2011), για να αποφευχθεί μια πιθανή κρίση ρευστότητας, οι ελληνικές τράπεζες πρέπει να βελτιώσουν την ρευστότητά τους, η οποία θα μπορούσε να επιτευχθεί μόνο μέσω των Ε&Σ.

### **3.3. Ιστορική αναδρομή συγχωνεύσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα**

Όπως διακρίνεται στον Πίνακα 1, τα πρώτα δειλά βήματα στον τομέα των Ε&Σ στην ελληνική τραπεζική αγορά πραγματοποιήθηκαν τη διετία 1996-1997 με την εξαγορά της Interbank από τη Eurobank και τη συγχώνευση των στεγαστικών τραπεζών, Εθνική Στεγαστική Τράπεζα και Εθνική Κτηματική Τράπεζα, του ομίλου της Εθνικής Τράπεζας. Ακολούθησαν σημαντικές Ε&Σ το 1998, όπως η εξαγορά της τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης από τη τράπεζα Πειραιώς, της τράπεζας Κρήτης από τον όμιλο Eurobank και της Εθνικής Στεγαστικής Τράπεζας από την Εθνική Τράπεζα.

Παράλληλα, την ίδια περίοδο ξεκίνησαν οι πρώτες προσπάθειες των Ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων να εισέλθουν στην τραπεζική αγορά των Βαλκανίων. Επιπροσθέτως, στα τέλη της δεκαετίας του 1990, η απότομη άνοδος της χρηματιστηριακής αγοράς επέτρεψε στα τραπεζικά ιδρύματα να αντλήσουν χρηματικά κεφάλαια, σημαντικό μέρος των οποίων διοχετεύτηκε είτε σε εξαγορές είτε σε αυτόνομη επέκταση του υφιστάμενου δικτύου τους. Είναι ενδεικτικό ότι το 1999 (έτος κορύφωσης του χρηματιστηρίου) τα τραπεζικά ιδρύματα άντλησαν 1,2 δισ. δρχ. από τη κεφαλαιαγορά, ποσό τριπλάσιο από τα αντληθέντα κεφάλαια της τετραετίας 1995-1998, και τα κέρδη τους προ φόρων ήταν αυξημένα κατά 100% σε σχέση με το 1998.

Πίνακας 1. Συγχωνεύσεις στην Ελληνική Τραπεζική Αγορά 1996-2013

Έτος	Αγοραστής	Συγχωνευθείς
1996	Ευρωεπενδυτική Τράπεζα	Interbank
1997	Εθνική Κτηματική Τράπεζα	Εθνική Στεγαστική Τράπεζα
	Τράπεζα Πειραιώς	Chase Manhattan (Ελληνικό δίκτυο)
1998	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	Εθνική Κτηματική Τράπεζα
	Eurobank	Τράπεζα Κρήτης, Τράπεζα Αθηνών
	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Μακεδονίας Θράκης, Χίος Bank, Credit Lyonnais Ελλάς
	Εγνατία Τράπεζα	Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος
1999	Alpha Τράπεζα Πίστewος	Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα
	Eurobank	Τράπεζα Εργασίας
	Τράπεζα Πειραιώς	National Westminster Bank
	Telesis AXE	Δωρική Τράπεζα
2000	Credit Agricole	8,83% Εμπορικής Τράπεζας
2001	EFG Eurobank-Εργασίας	Telesis Τράπεζα Επενδύσεων
2002	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	ΕΤΕΒΑ
	Τράπεζα Πειραιώς	ΕΤΒΑ
2003	Societe Generale	Γενική Τράπεζα
2004	Εμπορική Τράπεζα	Τράπεζα Επενδύσεων
2005	Marfin Bank	10% Egnatia Bank
2006	Credit Agricole	71,97% Εμπορικής Τράπεζας
	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	Εταιρεία Εθνικής Αξιοποίησης Ακινήτων & Εκμετάλλευσης Γενικών Αποθηκών
	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	Finansbank
2007	Marfin Popular Bank	Marfin Bank, Εγνατία Τράπεζα, Λαϊκή Τράπεζα (Ελλάς)
2012	Τράπεζα Πειραιώς	Ate Bank (Good bank)
2013	Τράπεζα Πειραιώς	Geniki Bank, Τράπεζα Κύπρου, Cyprus Popular Bank, Ελληνική Τράπεζα, Millennium Bank Ελλάδας
	Alpha Bank	Εμπορική Τράπεζα
	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	ProBank, FBB Bank
	Eurobank	Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο (Good bank), Proton Bank (Good Bank)

Πηγή: Ελληνική Ένωση Τραπεζών (Στοιχεία 2013)

### **3.3.1. Ανάλυση περιπτώσεων εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο**

Στη συνέχεια γίνεται μια συνοπτική αναφορά στις κυριότερες περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1996-2013 στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο.

#### **1. Εθνική Τράπεζα:**

Οι κινήσεις της Εθνικής Τράπεζας στον τομέα και εξαγορών και συγχωνεύσεων στην εγχώρια τραπεζική αγορά στη διάρκεια της τελευταίας 20ετίας περιορίζονται καθαρά σε κινήσεις "εσωτερικών υποθέσεων", που σε κάθε περίπτωση ενδυνάμωσαν την ηγετική της θέση.

Συγκεκριμένα: Το 1998 η Εθνική Τράπεζα απορρόφησε την Κτηματική Τράπεζα, η οποία το 1997 είχε συγχωνευθεί με την Εθνική Στεγαστική. Οι δυο αυτές τράπεζες (και κυρίως η Κτηματική) είχαν τον έλεγχο της "στεγαστικής πίστης" καθώς και ισχυρό δίκτυο καταστημάτων.

Το 2002 η Εθνική απορρόφησε την ΕΤΕΒΑ.

Αξίζει να αναφερθούν και οι δύο αποτυχημένες προσπάθειες συγχώνευσης της Εθνικής με την Alpha Bank, που στόχο είχαν τη δημιουργία της μεγαλύτερης τράπεζας όχι μόνο στην Ελλάδα αλλά και σε ολόκληρη τη νοτιοανατολική Ευρώπη. Η πρώτη απόπειρα συγχώνευσης Εθνικής – Alpha, πραγματοποιήθηκε το 2001 με το "διαζύγιο" να έρχεται λίγο μετά την αναλυτική παρουσίαση όλων των επιμέρους πτυχών της, ενώ η δεύτερη προσπάθεια έγινε μια δεκαετία αργότερα, το 2011, με τη συμφωνία επίσης να διαλύεται όταν οι διαδικασίες είχαν φθάσει σε προχωρημένο στάδιο.

Στο χώρο της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, πέρα από την εξαγορά τραπεζών (ή ίδρυση θυγατρικών) σε όλες σχεδόν τις χώρες της βαλκανικής, πρέπει να τονιστεί η εξαγορά από την Εθνική μεγάλης τράπεζας στην Τουρκία, της Finansbank, το 2006.

Τέλος, τον Μάιο του 2013, μετά την αποτυχημένη προσπάθεια για τη συγχώνευση της Εθνικής με την Eurobank, η Εθνική Τράπεζα απορρόφησε την ProBank και την FBB BANK.

#### **2. Alpha Bank:**

Η Alpha Bank έχει πραγματοποιήσει μέχρι σήμερα μια μόνον, αλλά σημαντική σε μέγεθος εξαγορά και συγχώνευση τράπεζας στην Ελλάδα:

Το 1999 πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τραπέζης από την Εμπορική Τράπεζα. Στις 11 Απριλίου 2000 εγκρίθηκε η συγχώνευση της Ιονικής Τραπέζης με απορρόφησή της από την Alpha Τράπεζα Πίστewς. Η νέα διευρυμένη τράπεζα που προέκυψε ονομάστηκε Alpha Bank.

Όμως, η Alpha Bank, βρέθηκε στο επίκεντρο τριών ιδιαίτερα σημαντικών προσπαθειών συγχώνευσης (δύο φορές με την Εθνική Τράπεζα το 2001 και το 2011 και μια με την Eurobank το 2011), με στόχο τη δημιουργία της μεγαλύτερης Ελληνικής τράπεζας. Ως γνωστόν και οι τρεις αυτές προσπάθειες δεν είχαν επιτυχή κατάληξη.

Μετά την πρόσφατη απόφαση της Credit Agricole, η Alpha Bank να προέβη στην εξαγορά της Εμπορική Bank.

### **3. Eurobank**

Η Eurobank, (που ιδρύθηκε το 1990 με αρχική επωνυμία «Ευρωεπενδυτική Τράπεζα»), πραγματοποιεί το 1996 την εξαγορά της Interbank Ελλάδος. Το 1997 γίνεται η συγχώνευση Eurobank – Interbank, ενώ επίσης πραγματοποιείται και η εξαγορά του δικτύου καταστημάτων της Credit Lyonnais Grece SA.

Ένα χρόνο αργότερα ακολουθεί η εξαγορά ποσοστού συμμετοχής ελέγχου της Τράπεζας Αθηνών. Το 1998 η CEH (βασικός μέτοχος της Eurobank) εξαγοράζει το 99,8% του υγιούς μέρους της Τράπεζας Κρήτης. Επίσης η CEH και η EFG Eurobank εξαγοράζουν από κοινού ποσοστό 18,4% στην Τράπεζα Εργασίας.

Το 1999 γίνεται μεταβίβαση της Τράπεζας Κρήτης στην EFG Eurobank, καθώς και η συγχώνευση δραστηριοτήτων EFG Eurobank - Τράπεζας Αθηνών με ανταλλαγή μετοχών.

Το 1999 η CEH αποκτά το 50,1% της Τράπεζας Εργασίας, μετά από δημόσια προσφορά (χαρακτηρίστηκε ως επιθετική εξαγορά), γεγονός ιδιαίτερα σημαντικό για την ενίσχυση της Eurobank.

Το 2000 πραγματοποιείται η συγχώνευση EFG Eurobank και Τράπεζας Εργασίας και η μετονομασία σε Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias.

Το 2001 η Eurobank προχωρά στην εξαγορά και συγχώνευση της Τέλεσις Επενδύσεων, η οποία προηγουμένως είχε εξαγοράσει και ενσωματώσει την Δωρική Τράπεζα.

Σημειώνεται ακόμη και οι πρόσφατες προσπάθειες συγχώνευσης Eurobank με Alpha Bank & Eurobank με Εθνική Τράπεζα, που ξεκίνησαν στα τέλη Αυγούστου του 2011 και του 2012 αντίστοιχα, αλλά δεν είχαν επιτυχή κατάληξη.

Τέλος, μέσα στο 2013, τα “υγιή” τμήματα των τραπεζών Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και Proton Bank απορροφήθηκαν από την Eurobank.

### **4. Τράπεζα Πειραιώς:**

Το 1998 η Τράπεζα Πειραιώς προχώρησε στην απορρόφηση των εργασιών της Chase Manhattan στην Ελλάδα, στην εξαγορά της Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης και της μικρής εξειδικευμένης Τράπεζας Credit Lyonnais Hellas.

Στις αρχές του 1999 απέκτησε τον έλεγχο της Τράπεζας Χίου και απορρόφησε τις εργασίες 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.

Στις αρχές του 2002, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τον έλεγχο της ETBA bank, η απορρόφηση της οποίας ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο 2003.

Πρόσφατα, στα τέλη Ιουλίου 2012, η Τράπεζα Πειραιώς απόκτησε το "υγιές" τμήμα της Αγροτικής Τράπεζας. Επίσης, μέσα στο 2013 ολοκληρώθηκαν οι συγχωνεύσεις με τη Γενική Τράπεζα, τη CPB BANK, την Ελληνική Τράπεζα και την Τράπεζα Κύπρου.

Όλα τα παραπάνω αναφέρονται στις εξαγορές και συγχωνεύσεις στην εγχώρια τραπεζική αγορά. Πρέπει να επισημανθεί όμως η μεγάλη παρουσία και των τεσσάρων τραπεζικών ομίλων στο χώρο των Βαλκανίων και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης γενικότερα, με την εξαγορά τοπικών πιστωτικών ιδρυμάτων ή τη δημιουργία νέων τραπεζών. Αναλυτική παρουσίαση των συγχωνεύσεων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος θα πραγματοποιηθεί σε επόμενο κεφάλαιο.

## 4. Θεσμικό Πλαίσιο

Τις τελευταίες δεκαετίες, η διεθνής τραπεζική συνταράσσεται από θεαματικές αλλαγές στην κατεύθυνση της συγχώνευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ιδιαίτερα, τα τελευταία χρόνια, μετά τη χρηματοοικονομική κρίση, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων κρίθηκαν αναγκαίες προκειμένου να σταθεροποιηθεί το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Κάθε χώρα έχει αναπτύξει το δικό της νομοθετικό πλαίσιο ώστε να διευκολύνει τα τραπεζικά ιδρύματα στην ολοκλήρωση των Ε&Σ.

### 4.1. Ελληνικό θεσμικό πλαίσιο

Στην Ελλάδα, με το νόμο 2243/1959 επιδιώχθηκε η αναγκαστική συγχώνευση των τραπεζικών ιδρυμάτων στο όνομα της αναδιοργάνωσης του τραπεζικού μας συστήματος. Το εγχείρημα αυτό συντέλεσε αποφασιστικά στην ανάπτυξη ολιγοπωλιακής δομικής διάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Το υπάρχον νομοθετικό πλαίσιο τροποποιήθηκε με το ν. 2515/1997, ο οποίος περιλαμβάνει σε συνάρτηση με τα οριζόμενα στο ν. 2076/1992 σειρά ευνοϊκών διατάξεων που έχουν εφαρμογή στη συγχώνευση ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων που έχουν την έδρα τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση και δεν έχουν ρητά εξαιρεθεί από τις κοινοτικές οδηγίες.

Συνοπτικά, το άρθρο 16 του ν. 2515/1997 αναφέρει:

- ❖ Συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρείας, κατά τους ορισμούς του άρθρου 68 του κ.ν. 2190/1920.
- ❖ Για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευομένων πιστωτικών ιδρυμάτων συντάσσεται έκθεση προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του κ.ν. 2190/1920.
- ❖ Αντί της εκτίμησης που προαναφέρθηκε, μπορεί να γίνει ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των υπό συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως αυτά εμφανίζονται στους ισολογισμούς που συντάσσονται για το σκοπό αυτόν. Στην περίπτωση αυτή η διενέργεια του ελέγχου για τη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων των πιστωτικών ιδρυμάτων που συμμετέχουν στη συγχώνευση πραγματοποιείται από έναν τουλάχιστον ορκωτό ελεγκτή, που ορίζεται για το σκοπό αυτόν από κάθε πιστωτικό ίδρυμα που συμμετέχει στη συγχώνευση και συντάσσει προς το σκοπό αυτόν σχετική έκθεση. Στις εκθέσεις πρέπει να περιλαμβάνονται



τουλάχιστον οι εξής πληροφορίες: α) η μέθοδος ή οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν για τον καθορισμό της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών και β) δήλωση για το αν οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για τις συγκεκριμένες περιπτώσεις, τις αξίες που προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθόδου και γνώμη για τη βαρύτητα που αποδόθηκε σε ορισμένες μεθόδους για τον προσδιορισμό των αξιών αυτών.

- ❖ Ουδμία φορολογική υποχρέωση δημιουργείται για το νέο πιστωτικό ίδρυμα που συνιστάται με τη συγχώνευση ή για το απορροφών και το απορροφόμενο πιστωτικό ίδρυμα, καθώς και για τους μετόχους τους, συνεπεία της συγχώνευσης, ιδίως για τυχόν εμφανιζόμενες υπεραξίες που προκύπτουν από τη συγχώνευση, με εξαίρεση το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων.
- ❖ Ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά εκ των μη διανεμομένων κερδών ή άλλα αφορολόγητα αποθεματικά ή αφορολόγητες κρατήσεις επί των κερδών που υφίστανται στα συγχωνευμένα πιστωτικά ιδρύματα δεν υπόκεινται σε φορολόγηση κατά το χρόνο της συγχώνευσης, εφόσον μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσια σε αντίστοιχους ειδικούς λογαριασμούς του απορροφώντος ή του νέου πιστωτικού ιδρύματος.
- ❖ Ο Υπουργός Ανάπτυξης εκδίδει τη εγκριτική απόφαση της συγχώνευσης, σύμφωνα με τις διατάξεις της νομοθεσίας για τα πιστωτικά ιδρύματα, αφού έχει προηγηθεί η έγκριση της συγχώνευσης από την Τράπεζα της Ελλάδος εντός 2 μηνών από τη γνωστοποίηση.

Η προστασία του ελεύθερου ανταγωνισμού αποτελεί τον πυρήνα του σύγχρονου δικαίου της αγοράς και της οικονομικής δημόσιας τάξης. Η απελευθέρωση της αγοράς από τις κάθε είδους κρατικές παρεμβάσεις και η δημιουργία μηχανισμών προάσπισης του αγαθού του ελεύθερου ανταγωνισμού αποτέλεσε κεντρική επιλογή και ταυτόχρονα κοινοτική οδηγία. Στη χώρα μας το δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού απέκτησε νομοθετικό πλαίσιο με τη θέσπιση του ν. 703/1977. Ρυθμίσεις για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων δεν περιελήφθησαν αρχικά στο νόμο αυτό εξαιτίας αφενός του αντίστοιχου κενού την εποχή εκείνη στην κοινοτική νομοθεσία, αφετέρου της τάσης ενίσχυσης της χαμηλής ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων. Το πρόβλημα των δυσμενών επιπτώσεων των συγκεντρώσεων στον ελεύθερο ανταγωνισμό αντιμετωπίστηκε νομοθετικά με την τροποποίηση που επέφεραν στον παραπάνω νόμο οι ν. 1934 και 2000/1991, η οποία υπήρξε και απόρροια της θέσπισης του κοινοτικού κανονισμού 4064/1989. Με τον ν. 2296/1995 άλλαξε ο ρόλος της Επιτροπής Ανταγωνισμού με την αναβάθμισή της σε Ανεξάρτητη Διοικητική Αρχή με

δικές της υπηρεσίες και καθιερώθηκε ο προληπτικός έλεγχος των σημαντικών σε μέγεθος συγκεντρώσεων.

Ο ν. 703/1977 περί προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού, όπως ισχύει σήμερα, προβλέπει την υποχρέωση γνωστοποίησης της συγκέντρωσης των επιχειρήσεων εντός ενός μηνός από την πραγματοποίησή τους στην Επιτροπή Ανταγωνισμού εφόσον το μερίδιο αγοράς των προϊόντων ή υπηρεσιών που αφορά αντιπροσωπεύει στην εθνική αγορά ή σε ένα σημαντικό τμήμα της τουλάχιστον 10% του συνολικού κύκλου εργασιών που πραγματοποιείται με τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες που θεωρούνται ομοειδή από τον καταναλωτή, ή όταν ο συνολικός κύκλος εργασιών όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν ανέρχεται τουλάχιστον σε €10εκ.. Στις περιπτώσεις όμως που το μερίδιο αγοράς ανέρχεται στο 25% ή ο συνολικός κύκλος εργασιών σε €50εκ., ενώ ταυτόχρονα δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες στη συγκέντρωση επιχειρήσεων πραγματοποιούν καθεμιά χωριστά στην εθνική αγορά συνολικό κύκλο εργασιών ύψους άνω των €5εκ., η γνωστοποίηση πρέπει να πραγματοποιείται εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη σύναψη της συμφωνίας ή τη δημοσίευση της προσφοράς ή ανταλλαγής ή την απόκτηση συμμετοχής που εξασφαλίζει τον έλεγχο άλλης επιχείρησης. Σε αυτό το σημείο πρέπει να γίνει ιδιαίτερη διάκριση μεταξύ του ελέγχου που επέρχεται συμβατικά και της απόκτησης ελέγχου που δεν αποτελεί αντικείμενο σύμβασης. Στην πρώτη περίπτωση η συμφωνία πρέπει να γνωστοποιηθεί αλλά δεν πρέπει να πραγματοποιηθεί πριν από την έκδοση μιας από της αναφερόμενες στο άρθρο 4ε παρ. 1 αποφάσεις. Στην άλλη περίπτωση, δηλαδή όταν η απόκτηση ελέγχου δεν αποτελεί αντικείμενο συμφωνίας ή ακόμη και όταν επιτυγχάνεται στα πλαίσια χρηματιστηριακών συναλλαγών, όπου η γνωστοποίηση δεν είναι δυνατή πριν από την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης, ο νόμος προβλέπει τη μεταγενέστερη γνωστοποίηση.

Όσον αφορά τα τραπεζικά ιδρύματα αντί του κύκλου εργασιών λαμβάνεται υπόψη το ένα δέκατο των στοιχείων του ενεργητικού τους όπως αυτό προκύπτει από τον ισολογισμό της τελευταίας κλεισμένης χρήσης ενώ για καθεμία χωριστά από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις λαμβάνεται υπόψη αντί του συνολικού κύκλου εργασιών το ένα δέκατο των στοιχείων του ενεργητικού πολλαπλασιαζόμενο επί τον λόγο των απαιτήσεων που προκύπτουν από συναλλαγές με τράπεζες, άλλα πιστωτικά ιδρύματα και πελάτες που έχουν την εγκατάσταση ή την κατοικία τους στη Ελλάδα επί το συνολικό ποσό των απαιτήσεων αυτών. (Παπαϊωάννου, Ένωση ελληνικών Τραπεζών, 1998)

#### 4.1.1. Η Επιτροπή Ανταγωνισμού και Εποπτικές Αρχές

Τόσο η Επιτροπή Ανταγωνισμού όσο και η Τράπεζα της Ελλάδος αποτελούν τα βασικά εποπτικά όργανα των τραπεζών σε θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Η Επιτροπή Ανταγωνισμού με τη σημερινή της μορφή κλήθηκε αρκετές φορές να παρέμβει, ύστερα από προηγούμενη γνωστοποίηση και να ασκήσει έλεγχο σε επιχειρούμενες συγκεντρώσεις, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο ν. 703/1977, όπως ισχύει σήμερα.

Η Τράπεζα της Ελλάδος από την πλευρά της ασκεί προληπτική εποπτεία στα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα μέσω ενός σχετικού πλαισίου προληπτικής εποπτείας. Αναμφίβολα το πιο σημαντικό τμήμα του κανονιστικού πλαισίου είναι απόρροια της ενσωμάτωσης στο ελληνικό δίκαιο των διατάξεων των κοινοτικών οδηγιών, οι οποίες με τη σειρά τους έχουν επηρεαστεί από τους κανόνες της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία. Η Τράπεζα της Ελλάδος βέβαια έχει συμπληρώσει το εν λόγω πλαίσιο με διατάξεις προληπτικού χαρακτήρα, τις οποίες έχει κρίνει αναγκαίες για τη διασφάλιση της σταθερότητας στην ελληνική αγορά. Έχει λοιπόν καθιερώσει δύο ανώτατα όρια των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των πιστωτικών ιδρυμάτων για τα οποία υφίσταται απαγόρευση υπέρβασης:

1. Απαγορεύεται η υπέρβαση ποσού που αντιστοιχεί σε ποσοστό 25% των ιδίων κεφαλαίων κάθε μεγάλου χρηματοδοτικού ανοίγματος των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ειδικά τα χρηματοδοτικά ανοίγματα των πιστωτικών ιδρυμάτων προς κάθε μία και προς το σύνολο των παρακάτω επιχειρήσεων δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν συνολικά το ποσό που αντιστοιχεί σε ποσοστό 20% των ιδίων κεφαλαίων κάθε πιστωτικού ιδρύματος:
  - Τη μητρική τους επιχείρηση
  - Τη θυγατρική ή θυγατρικές τους επιχειρήσεις
  - Τη θυγατρική ή τις θυγατρικές επιχειρήσεις της μητρικής τους επιχείρησης
2. Τις επιχειρήσεις που ελέγχονται από φυσικά ή νομικά πρόσωπα που κατέχουν ειδική συμμετοχή στο πιστωτικό ίδρυμα ή συμπεριλαμβάνονται στους 5 μεγαλύτερους μετόχους του.
3. Το άθροισμα των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων κάθε πιστωτικού ιδρύματος δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 800% των ιδίων κεφαλαίων του. (Γαλιάτσος, Λιαργκόβας, Σαχινίδης, Τασάκος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2006)

#### 4.1.2. Νομοθετικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Στα πλαίσια τέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης το νομοθετικό πλαίσιο για τις Ε&Σ συνοψίζεται στα εξής:

- ❖ Στο άρθρο 11 της δεύτερης συντονιστικής τραπεζικής Οδηγίας, σύμφωνα με το οποίο όσοι πρόκειται να αποκτήσουν μία ειδική συμμετοχή σε ένα πιστωτικό ίδρυμα οφείλουν να το γνωρίσουν στην αρμόδια εποπτική αρχή. Μετά τη γνωστοποίηση η εποπτική αρχή διαθέτει μία περίοδο τριών μηνών για να αντιταχθεί στο αίτημα. Για παράδειγμα, η εποπτική αρχή μπορεί να μην επιτρέψει την απόκτηση πλειοψηφικής συμμετοχής εάν δεν πεισθεί για τη φερεγγυότητα και ικανότητα χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης.
- ❖ Στο άρθρο της αποκαλούμενης post - BCCI Directive το οποίο υποχρεώνει τις εποπτικές αρχές να μην εγκρίνουν μια εξαγορά ή συγχώνευση εάν ο όμιλος αποτελεί εμπόδιο στην εποπτεία σε ατομική ή ενοποιημένη βάση. Σε ορισμένα κράτη μέλη της ΕΕ μια εξαγορά έξω από την ΕΕ απαιτεί έγκριση. Οι αρχές του κράτους καταγωγής μπορούν να απορρίψουν μία τέτοια εξαγορά για προληπτικούς λόγους όπως όταν το αποκτώμενο ίδρυμα θα προκαλέσει ένα αρνητικό αποτέλεσμα στην οργάνωση και τη χρηματοοικονομική θέση του αγοραστή. Η αξιολόγηση μιας διασυνοριακής εξαγοράς παραμένει στην αρμοδιότητα της εποπτικής αρχής του κράτους υποδοχής. Εάν το αποκτώμενο ίδρυμα καταστεί θυγατρική εταιρία του αγοραστή, οι αρχές του κράτους υποδοχής θα διατηρήσουν την εποπτεία και η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών εξασφαλίζεται με συμφωνίες συνεργασίας. Εάν το αποκτώμενο ίδρυμα καταστεί υποκατάστημα, η εποπτική αρχή της χώρας υποδοχής περιορίζεται μόνο στον έλεγχο ρευστότητας. Επειδή, πάντως, το πλαίσιο εποπτείας για τους χρηματοοικονομικούς ομίλους και ιδιαίτερα για τα χρηματοοικονομικά διασυνοριακά συγκροτήματα σε επίπεδο ΕΕ είναι ασθενές, οι πρακτικές που ακολουθούνται στα κράτη μέλη της ΕΕ είναι διαφορετικές. Προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης του διεθνούς και ευρωπαϊκού εποπτικού μοντέλου στις ανωτέρω περιπτώσεις κινούνται ήδη η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της ΕΚΤ και άλλες διεθνείς επιτροπές.
- ❖ Στις θεμελιακές οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την υλοποίηση του στόχου της ολοκλήρωσης σε πανευρωπαϊκή βάση των χρηματοπιστωτικών αγορών. ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 2000).

## Κεφάλαιο 3

### Επισκόπηση βιβλιογραφίας

Το κεφάλαιο αυτό θα δώσει τη δυνατότητα να κατανοηθούν οι έννοιες (εξαγορές, συγχωνεύσεις τραπεζών, κίνητρα συγχωνεύσεων) που εισάγονται στο 1ο κεφάλαιο. Αυτό πραγματοποιείται με την ανάλυση σχετικών άρθρων τα οποία έχουν εξαχθεί από αξιόπιστα επιστημονικά περιοδικά ώστε να παρέχουν μια αξιόπιστη επιστημονική προσέγγιση για τη μελέτη μας.

#### 1. Ανάλυση βιβλιογραφίας

Η επισκόπηση της βιβλιογραφίας διαιρείται σε δύο κύρια μέρη, μια θεωρητική μελέτη των Ε&Σ σε γενικές γραμμές σε ένα πρώτο μέρος, και μια μελέτη που επικεντρώθηκε σε Ε&Σ στον τραπεζικό κλάδο στο δεύτερο μέρος. Αυτή η επισκόπηση της βιβλιογραφίας προσφέρει στη μελέτη μας μια πραγματική θεωρητική άποψη. Εκτός από αυτό, ένας από τους στόχους μας ήταν να ληφθούν όσο το δυνατό περισσότερες γνώσεις σχετικά με το μεγάλο θέμα που ασχολείται με τις Ε&Σ και την απόδοση μετά την ολοκλήρωσή τους στον τραπεζικό κλάδο.

##### 1.1. Η εξαγορά ως δημιουργία αξίας (*Takeover as a creation of value*).

*Βασίζεται στις έρευνες των Jensen and Ruback.*

Σύμφωνα με Jensen και Ruback (1983), ο πραγματικός νικητής σε μια κατάσταση εξαγοράς είναι πολύ περισσότερο η εταιρεία-στόχος από ό,τι η εξαγοράζουσα επιχείρηση. “Τα στοιχεία δείχνουν ότι οι εταιρικές εξαγορές παράγουν θετικά κέρδη, προς όφελος των μετόχων της εταιρείας-στόχου, αλλά και οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας δεν χάνουν” (σελ. 2). Για την εξαγοράζουσα εταιρεία, δεν εμφανίζονται σημαντικά κέρδη και ιδιαίτερα όχι από “τη δημιουργία δύναμης στην αγορά”, όπως οι συγγραφείς αναφέρουν.

Οι συγγραφείς συνθέτουν τα στοιχεία για να βρουν τη μεταβολή της μη κανονικής τιμής της μετοχής ως ποσοστό, ανάλογα με την επιτυχία ή μη των προσφορών για Ε&Σ, των δημόσιων προσφορών, τόσο για στόχους όσο και τους αγοραστές.

Οι Asquith, Bruner και Mullins (1983) παραθέτουν επίσης το γεγονός ότι “οι μη κανονικές αποδόσεις των ανάδοχων επιχειρήσεων εξαρτάται από το σχετικό μέγεθος

του στόχου”. Οι δύο συγγραφείς προβάλλουν, επίσης, το ρόλο της αντιμονοπωλιακών οργάνων ως πηγή των πιθανών κερδών από τη συγχώνευση (σελ. 23).

Τα κύρια αποτελέσματα είναι ούτως ή άλλως ότι “και οι δύο, αγοραστής και στόχοι υφίστανται μικρές αρνητικές μη κανονικές αλλαγές των τιμών των μετοχών σε ανεπιτυχείς προσφορές” και “οι εξαγοράζουσες εταιρείες απολαμβάνουν στατιστικά μη κανονικά κέρδη 4% στις εξαγορές και μηδενικά ποσοστά στις συγχωνεύσεις” (σελ.5). Υπάρχουν πολλές πιθανές εξηγήσεις για τα αποτελέσματα μετά τις εξαγορές σχετικά με τις αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Αλλά δεδομένου ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες δεν χάνουν, “τα στοιχεία δείχνουν ότι οι εξαγορές δημιουργούν αξία”.

### **Κριτική ανάλυση**

Όπως και άλλοι ερευνητές αναφέρουν, η δομική εγκυρότητα που χρησιμοποιείται στο παρόν έγγραφο παρουσιάζει ορισμένες αδυναμίες. Καθώς οι μη κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται από τη διαφορά μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών, το κύριο θέμα προέρχεται από τον τρόπο που η αναμενόμενη απόδοση μετοχών προσδιορίζεται. Όπως οι Andrade G., Mitchell M., Stafford E (2001) υπογραμμίζουν: “η κατώτατη γραμμή είναι ότι εάν μακροπρόθεσμα οι αναμενόμενες αποδόσεις μπορούν μόνο κατά προσέγγιση να υπολογιστούν, τότε οι εκτιμήσεις των μακροπρόθεσμων μη κανονικών αποδόσεων είναι κατ’ ανάγκη ανακριβείς.” Έτσι, υφίστανται στατιστικές αδυναμίες σχετικά με την αξιολόγηση για τη μακροπρόθεσμη περίοδο υποθέτοντας μια ισορροπία εντός της αγοράς και η μη κανονική απόδοση είναι ανεξάρτητη από επιχείρηση σε επιχείρηση.

#### **1.2. Η δυσκολία αναφοράς για την επίδοση μετά την εξαγορά (*The difficulty to state on post-takeover performance*)**

*Βασίζεται στις έρευνες των Agrawal and Jaffe.*

Μοιραζόμαστε το συμπέρασμα των Roll (1986), Agrawal και Jaffe (2000) που πιστεύουν ότι η υπόθεση μιας μηδενικής μη κανονικής απόδοσης δεν θα πρέπει να απορριφθεί για τους αγοραστής (σελ. 2). Έτσι, η κύρια έρευνα των Agrawal και Jaffe βασίζεται στην ισχύ μιας αρνητικής απόδοσης μετά την εξαγορά, όπως προκύπτει και από τα συσσωρευμένα στοιχεία. Επίσης, ένα μέρος της μελέτης τους αφορά πιθανές εξηγήσεις της βιβλιογραφίας σχετικά με τη μακροχρόνια απόδοση. Μετά από τη δοκιμή διαφόρων μεθοδολογιών αναφορικά με τις μακροπρόθεσμες μελέτες απόδοσης, όπως, των Bradley και Jarrell (1988), Franks, Harris και Titman (1991), παραδέχονται ότι “η έλλειψη επιβεβαίωσης σε έγγραφα, καθώς και η χρήση των εμπειρικών μεθόδων θεωρούνται ανεπαρκείς για τη μέτρηση μιας μακροπρόθεσμης, μη-κανονικής

απόδοσης των μετοχών, προστατεύοντας τους από την κατάρτιση ενός ισχυρού συμπεράσματος στο σημείο αυτό”. (σελ.6)

Οι Agrawal και Jaffe (2000) επίσης, αναφέρονται στην απόδοση μετά από αποτυχημένες προσφορές, ωστόσο, τα αποτελέσματα του ελέγχου τους παρουσιάζουν δύο σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις και μία στατιστικά ασήμαντη, σύμφωνα με τη μελέτη του Limmack (1991). “Ωστόσο, τα αποτελέσματα εγείρουν περισσότερα ερωτήματα παρά δίνουν απαντήσεις.”

Ένα άλλο ενδιαφέρον γεγονός, αναφέρεται από Fama, 1998 (σελ.304) λαμβάνοντας υπόψη το μέρος της τύχης στη μακροπρόθεσμη απόδοση: “Σύμφωνα με την υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς, οι μη κανονικές αποδόσεις είναι τυχαία αποτελέσματα, η φαινομενική υπερβολική αντίδραση των τιμών των μετοχών στην πληροφόρηση είναι περίπου τόσο κοινή όσο και η υπό-αντίδραση. Και μετά το γεγονός, η συνέχιση των προ της εξαγοράς κανονικών αποδόσεων είναι περίπου τόσο συχνή όσο και οι αντίθετες μετά την εξαγορά.”(σελ.50)

### **Κριτική ανάλυση**

Οι Agrawal και Jaffe (2000) προέβησαν σε ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με την απόδοση των εξαγορών. Η εσωτερική εγκυρότητα φαίνεται να έχει διαχειριστεί σωστά δεδομένου ότι ξαναπραγματοποιούν κάθε μέθοδο, τις συγκρίνουν και τις συνθέτουν. Ωστόσο, μπορούμε να διαφωνήσουμε ίσως στο γεγονός ότι δεν έχουν ληφθεί υπόψη όλοι οι συγγραφείς που έχουν ασχοληθεί με το θέμα αυτό. Διαπιστώνεται λοιπόν, ότι υπήρχε μια επιλογή από τους Agrawal και Jaffe (2000), για να αποφασίσουν υποκειμενικά ποια μελέτη είναι πιο σημαντική ή όχι σε σχέση με μια άλλη.

Επιπλέον, οι μελέτες που οι συντάκτες αξιολογούν είναι κυρίως πάνω από 3-5 χρόνια μετά τη συγχώνευση. Είναι αρκετά χρόνια για να καθοριστεί η απόδοση των εξαγορών; Μήπως θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το είδος της δραστηριότητας της επιχείρησης; Σε κάθε περίπτωση η εξωτερική εγκυρότητα δεν επαληθεύεται λόγω της βάσης δεδομένων η οποία βασίζεται κυρίως στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο.

### **1.3. Συχνότητα των αρνητικών μη κανονικών αποδόσεων (*Frequency of negative abnormal returns*)**

*Με βάση των Andrade, Mitchell, και Stafford ερευνών.*

Στη μελέτη τους, οι Andrade, Mitchell, και Stafford (2001) επικαιροποιούν το δείγμα της μελέτης για τις εξαγορές με στοιχεία της δεκαετίας του 1990 και έτσι

προκύπτουν νέα αποτελέσματα σε σχέση με προηγούμενη ανάλυσή τους (σελ. 103). Για παράδειγμα, εξέτασαν την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε ανακοινώσεις συγχωνεύσεων, προκειμένου να διαπιστωθεί εάν οι συγχωνεύσεις δημιουργούν ή όχι αξία για τους μετόχους. Ως αποτέλεσμα για τις νέες επιχειρήσεις (στόχος + αγοραστής), θετικές μη κανονικές αποδόσεις παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια του 1973-1998 στις 3.688 συγχωνεύσεις: τόσο για τη βραχυπρόθεσμη όσο και μακροπρόθεσμη περίοδο της μελέτης ([-1 ημέρα; +1 ημέρα] και [-20 ημέρες; +ημέρα κλεισίματος<sup>4</sup>]), 1,8% και 1,9%, αντίστοιχα (σελ.110). Ωστόσο, οι ερευνητές παρατήρησαν για τον αγοραστή, μια αρνητική μη κανονική απόδοση του - 0,7% για τη βραχυπρόθεσμη και -3,8% για τη μακροπρόθεσμη περίοδο για το ίδιο διάστημα και πληθυσμό. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι “είναι δύσκολο να ισχυριστεί κανείς ότι οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας είναι χαμένοι σε συναλλαγές συγχωνεύσεων, αλλά σαφώς δεν είναι μεγάλοι νικητές, όπως οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχων” (σελ. 111).

Για να είναι συνεπείς στην ανάλυσή τους ψάχνουν για την ίδια επικύρωση για μια μακροπρόθεσμη περίοδο. Επανεξετάζουν τα συμπεράσματα των προκατόχων τους, που για τους περισσότερους από αυτούς καθορίζεται μια αρνητική μακροπρόθεσμη μη κανονική απόδοση για τους αγοραστές. Ωστόσο, τα αποτελέσματα αυτά παρουσιάζουν μεγάλες διαφορές, κυρίως με βάση τον τρόπο χρηματοδότησης της συναλλαγής. Πράγματι, “-24,2% στην πενταετή περίοδο μετά τη συγχώνευση για τους αγοραστές που χρησιμοποιούν χρηματοδοτήσεις με μετοχές, ενώ η μη κανονική απόδοση είναι +18,5% για τις συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται με μετρητά” (σελ.112). Προσθέτουν, επίσης, το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή δείκτη λογιστικής προς χρηματιστηριακής αξίας τείνουν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις κατά μέσο όρο (σελ. 113).

Επιπλέον, προκειμένου να μετρηθεί η απόδοση μετά την εξαγορά, η ομάδα συγκρίνει πριν και μετά τη συγχώνευση τα στοιχεία λογιστικής, όπως τα περιθώρια λειτουργικού κέρδους ή την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού. “Αν οι συγχωνεύσεις δημιουργούν πραγματικά αξία για τους μετόχους, τα κέρδη θα πρέπει τελικά να εμφανιστούν στις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων” (σελ. 114).

Παραθέτουν στοιχεία από την έρευνα των Ravenscraft και Scherer (1989) και Healy, Palepu και Ruback (1992), οι οποίοι μελέτησαν αυτή τη κερδοφορία, αλλά κατέληξαν σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με τα οφέλη από τις συγχωνεύσεις. Για παράδειγμα, οι Ravenscraft και Scherer (1989) βρήκαν μια μείωση της αποδοτικότητας μετά τη συγχώνευση. Οι Healy, Palepu και Ruback (1992) δείχνουν ότι

---

<sup>4</sup> Αναφέρεται κοντά στην ημερομηνία της συγχώνευσης.



μετά τη συγχώνευση τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης έχουν βελτιωθεί σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς του κλάδου (σελ.115).

### **Κριτική ανάλυση**

Η σύγκριση που γίνεται στη μελέτη των Andrade, Mitchell και Stafford (2001) είναι αρκετά λογική. Φαίνεται να έχουν ενσωματώσει σχετικά στοιχεία για τις μετοχές από το Center for Research in Security Prices (CRSP) προκειμένου να τεκμηριώσουν τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων με βάση τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ στη δεκαετία του '90. Αναλύουν στην πραγματικότητα περισσότερες από 4000 συγχωνεύσεις κατά τη διάρκεια του 1973-1998. Για να ολοκληρωθεί η εικόνα, λαμβάνουν υπόψη τους επίσης, το μέγεθος των επιχειρήσεων στόχου και το είδος της χρηματοδότησης της συναλλαγής (με ή χωρίς μετοχές). Ωστόσο, μπορούμε να εκπλαγούμε από το πόσο κατάφεραν να επισημάνουν τις διαφορές ή τις ομοιότητες, καθώς δεν γνωρίζουμε ακριβώς τη μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε στη μελέτη τους. Έτσι, η εποικοδομητική ισχύς μπορεί να είναι αμφισβητήσιμη. Όσον αφορά την εξωτερική εγκυρότητα, η μελέτη δεν μπορεί να γενικευθεί λόγω των γεωγραφικών ορίων των δεδομένων.

#### **1.4. Μία εξαίρεση στα κοινά αποτελέσματα: η περίπτωση της Αυστραλίας (*An exception to the common results: the Australian Case*)**

*Βασίζεται στις έρευνες των Dullard and Hawtrey.*

Αυτό το άρθρο, από Dullard και Hawtrey (2008), ασχολείται με τη μελέτη σχετικά με τις μετά την εξαγορά αποδόσεις των αγοραστών αυστραλιανών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2001-2003 (σελ. 65). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, οι εξαγοράζουσες εταιρείες θα ξεπεράσουν το σημείο αναφοράς της αγοράς κατά τα τρία έτη μετά την εξαγορά. Ως εκ τούτου, συνάγεται το συμπέρασμα ότι οι εξαγορές βελτιώνουν την απόδοση της τιμής της μετοχής των εταιρειών αυτών σε σχέση με την προ της εξαγοράς ιστορίας τους (σελ. 68).

Η μελέτη βασίζεται στις οικονομικές επιδόσεις (απόδοση τιμής της μετοχής) και τις λειτουργικές επιδόσεις (με βάση τις κανονικές αποδόσεις) του αγοραστή. Φαίνεται να είναι ασυσχέτιστες με ορισμένες μελέτες σύγκρισης των επιδόσεων στόχων και αγοραστών που αναφέρονται νωρίτερα, δεδομένων των διάφορων μελετών που αναφέρουν στο άρθρο τους (σελ.66):

Dodd (1976), σε αυτή τη μελέτη εξετάστηκαν 170 εταιρείες που υπέβαλαν προσφορές σε 72 εταιρείες-στόχους μεταξύ του 1960 και του 1970. Το συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχων εμφανίζονται να κερδίζουν εις βάρος των μετόχων του αγοραστή.

Σύμφωνα με Walter (1984), βρέθηκαν στοιχεία της μεταφοράς πλούτου από τους αγοραστές στους στόχους μέσω του “premium προσφοράς” και βρέθηκαν στοιχεία μιας αρνητικής μη κανονικής απόδοσης στους αγοραστές μετά την εξαγορά.

Σύμφωνα με McDougal (1986), αφού διεξήγαγε έρευνα σε 88 εξαγορές εισηγμένων εταιρειών της Αυστραλίας μεταξύ 1970 και 1981, η μεταβλητότητα της κερδοφορίας των αγοραστών αυξάνεται και η αύξηση των κερδών είναι μικρότερη από ό,τι κατά τη διάρκεια της προ-εξαγοράς περιόδου. Συμπεραίνει ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες δεν επωφελούνται από τις εξαγορές (σελ. 66).

### **Κριτική ανάλυση**

Η εσωτερική εγκυρότητα της μελέτης αυτής θα μπορούσε να εξασφαλιστεί από το δείγμα των 45 εξαγορών μεταξύ 1ης Ιανουαρίου 2001 και 31ης Δεκεμβρίου 2003, εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο της Αυστραλίας (ASX), λαμβάνοντας υπόψη κάποιες διαφορετικές μεταβλητές, όπως η πραγματική μεταβολή του ελέγχου της εταιρείας μετά την εξαγορά. Αυτό επιτρέπει να βρεθούν κάποια αποτελέσματα σχετικά με την επίδραση των εξαγορών στην απόδοση μετά την προσφορά.

Συνδυάζοντας την εστιασμένη μελέτη για τις 45 Αυστραλιανές εξαγορές με τις διάφορες έρευνες που αναφέρονται παραπάνω, φαίνεται δύσκολο να προταθεί μια εξωτερική και παγκόσμια ισχύ για την απάντηση στο ερώτημα σχετικά με την αύξηση της απόδοσης των αγοραστών μετά την εξαγορά. Πράγματι, πολλοί καθοριστικοί παράγοντες όπως ο χρόνος, η γεωγραφική περιοχή, ο τομέας, το μέγεθος, μειώνει σημαντικά τη δυνατότητα να υπάρξει μια μοναδική και γενική απάντηση.

Η μελέτη των εξαγορών στην Αυστραλία αποκαλύπτει ότι μετά την εξαγορά οι μη κανονικές αποδόσεις είναι θετικές για καθένα από τα τρία έτη μετά την εξαγορά, βασισμένη σε αποδεικτικά στοιχεία ότι οι αγοράστριες ξεπερνούν σημαντικά το εξωτερικό σημείο αναφοράς της αγοράς και υπερβαίνουν σε απόδοση άλλες επιχειρήσεις στον κλάδο τους μετά την εξαγορά. Αλλά ακόμη και αν μια θετική και μεταβλητή απόδοση μετά την εξαγορά αποκαλύπτεται τους για τους αγοραστές, φαίνεται να είναι γενικά κατώτερη από την απόδοση των επιχειρήσεων στόχου.

### 1.5. Το μέγεθος: καθοριστικός παράγοντας για απόδοση της εξαγοράς (*The size: determinant for takeover performance*)

*Με βάση τις έρευνες του Chatterjee.*

Σύμφωνα με Chatterjee (2000), κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970, η δραστηριότητα των εξαγορών περιορίζεται σε μικρές ή μεσαίες επιχειρήσεις, ειδικά σε αυτές που ήταν μη αποδοτικές. Εκείνη την εποχή, λέγεται ότι οι πολύ μεγάλες εταιρείες είναι το ανοσοποιητικό για μια εξαγορά λόγω του μεγέθους τους, όπως περιγράφεται από τον Singh ως «η πιο ισχυρή διάκριση» (σελ. 185). Ωστόσο, στη δεκαετία του '80, μερικά νέα μέσα, όπως τα τοξικά ομόλογα και τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης εμφανίστηκαν και έτσι επετράπη η υπέρβαση των οικονομικών εμποδίων (σελ.185). Όπως πολύ μεγάλες εταιρείες ήταν προστατευόμενο είδος από την εξαγορά μέχρι εκείνη τη στιγμή, ορισμένοι υποστηρίζουν ότι οι μικρότερες δεν θα μπορούσαν να είναι τόσο κερδοφόρες όσο οι πρώτες (για παράδειγμα, λόγω της δεσπόζουσας θέσης τους στην αγορά ή λόγω της διασποράς στο ιδιοκτησιακό καθεστώς, η οποία μειώνει την πίεση στους διευθυντές), καθώς έχουν να αντιμετωπίσουν εξαγορές. Πιστεύεται, λοιπόν, ότι μεγάλα κέρδη μπορούν να προκύψουν από την εξαγορά ενός πολύ μεγάλου στόχου (p.185-186).

#### **Κριτική ανάλυση**

Ο Chatterjee (2000) στο έγγραφό του, μετρά την απόδοση, μελετώντας τους αγοραστές από τους μεγαλύτερους στόχους εξαγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου στη δεκαετία του 1980, συγκρίνοντας τους με το συνολικό πληθυσμό των στόχων, ειδικά παρατηρώντας την τιμή της μετοχής και την απόδοση λογιστικού κέρδους, τα οποία φαίνεται να είναι κρίσιμα για την εσωτερική εγκυρότητα αυτής της μελέτης. Ωστόσο, μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι η τιμή της μετοχής δεν αντικατοπτρίζει πάντοτε τη θεμελιώδη αξία και τις επιδόσεις των εταιρειών, γεγονός που μπορεί να εγείρει αμφιβολίες σχετικά με την εγκυρότητα.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα, ορισμένα στοιχεία δείχνουν ότι το λογιστικό κέρδος του αγοραστή είναι καλύτερο κατά το έτος της συγχώνευσης, αλλά στη συνέχεια η κερδοφορία που έχει καταγραφεί είναι χειρότερη για τα δύο έτη που ακολουθούν. Ωστόσο, ούτε το μοντέλο κερδοφορίας ούτε αυτό της τιμής της μετοχής παράγει στατιστικώς σημαντικά αποτελέσματα. Τέλος, η πρόβλεψη ότι η απόδοση για αγοραστές των πολύ μεγάλων στόχων εξαγοράς θα είναι υψηλότερη δεν έχει επιβεβαιωθεί. Στην πραγματικότητα δεν υπάρχει βελτίωση στις επιδόσεις τους για να συγκριθεί με το συνολικό πληθυσμό των εξαγορών. Η εξωτερική εγκυρότητα αυτής της

εργασίας είναι σίγουρα περιορισμένη, δεδομένου ότι η έρευνα διεξήχθη στο Ηνωμένο Βασίλειο όπου οι εξαγορές έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. Η αποτύπωση της τρέχουσας κατάστασης των εξαγορών σε πολύ μεγάλες εταιρείες μπορεί να οδηγήσει σε πολύ διαφορετικά αποτελέσματα.

### **1.6. Υψηλότερες επιδόσεις μέσα από μία στρατηγική εξαγορά (*Higher performance through a strategic takeover*)**

*Βασίζεται στις έρευνες των Palepu and Ruback.*

Οι Healy, Palepu και Ruback (1997) όρισαν και μελέτησαν δύο διαφορετικούς τύπους εξαγορών:

1. “Οι φιλικές συναλλαγές που συνήθως εμπλέκονται πληρωμές με μετοχές για τις επιχειρήσεις που επικαλύπτονται”, οι οποίες αναφέρονται ως «στρατηγικές» εξαγορές (σελ.45).
2. “Οι εχθρικές συναλλαγές που εμπλέκονται γενικά πληρωμές σε μετρητά για τις επιχειρήσεις που είναι ασυσχέτιστες”, οι οποίες ονομάζονται «οικονομικές» εξαγορές (σελ.45).

Οι συγγραφείς εξετάζουν την απόδοση των ταμειακών ροών μετά τη συγχώνευση των πενήντα μεγαλύτερων εξαγορών των ΗΠΑ που έλαβαν χώρα μεταξύ του 1979 και τα μέσα του 1984.

Ένα πρώτο δείγμα μελετάται με την παραδοχή ότι δεν είχε καταβληθεί premium. Στην περίπτωση αυτή, δείχνουν ότι οι εξαγορές βελτιώνουν τις επιδόσεις (σελ.48). Ωστόσο, το δεύτερο δείγμα, το οποίο περιλαμβάνει τα πραγματικά ασφάλιστρα που καταβάλλονται, τονίζει ότι “η βελτιωμένη απόδοση ήταν ανεπαρκής για τους αγοραστές για να αποκομίσουν κέρδη πέρα από εκείνα που απαιτούνται για να δικαιολογήσουν το premium” (σελ.48). Στη συνέχεια, δείχνουν ότι οι συναλλαγές που θεωρούνται φιλικές είναι πιο επικερδείς από εχθρικές πράξεις (σελ. 51 - 52). Υπάρχουν μερικοί λόγοι για αυτό.

Πρώτα απ' όλα, φαίνεται ότι το καταβαλλόμενο τίμημα είναι χαμηλότερο για τις φιλικές συναλλαγές: η μέση τιμή premium στόχου για τις οικονομικές εξαγορές είναι 50%, έναντι μόλις 29% για τις στρατηγικές εξαγορές (σελ.52). Το γεγονός ότι οι συναλλαγές στις στρατηγικές εξαγορές χρηματοδοτούνται από μετοχές μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο που σχετίζεται με την αποτίμηση της εταιρείας-στόχου, έτσι οι μέτοχοι της τελευταίας μπορεί να υποφέρουν στο μέλλον από ένα λάθος στην αποτίμηση (σελ.45).

Στη συνέχεια, οι συγγραφείς αναφέρουν ότι ο υψηλός βαθμός επικάλυψης μεταξύ του αγοραστή και της εταιρείας-στόχου μπορεί να έχει πολλά πλεονεκτήματα: μπορεί να δημιουργήσει υψηλές συνέργειες, οι διαχειριστές του αποκτώντος έχουν

πολύ μεγαλύτερη εμπειρία στη διαχείριση και τον έλεγχο μιας εταιρείας, σε μια επιχείρηση η οποία είναι παρόμοια με τη δική τους (σελ.51). Δεδομένου ότι πρόκειται για μια “φιλική” συναλλαγή, οι διαχειριστές μπορούν να αποκτήσουν πρόσβαση σε αποκλειστικές πληροφορίες κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων (σελ. 45). Τελικά, οι συγγραφείς δηλώνουν ότι “στις στρατηγικές εξαγορές, οι αγοραστές φαίνεται να πληρώνουν λιγότερα για να κερδίζουν περισσότερο” (σελ.52 ).

### **Κριτική ανάλυση**

Τα αποτελέσματα της εργασίας αυτής φαίνονται αρκετά λογικά, συνέργειες και χαμηλότερα ασφάλιστρα είναι τα βασικά στοιχεία υπέρ των στρατηγικών εξαγορών. Είναι προφανές ότι είναι πολύ δύσκολο για τις οικονομικές εξαγορές να πετύχουν κάτι περισσότερο από το νεκρό σημείο, όταν το premium ανέρχεται στο 50% της αξίας. Η εσωτερική εγκυρότητα φαίνεται να είναι αξιόπιστη σε σχέση με τα μέσα που χρησιμοποιούνται (λογιστικό μέτρο απόδοσης). Όσον αφορά την εξωτερική εγκυρότητα, θα είναι φιλόδοξο να γενικεύσουμε τα αποτελέσματα, καθώς το δείγμα περιλαμβάνει μόνο δεκατέσσερις στρατηγικές και δώδεκα οικονομικές εξαγορές.

#### **1.7. Γεωγραφική θέση: ένας καθοριστικός παράγοντας για την απόδοση (*Geographical place: a determinant in the performance*)**

*Βάσει των Aw and Chatterjee ερευνών.*

Οι Aw και Chatterjee (2004) στη μελέτη τους λαμβάνουν υπόψη τους τις επιδόσεις μετά την εξαγορά των αγοραστών από το Ηνωμένο Βασίλειο στους εγχώριους στόχους του Ηνωμένου Βασιλείου, των ΗΠΑ και της Ηπειρωτικής Ευρώπης μεταξύ του 1991 και του 1996. Δίνεται ιδιαίτερα έμφαση στις σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις που μπορεί να προκύψουν κατά τα δύο έτη που ακολουθούν την εξαγορά. Το δείγμα που χρησιμοποιείται φιλτράρεται, περιορίζοντας το στις εξαγορές με ποσοστό του αγοραστή πάνω από 50%, και το κατώφλι των \$400εκ. Τα αποτελέσματα υπολογίζονται με δύο διαφορετικά μοντέλα, ένα από αυτά είναι το Market Adjusted Returns Model (MAR), και το άλλο είναι το Market Model (MM), με το μέγεθος του δείγματος, 79 και 77 εξαγορές, αντίστοιχα.

Πρώτα από όλα, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι, όταν οι αγοραστές του Ηνωμένου Βασιλείου αναλάβουν μια επιχείρηση (ανεξάρτητα από τη γεωγραφική της θέση), οι μέσες σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις (CAR) είναι γενικά αρνητικές σε μια περίοδο μέχρι δύο έτη μετά την εξαγορά. Στη συνέχεια προσπάθησαν να

καταλάβουν αν η γεωγραφική θέση της εξαγοραζόμενης εταιρείας έχει αντίκτυπο στις επιδόσεις. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, όταν οι αγοραστές του Ηνωμένου Βασιλείου αποκτούν εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου, αναφέρουν θετικές CARs κατά τους πρώτους έξι μήνες μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς, αλλά για τις περιόδους άνω των 6 μηνών αναφέρονται αρνητικές αποδόσεις.

Ωστόσο, ισχυρίζονται ότι τα αποτελέσματα δεν είναι σημαντικά. Τα ίδια αποτελέσματα για τους αγοραστές από το Ηνωμένο Βασίλειο που αποκτούν εταιρείες-στόχους στις ΗΠΑ και στην Ηπειρωτική Ευρώπη παρουσιάζουν σημαντικά στοιχεία: φαίνεται ότι οι αποδόσεις είναι σαφώς αρνητικές κατά την περίοδο μετά την προσφορά, και τα αποτελέσματα είναι ακόμα χειρότερα για Ευρωπαϊκούς στόχους. Τέλος, έδειξαν ότι οι αποδόσεις είναι σημαντικά αρνητικές, και γίνονται όλο και πιο αρνητικές όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια προσαρμογής μετά την εξαγορά.

Ωστόσο, στο έγγραφο επισημαίνεται σαφώς ότι οι επιδόσεις των αγοραστών του Ηνωμένου Βασιλείου που αποκτούν εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου είναι καλύτερες (ακόμη και αν είναι αρνητικές σε γενικές γραμμές) από την απόδοση των βρετανικών αγοραστών που αποκτούν εταιρείες στόχους από τις ΗΠΑ και την Ηπειρωτική Ευρώπη.

Αυτό το γεγονός εξηγείται με λίγους λόγους. Οι διασυνοριακές διαφορές μπορεί να είναι το κύριο επιχείρημα: οι διαφορές στην κουλτούρα, τη γλώσσα, την πολιτική και τη λογιστική είναι πιθανώς σοβαρά εμπόδια.

Εξάλλου, οι ξένοι αγοραστές μπορεί να υποφέρουν από την έλλειψη πληροφοριών σχετικά με την αγορά-στόχο και παραμέτρων αποτίμησης, που θα μπορούσε να προκαλέσει στο ξένο αγοραστή να πληρώσει υψηλό ασφάλιστρο, ίσως υψηλότερο από το ότι οι εγχώριες εταιρείες είναι πρόθυμες να πληρώσουν.

### **Κριτική ανάλυση**

Η χρήση των δύο μοντέλων (MM και MAR), η μελέτη για τις τέσσερις περιόδους (t+6 μήνες, t+12, t+18 και t+24) και το γεγονός της δημιουργίας κάποιων επιπέδων σημαντικότητας (1%, 5%, 10% και 20%) εξασφαλίζει τη δομική εγκυρότητα και τη στατιστική εγκυρότητα ολοκλήρωσης της μελέτης.

Επιπλέον, τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με τις προηγούμενες έρευνες του Chatterjee, ο οποίος μελέτησε το 2000 τις αποδόσεις των αγοραστών στις μεγαλύτερες εξαγορές που αφορούν εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου.

Ωστόσο, η περίοδος παρατήρησης μπορεί να θεωρηθεί ως ένα κομμάτι σύντομη (24 μήνες) σε σχέση με τα ευρήματα των Higson και Elliott που παρατήρησαν ότι η απόδοση μετά την εξαγορά είναι ευαίσθητη στην περίοδο παρατήρησης.

## 1.8. Συμπεράσματα από τη γενική θεωρία για τις εξαγορές

Οι Jensen και Ruback (1983) δείχνουν σε γενικές γραμμές ότι οι εξαγορές δημιουργούν αξία, αλλά κάποιες διαφορές πρέπει να ληφθούν υπόψη, όπως η επιτυχής ή μη πτυχή της προσφοράς και οι διαφορετικοί τύποι των εξαγορών που τέθηκαν σε εφαρμογή (κατάθεση προσφορών, συγχωνεύσεις και ούτω καθεξής).

Όπως οι Jensen και Ruback (1983), έτσι και οι Agrawal και Jaffe (1986) περιγράφουν τις αποδόσεις μετά τη συγχώνευση ως ένα παζλ στο οποίο φαίνεται δύσκολο να συνταχθεί ένα ισχυρό συμπέρασμα καθώς μακροπρόθεσμα οι μη κανονικές αποδόσεις των μετοχών μπορεί να υπολογιστούν μόνο κατά προσέγγιση σε κάθε μία από τις εμπειρικές μεθοδολογίες που χρησιμοποιήθηκαν.

Εκτός από αυτό, θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε μέσα από την ανάλυση των Agrawal και Jaffe (2000), που ασχολούνται με μία τυχαία θεωρία λαμβάνοντας υπόψη τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών μετά την εξαγορά, ότι η υπερβολική αντίδραση όπως και υπόαντίδραση των τιμών των μετοχών μπορεί να συνδέεται με την υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς υπερασπίζοντας ότι τέτοιες ανωμαλίες είναι τυχαία αποτελέσματα. Θα μπορούσε να είναι μια εξήγηση για τα αμφίβολα αποτελέσματα των διαφόρων μελετών για τις μη κανονικές αποδόσεις μετά την εξαγορά.

Η επικαιροποιημένη μελέτη των Andrade, Mitchell, και Stafford (2001) επιβεβαιώνει την έλλειψη συνέπειας, στη σαφή αναφορά τους για την απόδοση μετά την εξαγορά: ακόμη και αν υπολογίζονται ορισμένες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις σε διαφορετικές μετά την εξαγορά περιόδους, οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι είναι δύσκολο να δηλώσουν ότι οι μέτοχοι των αγοραστών είναι χαμένοι σε πράξεις συγχωνεύσεων. Από μια άλλη πλευρά βέβαια, σαφώς δεν είναι μεγάλοι νικητές, όπως οι μέτοχοι των εταιρειών-στόχων (σελ. 111).

Ένα ακόμα σημείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη, σύμφωνα με τους Andrade, Mitchell, και Stafford (2001), είναι το είδος της χρηματοδότησης της συναλλαγής (με ή χωρίς μετοχές). Το κριτήριο αυτό μπορεί να τροποποιήσει το επίπεδο της απόδοσης μετά τη συναλλαγή. Σύμφωνα με τη μελέτη τους, παρατηρούνται αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις στις συναλλαγές με μετοχές και θετικές μη κανονικές αποδόσεις με μετρητά.

Σχετικά με το μέγεθος των εταιρειών, ο Chatterjee (2000) καθορίζει στη μελέτη του για τη μετάβαση από τη μεγαλύτερη δραστηριότητα μικρών επιχειρήσεων στη δεκαετία του 1970 σε μια δραστηριότητα συγχωνεύσεων μεγάλων εταιρειών στη δεκαετία του 1980 και ούτω καθεξής. Η αλλαγή αυτή υποστηρίζεται με την εμφάνιση

στη δεκαετία του '80 διαφόρων χρηματοοικονομικών μέσων όπως τα τοξικά ομόλογα και δάνεια μειωμένης εξασφάλισης για να χρηματοδοτήσουν μεγάλες εξαγορές. Λέγεται ότι μεγαλύτερα κέρδη θα προκύψουν με τις εταιρείες μεγαλύτερου μεγέθους.

Ο Chatterjee, σε μια άλλη μελέτη με τον Aw (2004), υπογραμμίζει την πραγματική επιρροή της γεωγραφικής θέσης (διασυνοριακές ή εγχώριες εξαγορές) σχετικά με την απόδοση της εξαγοράς: οι εγχώριες εξαγορές φαίνεται να είναι πιο επιτυχής λαμβάνοντας υπόψη την καλύτερη διαχείριση ενός κοινού πολιτισμού, γλώσσας, πολιτικής και λογιστικής, που είναι πιθανώς σοβαρά εμπόδια στην περίπτωση των διασυνοριακών εξαγορών, όπου παρατηρούνται πολλές διαφορές.

Εστιάζοντας στην αγορά της Αυστραλίας, οι Dullard και Hawtrey (2008) παρουσιάζουν ένα πρωτότυπο συμπέρασμα σε σύγκριση με τις περισσότερες μελέτες: οι αυστραλιανές εταιρείες αγοραστές ξεπερνούν το σημείο αναφοράς της αγοράς κατά τα τρία έτη μετά την εξαγορά. Όπως υποστηρίζεται από Aw και Chatterjee (2004), ορισμένοι καθοριστικοί παράγοντες όπως η γεωγραφική περιοχή, θα μπορούσαν να ληφθούν υπόψη για να εξηγήσουν αυτά τα αποτελέσματα.

Στη μελέτη τους, οι Healy, Paleru και Ruback (1997) ασχολούνται με τις φιλικές και εχθρικές πράξεις. Καταλήγουν στο συμπέρασμα μιας καλύτερης απόδοσης μετά την εξαγορά σε υψηλότερο ποσοστό, στην περίπτωση μιας φιλικής συναλλαγής, όπου οι διαχειριστές μπορούν να αποκτήσουν πρόσβαση σε περισσότερες πληροφορίες κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων, όπως η ύπαρξη συνεργειών και τα χαμηλότερα ασφάλιστρα που παρατηρούνται πάρα πολύ.

Μπορούμε να παρατηρήσουμε μέσα από αυτό το πρώτο μέρος γενικά για τις εξαγορές ότι είναι πολλά τα κριτήρια και οι πτυχές που πρέπει να ληφθούν υπόψη για να καθοριστεί η απόδοση μετά την εξαγορά. Ως γενικό συμπέρασμα οι ισχυρισμοί δεν μπορούν να θεωρηθούν ισχυροί λαμβάνοντας υπόψη την ποικιλία των μελετών αλλά και την αντίφαση των αποτελεσμάτων.

### ***Ανάλυση των άρθρων σχετικά με τις εξαγορές στον τραπεζικό τομέα***

Το πρώτο μέρος της βιβλιογραφίας μας ασχολήθηκε με την εξαγορά σε μια γενική άποψη. Αποφασίσαμε να επικεντρωθούμε σε αυτό το δεύτερο μέρος στη θεωρητική μελέτη των εξαγορών μόνο στον τραπεζικό κλάδο.

#### **1.9. Εξαγορά: ένα κίνητρο για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης (*Takeover: an incentive to maximize firm value*)**

*Βασίζεται στις έρευνες του Schranz.*



Σύμφωνα με Schranz (1993), τα στοιχεία δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις στα κράτη με μια ενεργή αγορά εξαγορών είναι πιο κερδοφόρες (σελ. 300). Ένα βασικό σημείο που διατυπώθηκε εδώ είναι ότι οι εξαγορές παρέχουν στους διαχειριστές το κίνητρο να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης (σελ. 299). Το άρθρο αυτό προσδιορίζει ορισμένες εναλλακτικές μεθόδους, όπως η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας των μετοχών και η διαχείριση της ιδιοκτησίας των μετοχών, όταν περιορίζονται οι δραστηριότητες των εξαγορών, αλλά λέγεται ότι τέτοιες εναλλακτικές μέθοδοι έχουν μικρότερη επίδραση στην κερδοφορία (σελ. 323).

Με μια ενεργή αγορά εξαγορών, όπου θα μπορούσε να είναι μεγαλύτερη η απειλή της εξαγοράς μπορεί να δημιουργηθεί στη διοίκηση το κίνητρο να μεγιστοποιήσει την αξία επιχείρησης (σελ. 300). Στην περίπτωση αυτή, η διοίκηση της εταιρείας- στόχου αρνείται την προσφορά εξαγοράς, επειδή δεν επιθυμεί τον έλεγχο από μια άλλη εταιρεία που μπορεί να τους αντικαταστήσει.

Σε μία αγορά με περιορισμένη δραστηριότητα εξαγορών, μια εναλλακτική μέθοδος, όπως η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας των μετοχών θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί σε μια διαδικασία εξαγοράς. Ένα μεγάλο και συγκεντρωμένο μέρος των μετοχών έχει τη δυνατότητα να λειτουργεί ασκώντας έλεγχο για τη διαχείριση και αποτελεί έμμεση απειλή για την υφιστάμενη διοίκηση σύμφωνα με Demsetz και Lehn (1985). Έτσι, θα μπορούσε να είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για την παροχή κινήτρων στη διοίκηση για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, αφού η εξαγορά επιτυγχάνεται (σελ. 301).

Τέλος, η απειλή της εξαγοράς μπορεί να έχει αμφισβητούμενες επιπτώσεις στις επιδόσεις. Από τη μία πλευρά, θα μπορούσε να παράσχει κίνητρα για να μεγιστοποιηθεί η αξία της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, θα μπορούσε να παράσχει κίνητρα για τη δηλητηρίαση και άλλες αρνητικές αντιδράσεις των εξαγορών, που θα μπορούσαν να μειώσουν την κερδοφορία επιχείρησης (σελ. 301).

### **Κριτική ανάλυση**

Λαμβάνοντας υπόψη την εσωτερική εγκυρότητα του άρθρου Schranz (1993), η έρευνα πραγματοποιήθηκε σε δύο έτη βάσης (το 1979 και το 1987) σε δείγμα 200 εμπορικών τραπεζών σε οργανωμένες συναλλαγές και εξωχρηματιστηριακά. 112 τράπεζες επελέγησαν για το 1979 και 88 τράπεζες το έτος 1987. Στο μεγάλο δείγμα των τραπεζών που μελετήθηκε εδώ, προστίθεται το ζήτημα της σύγκρουσης των συμφερόντων μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων, το οποίο δεν περιορίζεται μόνο στις τράπεζες και μπορεί να εφαρμοστεί και σε άλλους εταιρικούς οργανισμούς, γεγονός που παρέχει την εξωτερική εγκυρότητα ως προς την ανάλυση αυτή.

Με βάση αυτό το άρθρο, θα μπορούσαμε να προτείνουμε ότι μια ενεργή αγορά εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο θα μπορούσε να είναι πιο κερδοφόρα από ό,τι το χειροπιαστό επίτευγμα της εξαγοράς. Σύμφωνα με το μοντέλο προσδιορισμού κερδοφορίας της επιχείρησης σε αυτό το άρθρο, η απειλή της εξαγοράς φαίνεται να είναι ένας ισχυρός παράγοντας σε συνδυασμό με κάποιους άλλους καθοριστικούς παράγοντες και συγκεκριμένα η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μετοχών ώστε να μεγιστοποιηθεί η αξία της επιχείρησης.

Αυτό το άρθρο είναι μόνο με βάση την απόδοση της επιχείρησης στόχου και δεν λαμβάνει υπόψη την εξέλιξη των επιδόσεων του αγοραστή.

### **1.10. Η τάση για την ανάπτυξη των τραπεζικών εξαγορών στην Αμερική (*A tendency for US banking acquisitions growth*)**

*Βάση των Hannan and Rhoades ερευνών.*

Σε άρθρο τους, οι Hannan και Rhoades (1987) ασχολούνται με τη σημασία και τη μεγάλη αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο στην πολιτεία του Τέξας στις Ηνωμένες Πολιτείες, ιδιαίτερα στην αρχή της δεκαετίας του 1980: όπως αναφέρεται, θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε 188 συγχωνεύσεις τραπεζών το 1980 με τη συμμετοχή \$9,8 δισεκατομμυρίων σε περιουσιακά στοιχεία που αποκτήθηκαν και από το 1983 πραγματοποιήθηκαν 432 συγχωνεύσεις με \$43 δισεκατομμύρια σε περιουσιακά στοιχεία που αποκτήθηκαν (σελ. 1).

Η τάση αυτή επιβεβαιώθηκε ουσιαστικά κατά τα επόμενα έτη. Διαφορετικοί ήταν οι λόγοι και τα κίνητρα που θα μπορούσαν να επηρεάσουν αυτή την τάση. Η διαφοροποίηση και οι οικονομίες κλίμακος είναι κυρίως οι λόγοι που αναφέρονται σε αυτή τη μελέτη.

Η ανάλυση εδώ χρησιμοποιεί ένα δείγμα 1.046 τραπεζών στο Τέξας που υπήρχαν το 1970, εκ των οποίων 201 είχαν αποκτηθεί κατά την περίοδο 1970-1982 (σελ. 3). Αυτό το μεγάλο δείγμα χρησιμοποιείται για να εκτιμηθεί η σχέση μεταξύ του κινδύνου απόκτησης και των χαρακτηριστικών της επιχείρησης-στόχου και της αγοράς της.

Μερικά αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με μεγάλα μερίδια αγοράς, και χαμηλό δείκτη κεφαλαίων/περιουσιακών στοιχείων (καθώς ένας υψηλός δείκτης κεφαλαίων/περιουσιακών στοιχείων μπορεί να απαιτεί υψηλές χρηματοδοτήσεις) και επιχειρήσεις στις αστικές περιοχές είναι σχετικά πιθανό να εξαγοραστούν, αλλά προφανώς όχι επιχειρήσεις με χαμηλά κέρδη ή χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης (σελ. 8).

## **Κριτική ανάλυση**

Η εσωτερική ισχύ μπορεί να διασφαλίζεται από το μεγάλο μέγεθος του δείγματος σε σχέση με το μικρό μέγεθος της περιοχής μελέτης, η οποία είναι το Τέξας.

Η εξωτερική ισχύς είναι σχετικά εύκολο να ελεγχθεί, καθώς αυτή η μελέτη επικεντρώνεται σε έναν μόνο τομέα, το τραπεζικό, το οποίο είναι πολύ ιδιαίτερο και εργάζεται με ένα συγκεκριμένο τρόπο. Η τάση αυτή είχε παρατηρηθεί σε παγκόσμια κλίμακα και μπορεί να επιβεβαιωθεί από τη δεκαετία του '80 στην ευρωπαϊκή αγορά πάρα πολύ.

### **1.11. Απελευθέρωση τραπεζικού συστήματος σε όλο τον κόσμο (*Bank deregulation all over the world*)**

*Βασίζεται στις έρευνες των Hagendorff, Collins and Keasey.*

Στη μελέτη τους, οι Hagendorff, Collins και Keasey (2007), ασχολούνται με το άμεσο αποτέλεσμα της απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος που λειτουργεί σε όλο τον κόσμο από τις αρχές της δεκαετίας του ογδόντα. Το αποτέλεσμα είναι μια ουσιαστικά αύξηση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό τομέα. (σελ. 1)

Αυτά τα δύο κύρια θέματα (απελευθέρωση και εξαγορές τραπεζών) απεικονίζονται σε αυτό το άρθρο μέσα από παραδείγματα στις ΗΠΑ, την Ιταλία και τη Γερμανία.

Οι ΗΠΑ μπορεί να οριστεί ως ένα πολύ καλό παράδειγμα των κανονιστικών αλλαγών και ενός άνευ προηγουμένου κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η Γερμανία και η Ιταλία παρουσιάζουν διαφορετικά επίπεδα κανονισμών, αλλά σχετικά κοινά επίπεδα των δραστηριοτήτων συγχώνευσης (σελ. 1). Στη Γερμανία, το άμεσο μέλλον φαίνεται να επικεντρώνεται σε εξαγορές των αποταμιευτικών τραπεζών κάθε κρατιδίου, καθώς και τις συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών ιδιωτικού και δημόσιου τομέα (σελ. 8).

Έχει παρατηρηθεί ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο δίνουν τη δυνατότητα στα ιδρύματα να εκμεταλλεύονται με βάση το κόστος τις συνέργειες, όπως οικονομίες κλίμακας και φάσματος, που οδηγεί σε μείωση του κόστους των συναλλαγών, σε μεγαλύτερη ρευστότητα στην αγορά και τελικά, στην καλύτερη διασπορά του κινδύνου.

Επίσης, έχει παρατηρηθεί σε αυτό το άρθρο, ότι για να καρπωθούν τα οφέλη που συνδέονται με ένα πιο ολοκληρωμένο τραπεζικό σύστημα, η περαιτέρω απελευθέρωση είναι απαραίτητη στην Ιταλία και το σημαντικότερο, στη Γερμανία (σελ. 9).

## **Κριτική ανάλυση**

Αυτό το άρθρο παρουσιάζει ένα συνδυασμό της ποιοτικής ανάλυσης και των ιστορικών στοιχείων, με τα οποία μπορεί να συναχθεί μια λογική εσωτερική εγκυρότητα στις διάφορες δηλώσεις που συζητούνται.

Η εξωτερική εγκυρότητα ακόμη και για όλη την Ευρώπη με βάση τα παραδείγματα στη Γερμανία και την Ιταλία μπορεί να είναι δύσκολο να ταιριάζει. Πράγματι, μπορούμε να παρατηρήσουμε πολλές διαφορές ακόμα και μεταξύ των διαφόρων τραπεζών και των διαφορετικών κανονισμών ανάλογα με τη χώρα.

### **1.12. Τραπεζικές συγχωνεύσεις ως πρόγραμμα εξυγίανσης (*Banking merger as a consolidation program*)**

*Βασίζεται στις έρευνες των Tan and Hooy.*

Οι Tan και Hooy (2003) μελέτησαν το πρόγραμμα συγχωνεύσεων του τραπεζικού τομέα της Μαλαισίας και την επίπτωση του στη μεταβλητότητα των αποδόσεων των τραπεζικών μετοχών της Μαλαισίας. Φαίνεται ότι αυτό το πρόγραμμα εξυγίανσης επέφερε σταθερότητα των τιμών και των αποδόσεων των τραπεζικών μετοχών. Εδώ παρουσιάζεται ως μια σημαντική δομική ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος της χώρας. (σελ. 1)

Το πρόγραμμα αυτό ήταν μια άμεση συνέπεια και μια απάντηση προς την ασιατική οικονομική κρίση, η οποία αρχίζει στα μέσα του 1997. Πράγματι, αυτή η κρίση είχε αυξημένες αβεβαιότητες στη χρηματοπιστωτική αγορά και αύξησε την αστάθεια των αποδόσεων των τραπεζικών μετοχών.

Στις 31 Δεκεμβρίου 2000, 54 εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ενοποιήθηκαν σε 10 τραπεζικούς ομίλους, ενώ οι 13 ξένες τράπεζες έμειναν άθικτες. Πράγματι, περίπου το 70 τοις εκατό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων του συνόλου του τραπεζικού τομέα είχε εξορθολογιστεί και παγιωθεί. Μπορούμε να συνειδητοποιήσουμε εδώ τη σημασία και τον αντίκτυπο του παρόντος προγράμματος. (σελ. 3)

Ακόμη και αν η έρευνα μας δεν ασχολείται με τις ασιατικές αγορές, εξακολουθεί να είναι ενδιαφέρον να μελετηθεί αυτό το είδος της κατάστασης που συνδέει την αστάθεια που προκαλείται από την οικονομική κρίση και τον ρόλο των τραπεζικών συγχωνεύσεων.

## Κριτική Ανάλυση

Η εσωτερική εγκυρότητα της μελέτης αυτής μπορεί να επιβεβαιωθεί από την ποιότητα και την ακρίβεια των μοντέλων, όπως ARCH<sup>5</sup>, GARCH<sup>6</sup> και EGARCH<sup>7</sup>, που εφαρμόστηκαν εδώ.

Είναι προφανές ότι η εξωτερική ισχύς μπορεί να είναι δύσκολο να ελεγχθεί έξω από τη Μαλαισία, καθώς το άρθρο αυτό βασίζεται μόνο στην αγορά της Μαλαισίας. Αλλά ακόμα και στο εσωτερικό της χώρας, φαίνεται δύσκολο να γενικεύσουμε σε ένα θέμα το οποίο προσφέρει τόσες πολλές διαφορές μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Από μια άλλη πλευρά, η ασιατική οικονομική κρίση είχε κάποιες γενικές επιπτώσεις στις περισσότερες από τις ασιατικές χώρες. Ως εκ τούτου θα μπορούσαμε να δεχθούμε ένα μεγαλύτερο και το γενικό αποτέλεσμα ενός τέτοιου προγράμματος αν είχε εφαρμοστεί αποτελεσματικά και σε άλλες χώρες.

### 1.13. Αμυντικές εξαγορές και ασφάλιστρο εξαγορών (*Defensive acquisitions and takeover premium*)

*Βασίζεται στις έρευνες των Baradwaj, Dubofsky and Fraser.*

Σε άρθρο τους, οι Baradwaj, Dubofsky και Fraser (1996) ασχολούνται με αμυντικές εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι αμυντικές εξαγορές ορίζονται εδώ ως εξαγορές που πραγματοποιούνται από μια επιχείρηση, έτσι ώστε να γίνει τόσο μεγάλη ώστε να γίνεται μη ελκυστική ως στόχος η ίδια. Από την άλλη πλευρά, η εν λόγω εταιρεία, εφαρμόζοντας αμυντικές εξαγορές, χάνει ένα premium εξαγοράς το οποίο βασίζεται στην ελκυστικότητα μιας εταιρείας-στόχου. Δεδομένου ότι δεν είναι πλέον ελκυστική στον όρο απόδοσης της επένδυσης σε βραχυπρόθεσμη βάση, η προνομιούχηση εξαγοράς μειώνεται όλο και περισσότερο για την εν λόγω εταιρεία, αλλά αυξάνεται για τους μικρότερους ανταγωνιστές που γίνονται πιο πιθανοί στόχοι. Αυτή η “premium εξαγοράς” υπόθεση υποστηρίζει ότι η αξία μιας επιχείρησης μεταβάλλεται, όταν η πιθανότητα του να είναι μελλοντικά στόχος εξαγοράς αλλάζει (σελ. 1).

<sup>5</sup> ARCH: Autoregressive Conditional Heteroskedasticity model. Αναπτύχθηκε από τον Engle το 1982. Engle, R.F., (1982), Μοντέλο παλινδρόμησης που εκτιμά τη διακύμανση του πληθωρισμού στο Ηνωμένο Βασίλειο, *Econometrica*, Vol. 50, p.987-1007.

<sup>6</sup> GARCH: Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity model. Είναι μια επέκταση του μοντέλου ARCH και αναπτύχθηκε από τον Bollerslev το 1986. Bollerslev, T., (1986), Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity, *Journal of Econometrics*, Vol.31, p.307-327.

<sup>7</sup> EGARCH: Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity model. Λαμβάνει υπόψη την εκθετική μεταβλητότητα στις προς τα κάτω και προς τα πάνω κινήσεις στην αγορά μετοχών, που προτάθηκε από Nelson το 1991. Nelson, D. B., (1991), Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach, *Econometrica*, Vol. 59, p.347-370.

Έτσι, αυτό το άρθρο αναλύει ένα δείγμα των αμερικάνικων αμυντικών εξαγορών στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Με βάση τη μελέτη των μη κανονικών αποδόσεων, οι αμυντικοί αγοραστές φαίνεται να επιφέρουν μια σημαντική μείωση του καθαρού πλούτου τους για το προνόμιο τους να αυξάνονται τόσο πολύ. Φαίνεται επίσης ότι, σε αντίθεση, οι μικρότεροι ανταγωνιστές που δεν συμμετέχουν στη συγχώνευση, αλλά είναι στην ίδια αγορά, θα πρέπει να αντιμετωπίσουν σημαντικά θετικές μη κανονικές αποδόσεις από τις ανακοινώσεις ως συνέπεια αυτής της αμυντικής αγοράς. Αντίθετα, και σύμφωνα με την υπόθεση premium εξαγοράς, οι μεγαλύτεροι ανταγωνιστές δεν αντιδρούν στην αμυντική ανακοίνωση της εξαγοράς (σελ. 7).

### **Κριτική ανάλυση**

Η μελέτη, η οποία πραγματοποιήθηκε σε δείγμα 19 συγχωνεύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες κατά την περίοδο 1982-1993, πραγματικά επικεντρώθηκε στις αμυντικές εξαγορές στον κλάδο των τραπεζών. Μπορεί να προκαλέσει ένα καλό επίπεδο εσωτερικής ισχύος λαμβάνοντας υπόψη την ποσοτική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε και τα δεδομένα που συλλέγονται από πηγές όπως η Wall Street Journal ή η Moodys.

Η εξωτερική εγκυρότητα μπορεί να προκαλέσει σύγχυση: ακόμη και αν ο τραπεζικός κλάδος είναι σχετικά ένα αυτόνομο τμήμα της οικονομίας των ΗΠΑ για τον έλεγχο της υπόθεσης premium εξαγοράς, μπορεί να είναι δύσκολο να γενικεύσουμε τα αποτελέσματα αυτά στις διάφορες βιομηχανίες.

Η επέκταση αυτής της έρευνας σε άλλες βιομηχανίες επιβάλλει να προσκομιστούν αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με την ευρωστία αυτών των αποτελεσμάτων ή για τον περιορισμό αυτής της ευρωστίας.

#### **1.14. Ανθρώπινοι πόροι: ένας καθοριστικός παράγοντας στην αποτελεσματικότητα των εξαγορών (*Human resources: a determinant in acquisitions effectiveness*)**

*Βασίζεται στις έρευνες των Lin, Hung and Li.*

Στο έγγραφό τους, οι Lin, Hung και Li (2006) διερεύνησαν πώς η ικανότητα των ανθρώπινων πόρων μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει την ανάπτυξη και την αποτελεσματικότητα των εταιρικών συγχωνεύσεων και εξαγορών στρατηγικής. Βασίστηκε στην μελέτη των 267 τραπεζών στις ΗΠΑ, η οποία επιβεβαιώνει την

καλύτερη αποτελεσματικότητα των συγχωνεύσεων αυτών, όπως η αύξηση της απόδοσης, όταν η επιχείρηση έχει υψηλή ικανότητα Ανθρωπίνων Πόρων (σελ. 1).

Όπως διευκρινίζεται στο έγγραφο, το κύριο μήνυμα της έρευνας αυτής είναι ότι η ικανότητα των ανθρώπινων πόρων είναι ζωτικής σημασίας για την στρατηγική των Ε&Σ προκειμένου να είναι αποτελεσματική. Ένα σημείο που πρέπει να υπογραμμιστεί είναι ότι ένα μεγάλο ποσοστό των στοιχείων έχει δείξει ότι η διαχείριση του ανθρώπινου παράγοντα στην μετά την εξαγορά εφαρμογή είναι πολύ σημαντική και το ήμισυ των εξαγορών απέτυχε επειδή υπήρξε κακή διαχείριση.

Οι Cartwright και Cooper (2000) επισημαίνουν το γεγονός ότι περίπου το 50 τοις εκατό των Ε&Σ δεν επιτυγχάνουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα και η Διοίκηση Ανθρώπινου Δυναμικού μπορεί να διαδραματίσει ρόλο στη μείωση του κινδύνου και στην απώλεια της παραγωγικότητας κατά τη διάρκεια της διαδικασίας των Ε&Σ.

### **Κριτική ανάλυση**

Η εσωτερική ισχύ μπορεί να αποδεικνύεται από το σχετικά υψηλό μέγεθος του δείγματος (267 αμερικανικές τραπεζικές εταιρείες) σχετικά με τη μελέτη του κλάδου. Η μελέτη χρησιμοποιεί δευτερογενή τραπεζικά δεδομένα των Ε&Σ από δημόσια διαθέσιμες πηγές δεδομένων.

Η εξωτερική εγκυρότητα μπορεί να συζητηθεί. Από τη μία πλευρά, μπορεί να αποδειχθεί λαμβάνοντας υπόψη την πραγματική σημασία των ανθρώπινων πόρων για τη διαχείριση της σε κάθε επιχείρηση. Από την άλλη πλευρά, εξακολουθεί να είναι ασαφής η γενίκευση αυτών των ευρημάτων σε μικρότερες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και σε επιχειρήσεις άλλων κλάδων, για παράδειγμα.

#### **1.15. Προστιθέμενη αξία μέσω των διασυνοριακών εξαγορών (*Value-added through cross-border acquisitions*)**

*Βασίζεται στις έρευνες των Lindblom and Von Koch.*

Ο στόχος των Lindblom και Von Koch (2002) στην έρευνα τους είναι να μελετήσουν τα κέρδη και τα κίνητρα που μπορεί να προκύψουν από τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις τραπεζών. Υποστηρίζουν ότι όλο και περισσότερες διασυνοριακές συγχωνεύσεις στον τραπεζικό κλάδο μπορεί να συμβούν στην Ευρώπη, λόγω της εφαρμογής της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης (ONE) (σελ. 45). Ως εκ τούτου, αποφάσισαν να μελετήσουν τη συγχώνευση που συνέβη το 1997 μεταξύ της σουηδικής Nordbanken και της φινλανδικής τράπεζας Merita, χρησιμοποιώντας δύο

συνεντεύξεις από τους διευθυντές των τραπεζών και την “balance scorecard”, η κύρια ειδικότητα της οποίας είναι να εφαρμόσει δύο τύπους μεταβλητών: τις οικονομικές και τις στρατηγικές. Η προσέγγιση με την balance scorecard συνδυάζει τέσσερις διαφορετικές πτυχές που συνδέονται μεταξύ τους: τη χρηματοοικονομική προοπτική, την προοπτική του πελάτη, την εσωτερική σκοπιά της διαδικασίας των επιχειρήσεων και την προοπτική μάθησης και ανάπτυξης (σελ.47-49).

Τέλος, υποστηρίζουν ότι οι τράπεζες Nordbanken και Merita είχαν μερικές ομοιότητες. Πρώτα απ' όλα, ήταν και οι δύο μεγάλες τράπεζες με μεγάλα δίκτυα στις αγορές τους. Δεύτερον, τα καλύτερα διευθυντικά στελέχη των δύο τραπεζών θεωρούσαν ότι έπρεπε να αναπτυχθούν προκειμένου να επιβιώσουν στην ενοποίηση του τραπεζικού κλάδου που γινόταν εκείνη τη στιγμή (σελ. 70). Ωστόσο, τονίζουν ότι το κύριο σκεπτικό για την επιτυχή συγχώνευση είναι το γεγονός ότι οι δύο προσυγχώνευσης τράπεζες ήταν συμπληρωματικές έτσι ώστε οι διαχειριστές των τραπεζών μετά τη συγχώνευση είχαν την ευκαιρία να χρησιμοποιήσουν τις δυνάμεις του ενός στον άλλον (σελ. 69). Τέλος, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μπορεί να είναι πιο κερδοφόρο να βρεθεί μια συμπληρωματική τράπεζα, πράγμα που σημαίνει ότι είναι πραγματοποιήσιμες σταυροειδείς πωλήσεις των προϊόντων και υπηρεσιών (“επιθετική συγχώνευση”), αντί να αγοραστεί μια τράπεζα με την οποία είναι πιο εφικτή η μείωση του κόστους “Αμυντική συγχώνευση” (σελ. 70).

### **Κριτική ανάλυση**

Παρά τη σχετική πολυπλοκότητα στην ανάλυση μιας συγχώνευσης με άλλη τράπεζα, λόγω των πολλών παραγόντων που μπορούν να επηρεάσουν τις επιδόσεις μετά τη συγχώνευση, το γεγονός του συνδυασμού των δύο συνεντεύξεων των κορυφαίων στελεχών και την προσέγγιση με την balance scorecard, φαίνεται να σχετίζονται απόλυτα και παρουσιάζουν υψηλού επιπέδου εσωτερική εγκυρότητα. Η κύρια δύναμη αυτού του εγγράφου είναι η μέθοδος που χρησιμοποιείται: η balance scorecard, δίνει τη δυνατότητα να μελετηθούν τόσο οικονομικές όσο και μη χρηματοοικονομικές μεταβλητές.

Ωστόσο, δημιουργούνται κάποιες αμφιβολίες σχετικά με την εξωτερική εγκυρότητα, καθώς οι συγγραφείς χρησιμοποιούν μια πολύ συγκεκριμένη προσέγγιση και, επιπλέον, η μέθοδος εφαρμόζεται σε μία μόνο περίπτωση συγχώνευσης, για δύο τράπεζες που ανήκουν στην ίδια κουλτούρα, έτσι φαίνεται δύσκολο να γενικευθούν οι ερμηνείες τους.

Αυτό το έγγραφο είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον, δεδομένου ότι εισάγεται ειδική οικονομική ανάλυση των επιδόσεων που περιλαμβάνει ένα trade-off μεταξύ της



κερδοφορίας και οικονομικό κίνδυνο (Απόδοση ιδίων κεφαλαίων ROE, απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων ROA, απόδοση χρηματοοικονομικής μόχλευσης ROFL ).

**1.16. Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα: μεγαλύτερη παραγωγικότητα ή καλύτερη συνέργεια μεταξύ των επιχειρηματικών γραμμών; (*Mergers and Acquisitions in European banking; higher productivity or better synergy among business lines?*)**

Βάσει ερευνών των Ayadi, Boussemart, Leleu, Saidane.

Οι συγγραφείς Ayadi, Boussemart, Leleu, Saidane (2012) προσπάθησαν να εξακριβώσουν αν οι Ε&Σ στον Ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο διεξάγονται σε ένα πλαίσιο αυξημένης τεχνικής αποτελεσματικότητας και καλύτερης διαχείρισης του κόστους. Το δείγμα αποτελείται από 42 συναλλαγές Ε&Σ κατά τη διάρκεια της περιόδου 1996-2003 και 587 μη συγχωνευμένες τράπεζες από τις οποίες εξάγεται μια αντίστοιχη ομάδα που αποτελείται από τράπεζες με παρόμοια επίπεδα και μείγματα εισροών-εκροών, όπως η ομάδα των συγχωνευμένων τραπεζών. Για αυτές τις τράπεζες, εντοπίστηκαν τεχνικές και δομικές μεταβολές στην αποτελεσματικότητά τους κατά τη διάρκεια της περιόδου, όπως αύξηση της παραγωγικότητας τους και σύγκλιση των μειγμάτων εισροών-εκροών.

Για τις δύο ομάδες των τραπεζών, το τεχνικό μέρος της αποτελεσματικότητας αυξάνεται σε παρόμοιο ρυθμό ανάπτυξης και δεν υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των αντίστοιχων διαδικασιών για την αύξηση της παραγωγικότητας. Συμπεραίνεται λοιπόν, ότι οι Ε&Σ δεν διεξάγονται κυρίως για την αύξηση της παραγωγικότητας (σελ 170).

Παρ' όλα αυτά, τα αποτελέσματά σχετικά με τις αποδόσεις των διαρθρωτικών αλλαγών αποκαλύπτουν μια πραγματική διαδικασία σύγκλισης των μισμάτων εισροών-εκροών για τις συγχωνευμένες τράπεζες που δεν συμβαίνει με την άλλη ομάδα. Με άλλα λόγια, φαίνεται ότι οι ευρωπαίοι διευθυντές των τραπεζών δεν ακολούθησαν στρατηγικές Ε&Σ για τη βελτίωση της διαχείρισης του κόστους τους. Τα πρώτα κίνητρά τους ήταν να παρακολουθήσουν και να λάβουν τα πλεονεκτήματα της συμπληρωματικότητας μεταξύ των διαφόρων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των συγχωνευμένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ο απώτερος στόχος ήταν να οικοδομηθεί ένα πολύ ισχυρό και αποτελεσματικό μείγμα εισροών-εκροών και ένα πραγματικό "καθολικό ευρωπαϊκό" τραπεζικό μοντέλο. Αυτό το ευρωπαϊκό και διαφοροποιημένο μοντέλο έδειξε ότι ήταν πιο ανθεκτικό κατά τη διάρκεια της τελευταίας οικονομικής κρίσης από ότι το αντίστοιχο εξειδικευμένο μοντέλο στις ΗΠΑ.

### **Κριτική ανάλυση**

Η εσωτερική ισχύ μπορεί να αποδεικνύεται από το σχετικά ικανοποιητικό μέγεθος του δείγματος (42 συναλλαγές Ε&Σ κατά τη διάρκεια της περιόδου 1996-2003) αλλά και με τη σύγκριση που πραγματοποιείται με το 2<sup>ο</sup> δείγμα (587 μη συγχωνευμένες τράπεζες). Η μελέτη χρησιμοποιεί δευτερογενή τραπεζικά δεδομένα των Ε&Σ από δημόσια διαθέσιμες πηγές δεδομένων.

Η εξωτερική εγκυρότητα, αν και στο δείγμα περιέχονται Ε&Σ στον Ευρωπαϊκό χώρο, δεν γνωρίζουμε αν μπορεί να γενικευθεί σε χώρες εκτός της Ευρώπης.

### **1.17. Συμπεράσματα της βιβλιογραφίας των τραπεζικών Ε&Σ**

Από τη μελέτη των Hannan και Rhoades (1987), παρατηρούμε τη συνακόλουθη αύξηση των τραπεζικών εξαγορών για διαφορετικούς λόγους ιδιαίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες από τις αρχές της δεκαετίας του ογδόντα.

Οι μελέτες των Hagendorff, Collins και Keasey (2007), επιβεβαίωσαν την αυξανόμενη τάση των τραπεζικών εξαγορών με βάση τη μελέτη δύο ευρωπαϊκών χωρών (Γερμανία και Ιταλία) και των Ηνωμένων Πολιτειών. Ένας κύριος λόγος που αναπτύχθηκε σε αυτό το άρθρο είναι η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, η οποία είχε τεθεί σε λειτουργία σε όλο τον κόσμο από τις αρχές της δεκαετίας του ογδόντα.

Σύμφωνα με τον Schranz (1993), είδαμε ότι οι επιχειρήσεις στα κράτη με μια ενεργή αγορά εξαγορών είναι πιο κερδοφόρες βάσει των κίνητρων που αυτά τα κράτη προσφέρουν στους διαχειριστές των εταιρειών. Ακόμη και αν κάποιες εναλλακτικές μέθοδοι μπορούν να εφαρμοστούν στην περίπτωση μιας κλειστής αγοράς εξαγορών, πιστεύεται ότι θα έχουν μικρότερη επίδραση στην κερδοφορία σε σχέση με τις επιπτώσεις μιας ενεργούς αγοράς εξαγορών.

Είδαμε μια αντίθετη άποψη στις δηλώσεις αυτές λαμβάνοντας υπόψη τις έρευνες των Bagadwaj, Dubofsky και Fraser (1996) για τις αμυντικές εξαγορές στις ΗΠΑ και την υπόθεση premium των εξαγορών.

Φαίνεται τελικά δύσκολο να αποσαφηνισθεί η θετική ή αρνητική απόδοση μιας ενεργούς αγοράς εξαγορών: μελετώντας τα πραγματικά αίτια, τα κίνητρα και τις πτυχές για τυχόν εξαγορές φαίνεται να είναι ένα υποχρεωτικό βήμα για την προσεκτική αξιολόγηση της κατάστασης και των συμφερόντων της.

Σύμφωνα με Ayadi, Boussemart, Leleu, Saidane (2012), βγήκε το συμπέρασμα ότι οι Ε&Σ δεν διεξάγονται κυρίως για την αύξηση της παραγωγικότητας και της

βελτίωσης της διαχείρισης του κόστους, αλλά για την οικοδόμηση ενός πολύ ισχυρού και αποτελεσματικού τραπεζικού μοντέλου.

Μέσα από αυτή την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, είχαμε την επιθυμία να ληφθεί υπόψη η ανθρώπινη διάσταση που φαίνεται να είναι πολύ σημαντική για την αποτελεσματικότητα της αγοράς, σύμφωνα με τις μελέτες των Lin, Hung και Li (2006) και των Cartwright και Cooper (2000).

Με βάση την μελέτη των Tan και Hooy (2003) αναφορικά με το τραπεζικό πρόγραμμα συγχωνεύσεων της Μαλαισίας μετά την ασιατική οικονομική κρίση το 1997, μπορούσαμε να παρατηρήσουμε το σημαντικό ρόλο αυτών των εξαγορών, προκειμένου να σταθεροποιηθούν οι τιμές των μετοχών και οι αποδόσεις των τραπεζών. Η επιλογή αυτού του άρθρου ήταν μια ευκαιρία να ληφθούν περισσότερες πληροφορίες και να συνειδητοποιηθεί η ασιατική αντίληψη σχετικά με το θέμα των τραπεζικών εξαγορών.

Τέλος, το άρθρο των Lindblom και Von Koch (2002) μας επέτρεψε δούμε μια ικανοποιητική ιδέα σχετικά με τη σκοπιμότητα και τη δυνατότητα μιας πολλαπλής συγχώνευσης με άλλη τράπεζα εκτός των συνόρων μέσα από το παράδειγμα της συγχώνευσης το 1997 μεταξύ της σουηδικής Nordbanken και της φινλανδικής τράπεζας Merita.

## **2. Συζήτηση σχετικά με την επισκόπηση της βιβλιογραφίας**

Μέσα από τα διαφορετικά άρθρα μπορεί να εντοπισθεί ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο έχουν αυξηθεί σημαντικά από το 1980, όπως ακριβώς έχουν στην πλειονότητα των τομέων.

Με βάση το κριτήριο της απόδοσης μετά την εξαγορά, παρατηρούμε ότι τα άρθρα που ασχολούνται με εξαγορές σε γενικές γραμμές αλλά και τα άρθρα που βασίζονται στον τραπεζικό κλάδο, σημαντικές εμπειρικές έρευνες διαπιστώνουν ότι οι στόχοι σε εξαγορές κερδίζουν, αλλά οι αγοραστές δεν κερδίζουν σε βραχυπρόθεσμη περίοδο.

Στην πραγματικότητα, μετά την επανεξέταση 17 δημοσιευμένων μελετών για τις μη κανονικές αποδόσεις του στόχου και του αγοραστή σε συγχωνεύσεις τραπεζών, ο Palia (1994) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι τράπεζες-στόχοι έχουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (που ποικίλουν από 5 έως 25 τοις εκατό), ενώ οι τράπεζες-αγοραστές κερδίζουν σπάνια θετικές αποδόσεις και συχνά εμφανίζουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις (11 από τις 17 μελέτες αναφέρουν αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις για τους αγοραστές).

Από τα διάφορα άρθρα που θα μπορούσε να παρουσιαστούν σε αυτή τη μελέτη, θα μπορούσε να κρατηθούν μερικοί λόγοι για την ανάπτυξη των τραπεζικών εξαγορών που θα μπορούσε να ευθυγραμμιστεί παράλληλα με την ουσιαστική απόδοση.

## 2.1. Μερικοί λόγοι για την αύξηση των τραπεζικών Ε&Σ

Πράγματι, θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τομέα αυτό έχουν αυξηθεί συνεχώς τα τελευταία τριάντα χρόνια για διαφορετικούς λόγους.

- Απελευθέρωση: Ένας μεγάλος λόγος ήταν η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος. Πράγματι οι τραπεζικοί ρυθμιστές προωθούν μια πιο ενοποιημένη βάση των τραπεζών μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Θα μπορούσαμε να δούμε ότι ακόμη και στην Ευρώπη, μεγάλες διαφορές παρατηρούνται μεταξύ των διαφορετικών χωρών αναφορικά με τους κανονισμούς. Από την άλλη πλευρά, παρατηρούμε μια αυξανόμενη εναρμόνιση του τραπεζικού τομέα που υποστηρίζεται από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Θα μπορούσαμε να δούμε, για παράδειγμα, πρόσφατα τη θέσπιση της ευρωπαϊκής οδηγίας MiFID (η αγορά μέσω οικονομικού οδηγού) που ρυθμίζει όλες τις ευρωπαϊκές εισηγμένες εταιρείες.
- Μια απάντηση σε μια οικονομική κρίση: Μελετήσαμε στην επισκόπηση της βιβλιογραφίας μας πάρα πολύ ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές τραπεζών θα μπορούσε να είναι μια απάντηση στην αστάθεια που οφείλεται, για παράδειγμα, σε μια οικονομική κρίση όπως την ασιατική μία το 1997 ή η κρίση των ενυπόθηκων δανείων που ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες το 2007.
- Αμυντικές εξαγορές: Μπορούν να είναι επίσης κρίσιμες για τον εγχώριο τραπεζικό κλάδο για την αντιμετώπιση των μελλοντικών προκλήσεων, για τη διεύρυνση και την ενίσχυση των τραπεζικών μονάδων στη χώρα. Θα μπορούσαμε να μιλάμε εδώ για τις αμυντικές εξαγορές, οι οποίες εμφανίζονται όταν οι τράπεζες αποκτούν άλλες τράπεζες έτσι ώστε να μπορεί να γίνει τόσο μεγάλες ώστε η μελλοντική απόκτηση μιας νέας τράπεζας θα είναι δύσκολη ή αδύνατη.
- Τραπεζική Αυτοκρατορία: Οι επιχειρήσεις μπορούν να επιδιώξουν επίσης εξαγορές χωρίς συνέργειες ώστε να μεγαλώσουν σημαντικά και να διατηρήσουν μια σταθερή απόδοση την ίδια στιγμή. Θα μπορούσε να θεωρηθεί από ορισμένους οικονομολόγους και η επιθυμία για την οικοδόμηση μιας αυτοκρατορίας τραπεζών.

- Ορισμένα επιχειρηματικά οφέλη: Επιπλέον, η βιβλιογραφική ανασκόπηση υποστήριξε ότι υπάρχουν διαφορετικά οφέλη που συνδέονται με ένα πιο ολοκληρωμένο τραπεζικό τομέα, όπως οικονομίες κλίμακος, μείωση του κόστους των συναλλαγών, μεγαλύτερη ρευστότητα στην αγορά ή καλύτερη διασπορά του κινδύνου.

### 3. Εγκυρότητα και αξιολόγηση της αξιοπιστίας

Το τμήμα αυτό μας επιτρέπει να αξιολογήσουμε την εσωτερική και εξωτερική εγκυρότητα και την αξιοπιστία των διαφόρων πηγών που χρησιμοποιήθηκαν για να γίνει πιο αντιληπτό το κεφάλαιο ανασκόπησης της βιβλιογραφίας.

Η εσωτερική εγκυρότητα έχει να κάνει με την κατά προσέγγιση εγκυρότητα της επιχειρηματολογίας και της ποιότητας της θεωρητικής συλλογιστικής και η εξωτερική εγκυρότητα ορίζεται ως η εγκυρότητα των συμπερασμάτων σχετικά με το αν η αιτιώδης σχέση παραμένει πάνω από διακυμάνσεις σε πρόσωπα, ρυθμίσεις και μεταβλητές μέτρησης. Δεν επιβεβαιώνεται πάντοτε, αλλά μπορούμε να δεχτούμε ένα επαρκές επίπεδο των δύο εγκυροτήτων για τις διαφορετικές πηγές που χρησιμοποιούνται σε αυτή την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας.

Η αξιοπιστία μπορεί να επικεντρώνεται σε τρία κριτήρια: πηγές, χρονολογία και επιστημονική προσέγγιση. Το μεγαλύτερο μέρος της εν λόγω ανασκόπησης της βιβλιογραφίας έχει επιτευχθεί στη βάση των πρωτογενών πηγών μέσα από τα διάφορα άρθρα και μελέτες που παρουσιάζονται εδώ. Αναλύοντας αυτά τα άρθρα μας έκανε να συνεργαστούμε με δευτερογενείς πηγές πάρα πολύ, δεδομένου ότι αναφέρονται σε διαφορετικές προηγούμενες μελέτες και θεωρίες. Ένα κριτήριο αυτής της βιβλιογραφικής ανασκόπησης ήταν να είναι όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστη: ως εκ τούτου, τον έλεγχο αυτών των δευτερευουσών πηγών μέσα από την ανάγνωση και κατανόησή τους πραγματοποιήθηκε όσο το δυνατόν περισσότερο.

Όσον αφορά τη χρονολογία των άρθρων, καταβλήθηκε προσπάθεια να αναμειχθούν οι διάφορες περιόδους των μελετών από την πραγματική αύξηση των εξαγορών του τραπεζικού τομέα στη δεκαετία του ογδόντα. Ωστόσο, το ενδιαφέρον μας επικεντρώθηκε σε μελέτες σχετικά με συνεπή χρονική περίοδο με πρόσφατα άρθρα (πάνω από το 75 τοις εκατό των υποστηριζόμενων άρθρα είχαν πραγματοποιηθεί μετά το έτος 2000), οι οποίες ούτως ή άλλως υποστηρίζονται από παλαιότερες δευτερογενείς πηγές. Αυτή η σχετική νεαρή ηλικία για τα περισσότερα από τα άρθρα αυτά, στην οποία συνδυάσαμε κάποιες παλαιότερες πηγές για τις βασικές καταστάσεις, δίνει τη δυνατότητα να στηρίξει ένα ορισμένο επίπεδο αξιοπιστίας για τη μελέτη μας.

Τα περισσότερα από αυτά τα άρθρα έχουν εξαχθεί από αξιόπιστα επιστημονικά περιοδικά, όπως Journal of Economics and Finance, the Journal of Financial Economics, the Journal of Economic Perspectives και ούτω καθεξής, που θα μπορούσαν να παρέχουν μια αξιόπιστη επιστημονική προσέγγιση για τη μελέτη μας.

Όσον αφορά αυτά τα διαφορετικά κριτήρια, μας παρέχει μια σχετικά υψηλή αξιοπιστία σε αυτή την κριτική της λογοτεχνίας, το οποίο θα μπορούσε να δίνει μια σχετική υποστήριξη για τη συνοχή της μελέτης.

## **Κεφάλαιο 4**

### **Μεθοδολογία**

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την αξιολόγηση της επίδοσης των ομίλων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, οι οποίοι προέβησαν σε αρκετές Ε&Σ την τελευταία δεκαπενταετία. Η χρήση βασικών οικονομικών μεγεθών αλλά και χρηματοοικονομικών δεικτών κρίθηκε απαραίτητη προκειμένου να εξαχθούν ικανοποιητικά συμπεράσματα.

#### **1. Επίδοση**

##### **1.1. Ο ορισμός της επίδοσης**

Η επίδοση είναι μια έννοια που μπορεί να οριστεί με διάφορες προσεγγίσεις. Θα μπορούσαμε να αναφερθούμε στην ανθρώπινη επίδοση και την επίδοση των υλικών σε έναν οικονομικό κόσμο. Επιπρόσθετα, η επίδοση φυσικά μπορεί να οριστεί και να απεικονισθεί σε διάφορους τομείς όπως κοινωνικούς, οικονομικούς, ή στον αθλητικό κόσμο, όπως σε πολλούς άλλους τομείς. Η ανθρώπινη επίδοση αφορά κυρίως τους ανθρώπινους πόρους σε μια επιχείρηση, τη μελέτη της απόδοσης των εργαζομένων και την αξιολόγηση των επιδόσεων. Η έρευνά μας σε αυτή τη μελέτη συνδέεται άμεσα με την οικονομική και επιχειρηματική περιοχή και φυσικά, στηρίζεται στις λειτουργικές και οικονομικές επιδόσεις.

Σε γενική άποψη, μπορούμε να ορίσουμε την έννοια της επίδοσης ως θετική εξέλιξη στο χρόνο και στην ένταση της υλικής ή άυλης διαδικασίας. Υπάρχει μια πραγματική διαφορά και το χάσμα μεταξύ των δύο χρονικών σημείων, στην κατάσταση μιας συγκεκριμένης διαδικασίας. Στη συγκεκριμένη εργασία μας ενδιαφέρει οι μετά τις εξαγορές επιδόσεις στον τραπεζικό κλάδο. Ακόμη και σε αυτόν τον συγκεκριμένο τομέα, τα διαφορετικά είδη των επιδόσεων μπορούν να οριστούν ως λειτουργική επίδοση ή την οικονομική αποδοτικότητα.

##### **1.2. Η λειτουργική επίδοση**

Η λειτουργική επίδοση, σύμφωνα με Barron (2005), βασίζεται στη συγκεκριμένη απόδοση της εταιρείας που προκύπτει από μια δραστηριότητα και τις διαδικασίες που εφαρμόζονται από την επιχείρηση που θα της αποφέρουν κέρδη, τα οποία θα συγκριθούν με την αρχική ή την προηγούμενη χρονική περίοδο.

Η λειτουργική επίδοση υπολογίζεται σε μια επιχείρηση χάρη στη βοήθεια κάποιων δεικτών. Πράγματι, μπορούμε να αντιληφθούμε και να αντιμετωπίσουμε την έννοια της απόδοσης μέσω της έννοιας της κερδοφορίας, η οποία είναι σε μεγάλο βαθμό στην περίπτωση της εταιρικής χρηματοδότησης.

Η απόδοση μπορεί να οριστεί ως ένα μέτρο της αποδοτικότητας των πωλήσεων, για να καθοριστεί η απόδοση που δημιουργείται από τα έσοδα. Μερικοί λειτουργικοί δείκτες απόδοσης είναι το περιθώριο κέρδους (καθαρά κέρδη/πωλήσεις), δείκτης μικτού περιθωρίου (μικτό περιθώριο κέρδους/πωλήσεις), και το λειτουργικό περιθώριο κέρδους (λειτουργικά έσοδα/ πωλήσεις). Όσο υψηλότερες είναι οι τιμές αυτών των δεικτών, τόσο καλύτερη είναι η κερδοφορία που προκύπτει από τις πωλήσεις της εταιρείας.

Παράλληλα, η επιχείρηση μπορεί να αναλύσει την απόδοση και σε οικονομική βάση.

### **1.3. Η οικονομική επίδοση**

Σύμφωνα με τη βάση δεδομένων Investopedia (2008), η οικονομική επίδοση μπορεί να οριστεί ως ένα υποκειμενικό μέτρο του πόσο καλά μια επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει περιουσιακά στοιχεία, από την πρωτογενή λειτουργία της επιχείρησης για να δημιουργεί έσοδα. Μπορούμε να παρατηρήσουμε τις οικονομικές επιδόσεις της επιχείρησης στην Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων για τα χρηματοοικονομικά έσοδα και τις αποδόσεις ή με την εξέταση του ισολογισμού, λαμβάνοντας υπόψη τις οικονομικές επενδύσεις και τις ταμειακές ροές της επιχείρησης.

Αυτός ο όρος χρησιμοποιείται επίσης ως γενικό μέτρο της συνολικής χρηματοδότησης για την υγεία μιας επιχείρησης σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να συγκριθούν παρόμοιες επιχειρήσεις στον ίδιο κλάδο ή να συγκριθούν διαφορετικοί κλάδοι.

Μιλάμε για την οικονομική απόδοση όταν μπορούμε να παρατηρήσουμε την εξέλιξη των τιμών των μετοχών στη χρηματοπιστωτική αγορά. Μια θετική εξέλιξη μας επιτρέπει να συμπεράνουμε μια συγκεκριμένη απόδοση μια μετοχής.

Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τρόποι για τη μέτρηση της οικονομικής απόδοσης: τα περισσότερα από αυτά έχουν ομαδοποιηθεί. Καθώς διαφορετικές ομαδοποιήσεις θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν, διαφορετικά μοντέλα υπάρχουν επίσης, που ασχολούνται με την επίδοση.

Ένα παράδειγμα υπολογισμού των επιδόσεων που συνδυάζει χρηματοοικονομική και λειτουργική μπορεί να είναι η ανάλυση της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων. Η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων ορίζει την ικανότητα



των επιχειρήσεων να λαμβάνουν παραγωγικούς πόρους και να τα αξιοποιούν κατάλληλα στην παραγωγική διαδικασία ώστε να τους αποφέρει μελλοντικά θετικά αποτελέσματα.

Μια ισχυρή απόδοση του ενεργητικού μπορεί να αποδείξει ότι η επιχείρηση έχει εκμεταλλευτεί με τον καλύτερο τρόπο τα περιουσιακά της στοιχεία και τα έχει επενδύσει σωστά. Διαφορετικά μοντέλα και μέθοδοι χρησιμοποιούνται συνήθως για την αξιολόγηση και τη σύγκριση των επιδόσεων, λειτουργικά ή χρηματοοικονομικά και ανάλογα με τις ανάγκες των διαφόρων ενδιαφερομένων. Κατά τον ίδιο τρόπο, διαφορετικές μετρήσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την ανάλυση της απόδοσης περιουσιακών στοιχείων: ο ταμειακός κύκλος, η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων ή η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού.

## 2. Μεθοδολογία

Σκοπός της εργασίας είναι να παρουσιάσει, να εκτιμήσει τα βασικά οικονομικά μεγέθη των ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων, που προχώρησαν σε αρκετές συγχωνεύσεις και εξαγορές τα τελευταία χρόνια και να κάνει μία συγκριτική ανάλυση με το σύνολο του τραπεζικού τομέα.

Η ανάλυση πραγματοποιείται για την περίοδο 1998-2012. Η περίοδος αυτή περιλαμβάνει και τη πενταετία (2008-2012) της χρηματοοικονομικής κρίσης, έτσι η εικόνα και η συμπεριφορά των χρηματοοικονομικών δεικτών θα είναι πιο ουσιαστική. Επιλέχτηκαν για ανάλυση οι πέντε μεγαλύτεροι τραπεζικοί όμιλοι στην Ελλάδα:

- ❖ Όμιλος ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ
- ❖ Όμιλος ALPHA BANK
- ❖ Όμιλος EUROBANK
- ❖ Όμιλος ΠΕΙΡΑΙΩΣ
- ❖ Όμιλος ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης περιλαμβάνει πέραν της επιλογής του κατάλληλου δείκτη και τη σύγκριση, χωρίς την οποία οι εξαγόμενες σχέσεις δεν αποκτούν σημασία και το πιθανότερο δεν οδηγούν σε ορθή ερμηνεία. Η σύγκριση νοείται και σε σχέση με το χρόνο και σε σχέση με τις ομοειδείς επιχειρήσεις ή τον κλάδο. Η διπλή αυτή σύγκριση δίνει τη δυνατότητα ορθότερης ερμηνείας των δεικτών και συνεπώς της κατάστασης στην επιχείρηση (Παπούλιας, 2000).

## 2.1. Οικονομικά μεγέθη

Για να επιτευχθεί αυτό θα αναλυθούν τα βασικά οικονομικά μεγέθη των τραπεζών. Τα οικονομικά μεγέθη που θα αναλυθούν είναι:

- Ενεργητικό
- Σύνολο καταθέσεων
- Σύνολο χορηγήσεων
- Καθαρά κέρδη προ φόρων
- Σύνολο ιδίων κεφαλαίων

Η ανάλυση των παραπάνω οικονομικών μεγεθών έχει ως αντικείμενο τη μελέτη των σχέσεων των οικονομικών στοιχείων, τόσο στη δεδομένη χρονική στιγμή, όσο και των τάσεων αυτών διαχρονικά. Για τα παραπάνω οικονομικά μεγέθη – στη συγκεκριμένη εργασία δίνεται έμφαση στην ποσοστιαία μεταβολή τους για το διάστημα της εξεταζόμενης περιόδου. Στη συνέχεια αναλύονται οι παρακάτω αριθμοδείκτες που καταγράφονται στη βιβλιογραφία ως οι πλέον εύχρηστοι δείκτες μέτρησης των οικονομικών μεγεθών και χαρακτηριστικών (κερδοφορία, αποδοτικότητα, ρευστότητα) των τραπεζών.

## 2.2. Χρηματοοικονομικοί δείκτες

Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί μια από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να αξιολογηθεί η χρηματοοικονομική κατάσταση των τραπεζών που μελετήθηκαν στην παρούσα εργασία. Οι δείκτες αυτοί επιλέχθηκαν έπειτα από διεξοδική μελέτη της βιβλιογραφίας, ως οι πιο κατάλληλοι για την εξαγωγή μιας αντιπροσωπευτικής εικόνας για την οικονομική κατάσταση των τραπεζών. Προκειμένου να καταστεί πιο εύκολος ο υπολογισμός, η εφαρμογή και η ερμηνεία τους, κατηγοριοποιήθηκαν σε επιμέρους ομάδες. Η πρώτη ομάδα αφορά την κερδοφορία και την αποδοτικότητά της, η δεύτερη ομάδα αναφέρεται στα επίπεδα ρευστότητας, η τρίτη παρουσιάζει την κεφαλαιακή επάρκεια της κάθε τράπεζας και η τέταρτη ομάδα αποδίδει την ποιότητα του ενεργητικού (Κόντος, 2007).

### **Κερδοφορία-Αποδοτικότητα** (Βασιλείου, 1999)

- ❖ ROA (Απόδοση στοιχείων ενεργητικού) = Καθαρά Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού  
Υπολογίζει τα κέρδη του τραπεζικού ιδρύματος σε σχέση με τα περιουσιακά του στοιχεία. Αντανακλά την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί

αποτελεσματικά τους χρηματοοικονομικούς πόρους (ενεργητικό) που έχει στη διάθεση της, προκειμένου να δημιουργεί κέρδη.

- ❖ ROE (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)= Καθαρά Κέρδη / Ίδια Κεφάλαια  
Δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία η τράπεζα χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της, καθώς παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκαν από τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι-ιδιοκτήτες της τράπεζας-επιχείρησης.
- ❖ Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου = Καθαρό Εισόδημα από τόκους /Κυκλοφορούν (κερδοφόρο) ενεργητικό  
Μετρά το τραπεζικό καθαρό εισόδημα από τόκους αναλογικά με το κερδοφόρο ενεργητικό.
- ❖ Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / (Χορηγήσεις + Καταθέσεις)  
Υπολογίζει τα κέρδη του τραπεζικού ιδρύματος σε σχέση με το σύνολο των χορηγήσεων και των καταθέσεων, βασικές πηγές εσόδων μιας τράπεζας.
- ❖ Δείκτης Κόστους Εσόδων = Έξοδα εκτός Τόκων/ (Καθαρό Εισόδημα από Τόκους + Έσοδα εκτός Τόκων)  
Δείχνει τη σχέση των εξόδων και του όγκου των τραπεζικών εργασιών (Εσόδων). Υψηλότερα έξοδα σημαίνει χαμηλή κερδοφορία.

### **Ρευστότητα**

- ❖ Χορηγήσεις / Καταθέσεις  
Δείχνει την ανάγκη των τραπεζών σε σχέση με τα δάνεια και τις καταθέσεις. Δίχως την απαιτούμενη ρευστότητα να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, μια τράπεζα μπορεί να αποτύχει.
- ❖ Σύνολο Ενεργητικού / Σύνολο Χορηγήσεων  
Δείχνει την αναλογία των δανείων που κατακρατεί η τράπεζα (υψηλή τιμή σημαίνει χαμηλή αποδοτικότητα και χαμηλό κίνδυνο).

### **Κεφαλαιακή Επάρκεια**

- ❖ Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού  
Δείχνει τη σχέση ιδίων κεφαλαίων και στοιχείων του ενεργητικού της τράπεζας. Υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει χαμηλή ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση, δηλαδή υψηλή αποδοτικότητα.

- ❖ Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Χορηγήσεις
- ❖ Σύνολο ιδίων Κεφαλαίων / Καταθέσεις

### **Ποιότητα Ενεργητικού**

- ❖ Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα
- ❖ Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού

Δείχνει το ποσό των λειτουργικών εσόδων που μπορούν να προβλεφθούν. Υψηλές τιμές των δεικτών σημαίνει κακή ποιότητα ενεργητικού. Το γεγονός αυτό έχει επίπτωση στην αποδοτικότητα, εφόσον υπάρχει μείωση εσόδων από τόκους, επιβολή υψηλότερων προβλέψεων και μείωση καθαρών κερδών.

Τέλος, αξίζει να αναφερθούν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά των ισολογισμών των εμπορικών τραπεζών, απαραίτητα για τη λήψη αποφάσεων και των βέλτιστων στρατηγικών επιλογών.

Οι εμπορικές τράπεζες επενδύουν περίπου το 2% του ενεργητικού τους σε πάγια στοιχεία, υποδεικνύοντας ότι το χαμηλό ύψος των πάγιων στοιχείων συνοδεύεται από χαμηλές λειτουργικές δαπάνες (αποσβέσεις).

Σημαντικό ποσοστό των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αποτελείται από καταθέσεις, δημιουργώντας επιπτώσεις στη ρευστότητα των τραπεζών. Αν, δηλαδή, ο ισολογισμός του τραπεζικού ιδρύματος περιλαμβάνει υψηλή ρευστότητα, τότε μειώνεται ο κίνδυνος ρευστότητας και η αποδοτικότητα. Αντίθετα χαμηλή ρευστότητα σημαίνει αύξηση του κινδύνου ρευστότητας και της αποδοτικότητας. Στην πραγματικότητα, οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν τις υποχρεώσεις για τη χρηματοδότηση των απαιτήσεών τους, με αποτέλεσμα να παρουσιάζουν υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση (Κοσμίδου, 2006).

## **Κεφάλαιο 5**

### **Αποτελέσματα**

Σε αυτό κεφάλαιο παρουσιάζονται η ιστορική αναδρομή των Ε&Σ και η διαχρονική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών και των χρηματοοικονομικών δεικτών για κάθε έναν από τους 5 τραπεζικούς ομίλους που έχουν επιλεγεί. Στη συνέχεια πραγματοποιείται ανάλυση των οικονομικών στοιχείων και των δεικτών συγκρίνοντάς τους με το μέσο όρο του κλάδου προκειμένου να εξαχθούν πιο ουσιαστικά συμπεράσματα.

#### **1. Ανάλυση οικονομικών μεγεθών και χρηματοοικονομικών δεικτών**

##### **1.1. Συνοπτική ανασκόπηση του τραπεζικού συστήματος**

Τη δεκαετία 1991-2001 υπήρξε μια τάση συγκέντρωσης στην εγχώρια τραπεζική αγορά. Κάποιες ξένες τράπεζες που δραστηριοποιούνταν στην Ελλάδα, παρέχοντας υπηρεσίες προς μεγάλες επιχειρήσεις (wholesale banking), μείωσαν σημαντικά τις δραστηριότητες τους ή αποχώρησαν από τη χώρα στα πλαίσια αναδιάρθρωσης των διεθνών δραστηριοτήτων τους. Το μικρό δίκτυο των ξένων τραπεζών στην Ελλάδα απορροφήθηκε από τις τράπεζες που αποσκοπούσαν στη διεύρυνση του δικτύου τους ή στην απόκτηση ειδικών υπηρεσιών.

Οι μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες βελτίωσαν τη θέση τους με την εξαγορά ή την συγχώνευση μικρού ή μεσαίου μεγέθους τραπεζών (Alpha Bank-Ιονική), ενώ δύο μεσαίου μεγέθους τράπεζες του ιδιωτικού τομέα ενίσχυσαν τη θέση τους μέσω μόνο εξαγορών (Πειραιώς, Eurobank).

Οι πιέσεις που ασκούσαν οι χρηματοοικονομικές εταιρίες προς τις εγχώριες τράπεζες και ο έντονος ανταγωνισμός από τραπεζικά σχήματα του εξωτερικού, έκαναν επιτακτική ανάγκη την ενασχόληση τους με όλο το φάσμα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η ανάγκη βελτίωσης της θέσης των εγχώριων τραπεζών στην εγχώρια και την ευρωπαϊκή αγορά, αποτέλεσε ακόμη ένα παράγοντα που αύξησε τον βαθμό των Ε&Σ, με στόχο να συμμετάσχουν με ανταγωνιστικούς όρους στην αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της ζώνης του Ευρώ και να δικαιολογήσουν τη χρηματοδότηση μεγάλων επενδύσεων. Ταυτόχρονα, οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες ανέπτυξαν αξιοσημείωτη παρουσία στο εξωτερικό και ιδιαίτερα στις χώρες της νοτιανατολικής Ευρώπης και της Μεσογείου, είτε με εξαγορές τραπεζών ή με την

ίδρυση θυγατρικών. Για την καλύτερη κατανόηση της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών των Ομίλων των τραπεζικών ιδρυμάτων που θα αναλυθούν στις επόμενες ενότητες, θα παραθέσουμε στους παρακάτω πίνακες (Πίνακας 2a, 2b) τη διαχρονική εξέλιξη των χρηματοοικονομικών δεικτών του κλάδου.

<b>ΔΕΙΚΤΕΣ</b>											
<b>Ποσοστό %</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>ROA</b>	1,27	3,14	1,38	0,93	0,62	0,77	0,72	1,02	0,81	1,24	0,75
<b>ROE</b>	18,12	30,00	16,51	12,25	9,46	11,43	7,80	14,59	8,13	16,51	10,99
<b>Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου</b>	2,72	2,69	3,00	3,16	2,89	3,09	3,13	3,05	3,12	2,91	2,79
<b>Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)</b>	1,26	3,38	1,68	1,03	0,64	0,85	0,81	1,11	0,96	1,18	0,68
<b>Δείκτης Κόστους</b>	71,17	51,11	61,72	72,02	80,21	74,85	74,27	68,32	71,85	64,75	87,83
<b>Χορηγήσεις/ Καταθέσεις</b>	48,42	53,24	59,64	64,80	77,69	89,87	98,35	109,40	108,17	119,49	122,74
<b>Ενεργητικό / Χορηγήσεις</b>	265,47	259,05	239,97	213,92	190,84	169,82	155,09	165,72	155,21	148,51	137,00
<b>Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό</b>	7,46	10,87	9,13	7,96	6,83	6,98	5,55	6,77	7,02	7,04	5,22
<b>Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις</b>	19,43	27,74	21,37	16,33	12,65	11,36	8,55	11,36	11,28	10,60	7,26
<b>Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις</b>	9,41	14,72	12,65	10,61	9,63	10,29	8,54	12,28	11,62	12,53	8,72
<b>Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα</b>	20,81	17,97	26,91	32,49	51,34	60,81	51,54	55,10	48,62	48,34	63,76
<b>Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού</b>	1,02	1,12	1,29	1,35	1,96	2,50	2,20	2,19	2,01	1,89	2,06

Πίνακας 2a. Χρηματοοικονομικοί δείκτες κλάδου 1998-2008

ΔΕΙΚΤΕΣ				
Ποσοστό %	2009	2010	2011	2012
ROA	0,85	-0,54	-9,33	-2,90
ROE	15,79	-17,18	839,94	25,47
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	2,80	2,87	3,03	2,38
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	0,14	-0,34	-8,81	-2,45
Δείκτης Κόστους	99,05	116,49	426,02	241,45
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	122,44	134,11	150,39	127,63
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	142,02	145,14	139,92	148,36
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	7,09	6,76	0,91	0,82
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	10,16	9,93	0,99	0,82
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	12,12	12,70	1,69	0,95
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	78,30	115,82	216,36	373,14
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	2,55	3,60	7,23	9,01

Πίνακας 2b. Χρηματοοικονομικοί δείκτες κλάδου 2009-2012

## 1.2. ΟΜΙΛΟΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

### *Ιστορική αναδρομή E&S (www.nbg.gr)*

Το Νοέμβριο του 1998, η πλήρης απορρόφηση της Εθνικής Κτηματικής Τράπεζας της Ελλάδος (ΕΚΤΕ) από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΤΕ) με ανταλλαγή μετοχών είχε ως στόχο τη δημιουργία ενός ισχυρού πιστωτικού ομίλου μέσω ενός διευρυμένου δικτύου υποκαταστημάτων τόσο στο εσωτερικό (605 τον αριθμό) όσο και στο εξωτερικό (περισσότερα από 100 υποκαταστήματα).

Τον Δεκέμβριο του 2002, η Εθνική Τράπεζα συγχωνεύτηκε με την ΕΤΕΒΑ, με αποτέλεσμα να ενισχυθεί η παρουσία του Ομίλου στην παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών, σε τομείς όπως το project finance, E&S και οι υπηρεσίες αναδοχής, όπου η ΕΤΕΒΑ είχε αναπτύξει αξιόλογη εξειδίκευση.

Αποτέλεσμα αυτών των συγχωνεύσεων ήταν η αύξηση της δύναμης του Ομίλου και του μεριδίου του στην αγορά καθώς και η μείωση του λειτουργικού κόστους μέσω των οικονομιών κλίμακας και των συνεργειών που επιτεύχθηκαν και η ορθολογικότερη αξιοποίηση του προσωπικού που ειδικεύονταν στην στεγαστική και επενδυτική τραπεζική, αποφεύγοντας τα κόστη που θα έπρεπε να αναλάβει (μεγάλα ποσά επένδυσης σε ανάπτυξη προϊόντων, συστημάτων και διαδικασιών, διαφήμιση και προώθηση καθώς και σε εκπαίδευση προσωπικού) αν η ΕΤΕ επιδίωκε να δραστηριοποιηθεί αυτόνομα στις συγκεκριμένες αγορές.

Στη συνέχεια τον 03/2006 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση δια απορροφήσεως της ΕΤΕ με την εταιρεία Εθνικής Αξιοποίησης Ακινήτων και Εκμετάλλευσης Γενικών Αποθηκών (εφεξής ΕΘΝΑΚ), η οποία ιδρύθηκε το 1908 και βασικός της σκοπός υπήρξε κάθε εργασία που συνδεόταν, άμεσα ή έμμεσα, με τη κατασκευή και την εκμετάλλευση γενικών αποθηκών στην Ελλάδα. Η συγχώνευση των δύο εταιρειών αποτέλεσε ακόμα ένα βήμα προς τη κατεύθυνση της βελτίωσης των δομών του Ομίλου της ΕΤΕ, για την καλύτερη προσαρμογή του στις απαιτήσεις τόσο της διεθνούς όσο και της εγχώριας αγοράς.

Τέλος, το 2006 η συνένωση της ΕΤΕ με τη Τουρκική Finansbank θεωρήθηκε ιδιαίτερως ελκυστική τόσο από στρατηγική όσο και από οικονομική άποψη. Η απορρόφηση της Finansbank από την ΕΤΕ πραγματοποιήθηκε με την εξαγορά του 46% των κοινών και του 100% των ιδρυτικών μετοχών της Finansbank από τη FIBA Holding. Στα τέλη του 2006, η ΕΤΕ προέβη στην εξαγορά του υπολειπόμενου ποσοστού 44% των κοινών μετοχών της Finansbank.

Η Finansbank, με ισχυρή θέση στην αγορά της Τουρκίας, με σημαντικά πλεονεκτήματα στον τομέα της λιανικής τραπεζικής και στη χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, με υψηλές αποδόσεις επί των ιδίων κεφαλαίων της,



καθώς και με αξιόλογη διοικητική ομάδα, αποτελεί έναν πολύ ισχυρό εταίρο για την ΕΤΕ στην τραπεζική αγορά της Τουρκίας.

Το 2013, η απορρόφηση των υγιών τμημάτων της FBB και της Probank, είχε μικρή αλλά θετική επίδραση στα μεγέθη των εγχώριων δραστηριοτήτων, καθώς οι τράπεζες διέθεταν δανειακό χαρτοφυλάκιο με χαμηλό δείκτη επισφαλειών, υπερβάλλουσα ρευστότητα και θετική κερδοφορία.

### Οικονομικά μεγέθη

Παρακάτω παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας (Πίνακες 3α, 3b).

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ											
Ποσά σε εκ. €	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ενεργητικό	38.763	42.649	48.518	52.840	54.095	53.690	52.877	60.426	76.569	90.385	101.838
Σύνολο καταθέσεων	33.746	35.776	40.854	44.812	44.801	39.878	40.808	43.350	53.233	60.350	67.656
Σύνολο χορηγήσεων	11.347	13.873	16.713	18.243	19.595	22.061	26.312	29.528	42.624	54.693	73.076
Καθαρά κέρδη προ φόρων	533	946	980	699	350	521	553	943	1.268	1.903	1.937
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	1.541	2.698	3.184	2.578	2.584	2.431	2.522	4.316	8.832	8.542	8.267

Πίνακας 3α. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Εθνικής Τράπεζας 1998-2008

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ				
Ποσά σε εκ. €	2009	2010	2011	2012
Ενεργητικό	113.394	120.744	106.732	104.798
Σύνολο καταθέσεων	71.194	68.039	59.543	58.722
Σύνολο χορηγήσεων	74.752	77.262	71.496	69.136
Καθαρά κέρδη προ φόρων	1.252	637	-13.420	-1.986
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	9.827	10.805	-253	-1.887

Πίνακας 3b. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Εθνικής Τράπεζας 2009-2012

### **Ανάλυση οικονομικών μεγεθών**

Ως αποτέλεσμα των προαναφερόμενων συγχωνεύσεων, το σύνολο των οικονομικών μεγεθών βελτιώθηκε σημαντικά. Πιο συγκεκριμένα, το ενεργητικό παρουσίασε σημαντική αύξηση της τάξεως του 163% (σε €101.138εκ το 2008 έναντι €38.763εκ το 1998).

Η κυριότερη πηγή ξένων κεφαλαίων είναι και εδώ οι καταθέσεις των πελατών, που αυξάνονται συνολικά κατά 100% στην περίοδο 1998-2008. Σημαντική πτώση των καταθέσεων της τάξεως του -12% εμφανίζεται το 2011 εξαιτίας της απομάκρυνσης των ελληνικών καταθέσεων στο εξωτερικό, ως επακόλουθο της πολιτικής αβεβαιότητας και της βαθειάς συνεχιζόμενης ύφεσης.

Οι απαιτήσεις κατά πελατών, που αποτελούν το βασικότερο λογαριασμό του ενεργητικού, πενταπλασιάζονται την ίδια περίοδο (€73.076εκ το 2008 από €11.347εκ το 1998), φανερώνοντας την προσήλωση της τράπεζας στην απρόσκοπτη χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Όμως στη συνέχεια κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, βλέπουμε την πιστωτική επέκταση, που αποτέλεσε τον βασικό μοχλό ανάπτυξης του τραπεζικού κλάδου στο παρελθόν, να επιβραδύνεται λόγω της επιδείνωσης της ποιότητας του χαρτοφυλακίου και της δραματικής αύξησης των επισφαλειών.

Παρατηρώντας τα ίδια κεφάλαια, γίνεται αντιληπτή η σημασία που δίνει ο Όμιλος ΕΤΕ στην διατήρηση μιας ισχυρής κεφαλαιακής βάσης. Αυτό προκύπτει από τις συνεχείς αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου. Η μεγαλύτερη αύξηση ΜΚ έγινε το 2006 με καταβολή μετρητών ύψους €3.000εκ, διαμορφώνοντας τα ΙΚ σε €8.832εκ από €4.216εκ το 1998, προκειμένου να επιτευχθεί η εξαγορά της Τουρκικής Finansbank που θα επέτρεπε στην Εθνική να ανοιχτεί σε μια αναπτυσσόμενη οικονομία των 70 εκατ. κατοίκων.

Όσον αφορά τα κέρδη προ φόρων, παρουσιάζουν σημαντική αύξηση την περίοδο 1998-2008 με αποκορύφωμα το 2008 που διαμορφώνονται σε €1.937εκ. Την εντυπωσιακή αύξηση των κερδών κατά 263%, ακολούθησε πτώση -67% την επόμενη διετία και στη συνέχεια λόγω του “haircut” του ελληνικού χρέους, ο Όμιλος ΕΤΕ εμφάνισε ζημιές -€13.420εκ το 2011 και -€1.986εκ το 2012.

Άξιο να σημειωθεί είναι η συνεισφορά των κερδών της Finansbank €365εκ το 2011 και €668εκ το 2012 στα αποτελέσματα και κατ' επέκταση στα ίδια κεφάλαια του Ομίλου.

## Χρηματοοικονομικοί δείκτες

Παρακάτω παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των χρηματοοικονομικών δεικτών του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας (Πίνακες 4a, 4b).

ΔΕΙΚΤΕΣ											
Ποσοστό %	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	0,75	1,70	1,48	0,92	0,39	0,67	0,73	1,24	1,39	1,82	1,56
ROE	18,88	26,80	22,55	18,77	8,24	14,81	15,31	17,40	12,06	19,25	19,17
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	2,26	2,37	2,51	2,18	2,29	2,40	2,80	2,75	2,98	3,58	3,68
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	1,18	1,91	1,70	1,11	0,54	0,84	0,82	1,29	1,32	1,65	1,38
Δείκτης Κόστους	66,33	43,17	47,65	65,53	79,56	70,92	66,94	62,83	59,97	58,26	60,53
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	33,62	38,78	40,91	40,71	43,74	55,32	64,48	68,12	80,07	90,63	108,01
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	341,61	307,42	290,30	289,65	276,07	243,37	200,96	204,64	179,64	165,26	139,36
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	3,98	6,33	6,56	4,88	4,78	4,53	4,77	7,14	11,53	9,45	8,12
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	13,58	19,45	19,05	14,13	13,19	11,02	9,58	14,62	20,72	15,62	11,31
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	4,57	7,54	7,79	5,75	5,77	6,10	6,18	9,96	16,59	14,15	12,22
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	45,41	36,37	47,33	55,36	64,00	62,02	57,01	37,96	31,28	34,29	34,23
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	1,79	1,86	2,10	2,00	1,95	2,04	2,17	1,57	1,28	1,74	1,65

Πίνακας 4a. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Εθνικής Τράπεζας 1998-2008

ΔΕΙΚΤΕΣ				
Ποσοστό %	2009	2010	2011	2012
ROA	0,85	0,36	-11,55	-2,05
ROE	9,80	4,07	4871,54	113,62
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	3,65	3,58	3,76	3,36
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	0,86	0,44	-10,24	-1,55
Δείκτης Κόστους	75,34	86,25	406,95	156,28
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	105,00	113,56	120,07	117,73
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	151,69	156,28	149,28	151,58
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	8,67	8,95	-0,24	-1,80
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	13,15	13,98	-0,35	-2,73
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	13,80	15,88	-0,42	-3,21
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	48,43	76,78	162,83	220,27
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	2,17	2,95	6,67	7,41

Πίνακας 4b. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Εθνικής Τράπεζας 2009-2012

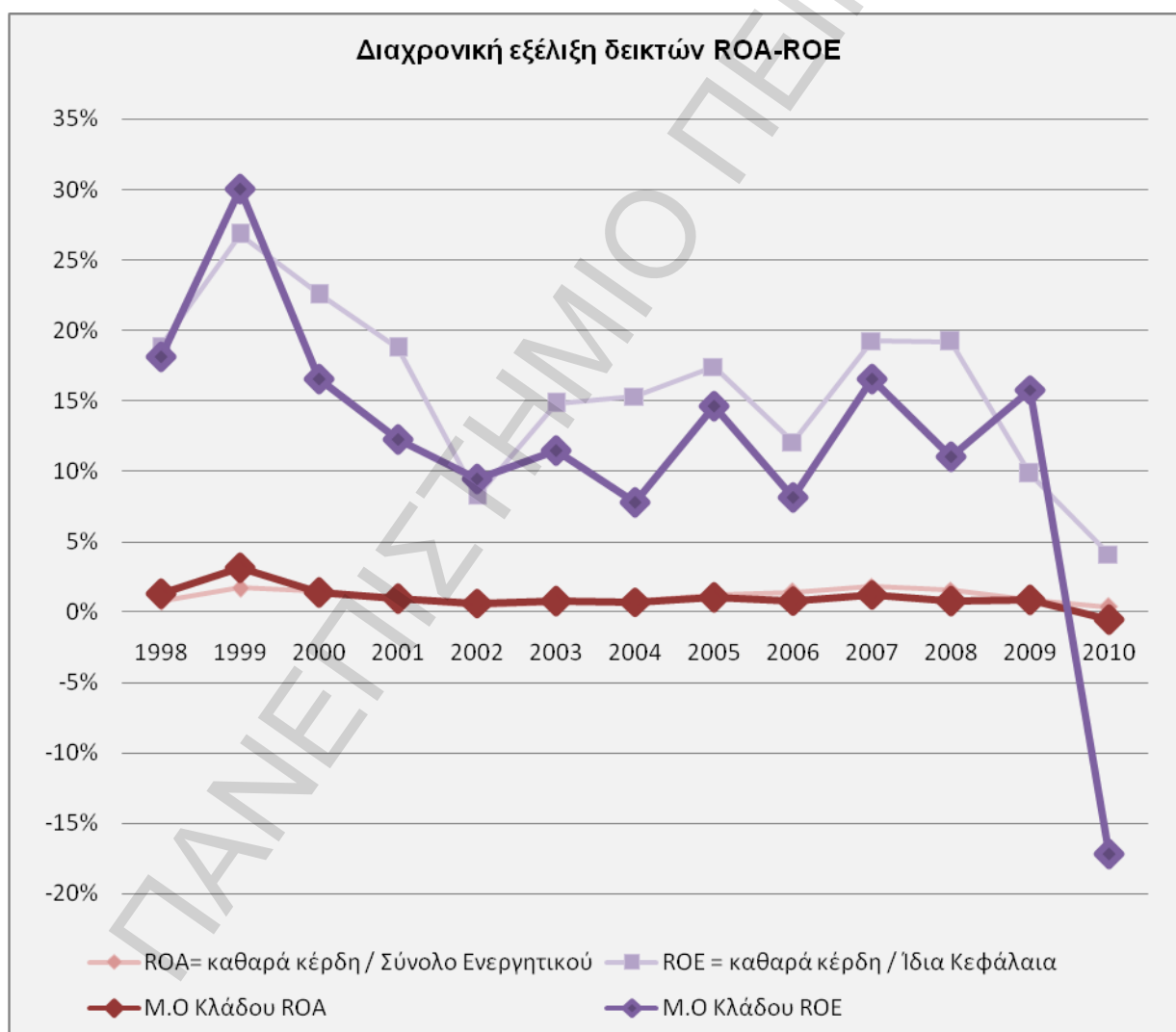
### **Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών**

Ο δείκτης ROA αντανακλά την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τους χρηματοοικονομικούς πόρους (ενεργητικό) που έχει στη διάθεσή της, προκειμένου να δημιουργεί κέρδη. Από τον υπολογισμό του δείκτη παρατηρούμε ότι την περίοδο 2003-2007 αυξάνεται, ενώ στη συνέχεια μειώνεται. Η μείωση την περίοδο 2008-2010 οφείλεται στη μείωση των κερδών και στην ταυτόχρονη αύξηση του ενεργητικού. Τα έτη 2011-12, η ΕΤΕ παρουσιάζει τη χειρότερη αποδοτικότητα με το δείκτη να γίνεται αρνητικός, λόγω των ζημιών που παρουσίασε στα έτη αυτά.

Ο δείκτης ROE ή δείκτης απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία η τράπεζα χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της, καθώς παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκαν από τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι της τράπεζας. Ο δείκτης παρουσιάζει διακυμάνσεις κατά την διάρκεια της περιόδου που εξετάζουμε. Η αύξηση του δείκτη παρατηρείται

κυρίως το 2005 (17,4%), 2007 (19,25%) και 2008 (19,18%), ενώ τα υπόλοιπα έτη μειώνεται. Η πτώση του ειδικά την περίοδο 2009-2010 (9,8% & 4,07% αντίστοιχα), οφείλεται μεν στη μεγάλη αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων τους, προκειμένου να ενισχυθεί η κεφαλαιακή επάρκεια εν καιρώ κρίσης, αλλά και στην πτώση των καθαρών κερδών. Τέλος, οι υψηλότερες τιμές του δείκτη εμφανίζονται κατά τα πρώτα έτη μετά από κάθε συγχώνευση (ενδεικτικά αναφέρουμε 26,80% το 1999 και 19,25% το 2007).

Η πορεία του δείκτη απόδοσης ενεργητικού και του δείκτη απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων της ΕΤΕ σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη του κλάδου παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα 1 (σημειώνεται ότι στο διάγραμμα δεν συμπεριλαμβάνονται οι δείκτες για τα έτη 2011-2012, διότι δε δύναται να οριστούν λόγω των αρνητικών τιμών που λαμβάνουν).



Γράφημα 1: Διαχρονική εξέλιξη δεικτών αποδοτικότητας (Όμιλος ΕΤΕ-Κλάδος)

Ο δείκτης καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου μετρά το τραπεζικό καθαρό εισόδημα από τόκους αναλογικά με το κερδοφόρο ενεργητικό. Ο δείκτης για τον Όμιλο κυμαίνεται σε 2,2% με 3,8% (οι υψηλότερες τιμές εμφανίζονται το 2007 (3,58%) & 2008 (3,68%) και το 2011 (3,76%), ως αποτέλεσμα της αύξησης των spread των χορηγήσεων) με το μέσο όρο να διαμορφώνεται σε 2,9% περίπου, γεγονός που μας δείχνει ότι ο Όμιλος είναι αποδοτικός όσον αφορά τις καθαρά τραπεζικές της δραστηριότητες και το καθαρό εισόδημά του από τόκους. Σε σύγκριση με το μέσο όρο του κλάδου, ο δείκτης βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο μέχρι το 2006 (Μ.Ο ΕΤΕ: 2,50% έναντι Μ.Ο κλάδου: 2,98% για την περίοδο 1998-2006) και την περίοδο 2007-2012 υπερβαίνει το μέσο όρο του κλάδου (Μ.Ο ΕΤΕ: 3,60% έναντι Μ.Ο κλάδου: 2,79% για την περίοδο 2007-2012).

Ο δείκτης κέρδη προ φόρων / (χορηγήσεις + καταθέσεις) μετρά τα τραπεζικά κέρδη σε σχέση με τις βασικές πηγές εσόδων ενός τραπεζικού ιδρύματος. Ο δείκτης παρουσιάζει υψηλή τιμή το 1999 (1,91%). Στη συνέχεια παρατηρείται σταδιακή μείωση μέχρι το 2002 και την περίοδο 2003-2007 αυξάνεται από 0,84% σε 1,65%. Τα τελευταία έτη εμφανίζεται αρνητικός λόγω των ζημιών που παρουσιάζει ο Όμιλος. Σε σύγκριση με το μ.ο του κλάδου, ο δείκτης παρουσιάζει αντίστοιχη πορεία για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

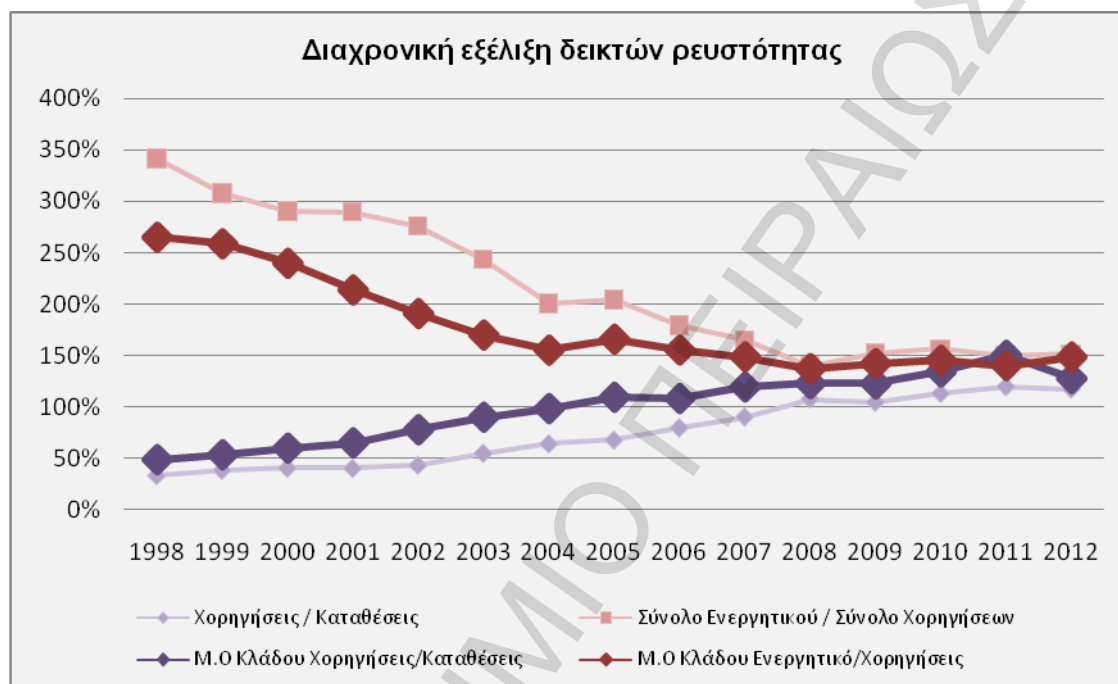
Ο δείκτης κόστους εσόδων δείχνει τη σχέση των εξόδων και του όγκου των τραπεζικών εργασιών (εσόδων). Ο δείκτης φαίνεται να βελτιώνεται ετησίως την περίοδο 2003-2008 (60% περίπου) και να αυξάνεται τα τελευταία χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου λόγω της μείωσης των εσόδων που προκλήθηκε από την κρίση. Χαμηλή κερδοφορία βάση του δείκτη φαίνεται να παρουσιάζει ο Όμιλος, όμως αξίζει να σημειωθεί ότι για όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου ο μέσος όρος του δείκτη της ΕΤΕ (94%) είναι χαμηλότερος από το μέσο όρο του κλάδου (111%).

Ο δείκτης Χορηγήσεις/Καταθέσεις φανερώνει την δυνατότητα των τραπεζών να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Παρατηρούμε ότι ο δείκτης παρουσιάζει σταδιακή αύξηση από 34% το 1999 στο 118% το 2012. Ο δείκτης ξεπερνάει τη μονάδα τα έτη 2008-2012, γεγονός που σημαίνει ότι οι χορηγήσεις υπερκαλύπτουν τις καταθέσεις, φανερώνοντας χαμηλή ρευστότητα. Η μεγαλύτερη τιμή 120% εμφανίζεται το 2011, που οφείλεται κυρίως στην εκροή των καταθέσεων, με το δείκτη του κλάδου να ανέρχεται σε 127% αντίστοιχα. Σημειώνεται βέβαια ότι η μέση τιμή του δείκτη για τον Όμιλο είναι 74,7% που φανερώνει ικανοποιητική ρευστότητα.

Με το δείκτη Ενεργητικό/Χορηγήσεις, που δείχνει την αναλογία των δανείων που κατακρατεί η τράπεζα, ο Όμιλος της Εθνικής φαίνεται να έχει ικανοποιητική ρευστότητα. Κατά τη διάρκεια 1999-2008 ο δείκτης παρουσιάζει πτωτική πορεία. Η

άνοδος στα τελευταία έτη οφείλεται στην επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών λόγω της κρίσης.

Βάσει του παρακάτω γραφήματος 2, ο δείκτης Χορηγήσεις/Καταθέσεις βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο του κλάδου ενώ ο δείκτης Ενεργητικό/Χορηγήσεις βρίσκεται πάνω από το μέσο όρο του κλάδου, γεγονός που αποδεικνύει ότι ο Όμιλος έχει καλύτερη ρευστότητα από τους υπόλοιπους Ομίλους του τραπεζικού συστήματος.



Γράφημα 2. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ρευστότητας (Όμιλος ΕΤΕ-Κλάδος)

Ο πρώτος δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (ΙΚ/Ενεργητικό) παρουσιάζει διακυμάνσεις στην περίοδο που εξετάζουμε. Οι μεγαλύτερες τιμές του δείκτη επιτυγχάνονται από τον Όμιλο της Εθνικής το 2006 (11,45%) & 2007 (9,53%), που σημαίνει ότι έχει χαμηλή ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση και επομένως υψηλή αποδοτικότητα. Το 2008 ο δείκτης μειώνεται με την εφαρμογή των νέων κανόνων της κεφαλαιακής επάρκειας (Βασιλεία II), καθώς υπολογίζονται για πρώτη φορά κεφαλαιακές απαιτήσεις για λειτουργικούς κινδύνους (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2010). Το 2009 όμως ο δείκτης αυξάνεται ξανά, λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου στην οποία προέβησαν οι τράπεζες, προκειμένου να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια μετά το ξέσπασμα της κρίσης, αλλά και λόγω αύξησης των εποπτικών Ιδίων Κεφαλαίων.

Ο δείκτης ΙΚ/Χορηγήσεις φανερώνει το ποσοστό των χορηγήσεων που χρηματοδοτείται από τα Ίδια Κεφάλαια. Το ποσοστό αυτό είναι κατά μέσο όρο 14,5% για την Εθνική. Ειδικά, όμως, μετά το ξέσπασμα της κρίσης έχει ανοδική πορεία, λόγω

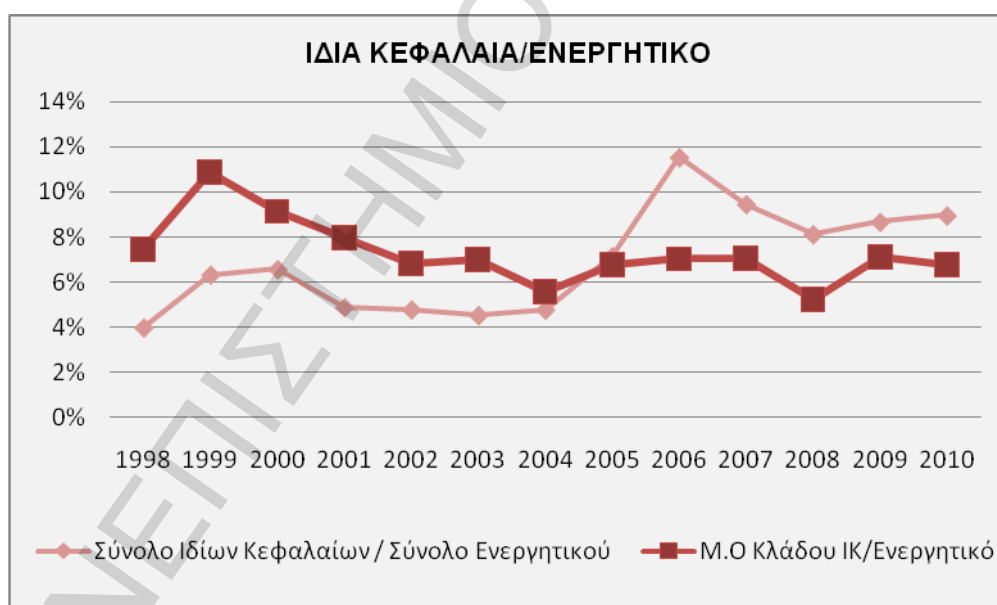
των αυξήσεων στα μετοχικά κεφάλαια των τραπεζών και της ταυτόχρονης μείωσης των χορηγηθέντων δανείων.

Από τον τελευταίο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, ΙΚ/Καταθέσεις, γίνεται φανερό ότι το ποσό των Ιδίων Κεφαλαίων του Ομίλου, δεν αποτελεί παραπάνω από το 10% κατά μέσο όρο των συνολικών καταθέσεων. Οι καλύτερες τιμές, σε σχέση βέβαια με το μέγεθος του Ομίλου, εμφανίζονται τις περιόδους 1999-2000 (7,54%-7,79%) & 2006-2007 (16,59%-14,15%).

Σημειώνεται ότι τα τελευταία χρόνια 2011-2012 οι παραπάνω δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας δεν μπορούν να οριστούν λόγω των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων.

Σε σύγκριση με το μέσο όρο του κλάδου και οι 3 δείκτες βρίσκονται κάτω από το μέσο όρο του κλάδου μέχρι το 2005 και για την υπόλοιπη περίοδο, οι δείκτες υπερβαίνουν το μέσο όρο του κλάδου, βάσει των κάτωθι γραφημάτων (Γραφήματα 3a,3b,3c).

#### Διαχρονική εξέλιξη δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, Όμιλος ΕΤΕ-Κλάδος

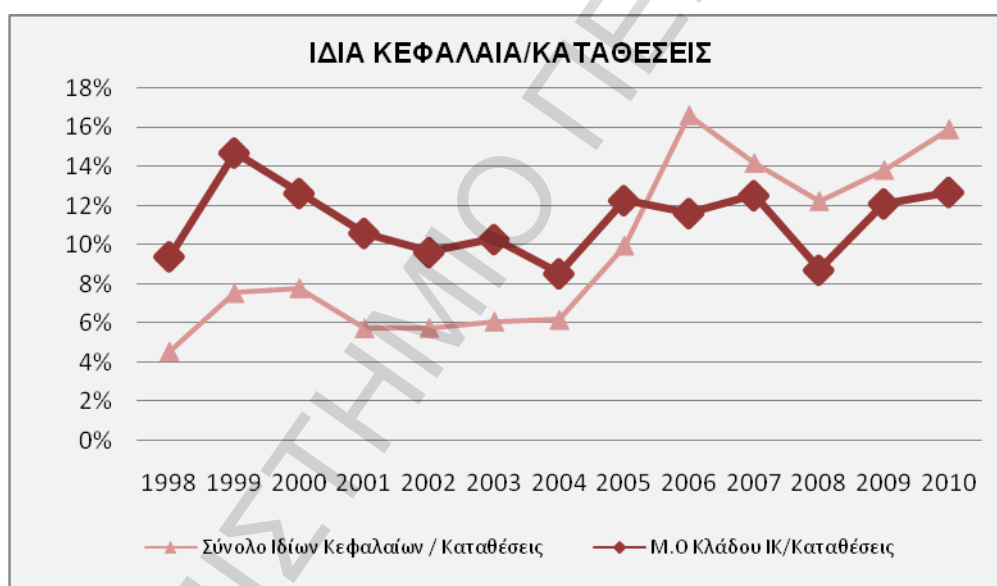


Γράφημα 3a. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Ενεργητικό (Όμιλος ΕΤΕ-Κλάδος)





Γράφημα 3b. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Χορηγήσεις (Όμιλος ΕΤΕ-Κλάδος)



Γράφημα 3c. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Καταθέσεις (Όμιλος ΕΤΕ-Κλάδος)

Ο δείκτης Προβλέψεις/Λειτουργικά έσοδα δείχνει το ποσό των λειτουργικών εσόδων που μπορούν να προβλεφθούν. Ο δείκτης παρουσιάζει μια πτωτική πορεία μετά το 2002, με τη χαμηλότερη τιμή να επιτυγχάνεται το 2006 (31,2%), ενώ αυξάνεται σημαντικά την τελευταία διετία, σημειώνοντας τις μεγαλύτερες τιμές του, λόγω των υψηλών προβλέψεων που κατέγραψαν οι τραπεζικοί όμιλοι.

Η μέση τιμή του τελευταίου δείκτη Προβλέψεις/Ενεργητικό για την περίοδο 1998-2012 κυμαίνεται στα ικανοποιητικά επίπεδα του 2,6% στα ίδια επίπεδα με το μέσο όρο του κλάδου. Οι μεγαλύτερες τιμές του δείκτη παρατηρούνται την τελευταία διετία, βάσει αυτών που προαναφέρθηκαν.

### 1.3. ΟΜΙΛΟΣ ALPHA BANK

#### **Ιστορική αναδρομή E&S ([www.alpha.gr](http://www.alpha.gr))**

Στις 29 Μαρτίου 1999 πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής & Λαϊκής Τράπεζας από την Alpha Τράπεζα Πίστεως, αντί του ποσού των 272 δις. δρχ., ποσό που ξεπερνούσε κατά 5,6 φορές τη τρέχουσα αγοραία αξία της Ιονικής Τράπεζας. Άμεση συνέπεια αυτής της εξαγοράς ήταν η καθιέρωση της Alpha ως της δεύτερης μεγαλύτερης εμπορικής τράπεζας στην Ελλάδα (με πρώτη την ΕΤΕ), τόσο από πλευράς ενεργητικού όσο και από πλευράς μεριδίου αγοράς (περίπου 20%) και κατ' επέκταση η δημιουργία του μεγαλύτερου ιδιωτικού πιστωτικού οργανισμού.

Επιπλέον, ο Όμιλος προέβη στην εξαγορά διαφόρων τραπεζών στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, με σκοπό την ανάπτυξή του. Πιο συγκεκριμένα, το 2002 ολοκλήρωσε τις εξαγορές του 100% της τράπεζας των Σκοπίων ALPHA BANK AD Skorje και της ρουμάνικης τράπεζας ALPHA BANK ROMANIA και το 2005 εξαγόρασε το 100% της σέρβικης JUBANKA, 5<sup>η</sup> μεγαλύτερη τράπεζα στη Σερβία.

Στις 18.10.2006 η Τράπεζα απέκτησε 100% συμμετοχή στην κυπριακή εταιρία «ALPHA GROUP INVESTMENTS LTD», η οποία χρησιμοποιήθηκε ως εταιρεία συμμετοχών για την ανάπτυξη της στρατηγικής του Ομίλου στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Μέσα στο 2013, ο Όμιλος προχώρησε στην απόκτηση της Εμπορικής Τράπεζας, βελτιώνοντας τη θέση της στο τραπεζικό σύστημα. Ελλάδος. Σήμερα, ο νέος Όμιλος έχει μερίδιο αγοράς στην Ελλάδα περίπου 20% στις καταθέσεις και 24% στις χορηγήσεις.

#### **Οικονομικά μεγέθη**

Παρακάτω παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών του Ομίλου της Alpha Bank (Πίνακες 5a,5b).

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ											
Ποσά σε εκ. €	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Ενεργητικό</b>	13.577	24.526	30.182	29.904	28.855	30.802	33.237	44.007	49.800	56.684	65.216
<b>Σύνολο καταθέσεων</b>	9.720	15.739	17.136	18.049	17.516	18.418	20.697	21.645	34.665	31.015	42.547
<b>Σύνολο χορηγήσεων</b>	5.552	10.310	12.479	14.446	17.595	19.845	22.377	27.356	32.223	42.072	50.705
<b>Καθαρά κέρδη προ φόρων</b>	369	827	476	363	280	416	575	642	801	985	626
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	924	1.547	1.581	1.870	1.316	2.254	2.347	3.123	3.614	4.291	3.941

Πίνακας 5a. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Alpha Bank 1998-2008

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ				
Ποσά σε εκ. €	2009	2010	2011	2012
Ενεργητικό	69.480	66.798	59.148	58.357
Σύνολο καταθέσεων	42.916	38.293	28.399	28.451
Σύνολο χορηγήσεων	51.400	49.304	44.876	40.495
Καθαρά κέρδη προ φόρων	502	216	-4.732	-1.345
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	5.973	5.784	1.966	773

Πίνακας 5b. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Alpha Bank 2009-2012

### **Ανάλυση οικονομικών μεγεθών**

Από τη μελέτη των οικονομικών μεγεθών της Alpha Bank παρατηρούμε αρχικά το ενεργητικό παρουσίασε σημαντική αύξηση της τάξεως του 45% το έτος της συγχώνευσης με την Ιονική (σε €24.526εκ το 1999 έναντι €13.577εκ το 1998) και στη συνέχεια παρουσίασε διαχρονική σταδιακή αύξηση μέχρι το 2009 (€69.480εκ). Κατά την περίοδο της κρίσης, το ενεργητικό περιορίστηκε κατά 19%.

Και στην περίπτωση της Alpha, τόσο οι καταθέσεις όσο και οι χορηγήσεις αυξάνονται διαχρονικά μέχρι το 2008. Σημειώνεται, ότι η μεγαλύτερη αύξηση των δύο αυτών λογαριασμών εμφανίζεται το 1998-2000, κατά 70% & 124% αντίστοιχα. Κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, δεδομένων των συνεχιζόμενων προκλήσεων στην ελληνική αγορά καταθέσεων, ο Όμιλος προέβη στη μείωση του δανειακού χαρτοφυλακίου κατά 21% ώστε να μετριάσει τις επιπτώσεις από την απώλεια των καταθέσεων.

Παρατηρώντας τα ίδια κεφάλαια καθώς και τα κέρδη προ φόρων, διαπιστώνεται ότι η Alpha Bank έχει θεσπίσει ένα αυστηρό πλαίσιο διαχείρισεως κινδύνων, με σκοπό την ελαχιστοποίηση των αρνητικών συνεπειών των χρηματοοικονομικών κινδύνων, στα αποτελέσματα και την καθαρή θέση του Ομίλου. Τα ίδια κεφάλαια ενισχύθηκαν σημαντικά το 2009 με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά €986εκ, με αποτέλεσμα η καθαρή θέση να παραμείνει θετική το 2011-2012 παρά την εμφάνιση σημαντικών ζημιών (-€4.732εκ το 2011 και -€1.945εκ το 2012).

## Χρηματοοικονομικοί δείκτες

Παρακάτω παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των χρηματοοικονομικών δεικτών του Ομίλου της Alpha Bank (Πίνακες 6α, 6β).

ΔΕΙΚΤΕΣ											
Ποσοστό %	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	2,07	2,63	1,10	0,76	0,62	0,94	1,24	1,15	1,11	1,50	0,79
ROE	30,46	41,63	21,06	12,14	13,68	12,91	17,55	16,20	15,33	19,83	13,02
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	2,45	1,95	2,02	2,59	2,66	3,04	3,30	2,86	2,92	3,02	2,83
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	2,42	3,17	1,61	1,12	0,80	1,09	1,33	1,31	1,20	1,35	0,67
Δείκτης Κόστους	52,45	49,92	66,85	75,32	78,17	70,14	64,37	62,66	58,75	55,92	73,35
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	57,13	65,50	72,82	80,04	100,45	107,75	108,12	126,38	92,96	135,65	119,17
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	244,52	237,89	241,86	207,01	164,00	155,21	148,53	160,87	154,55	134,73	128,62
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	6,80	6,31	5,24	6,25	4,56	7,32	7,06	7,10	7,26	7,57	6,04
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	16,63	15,01	12,67	12,94	7,48	11,36	10,49	11,42	11,22	10,20	7,77
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	9,50	9,83	9,23	10,36	7,51	12,24	11,34	14,43	10,43	13,84	9,26
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	13,06	25,58	40,44	44,02	78,37	109,03	63,98	78,82	53,66	41,86	56,84
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	0,74	1,68	1,89	1,95	3,43	4,67	3,04	3,09	2,09	1,65	2,04

Πίνακας 6α. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Alpha Bank 1998-2008

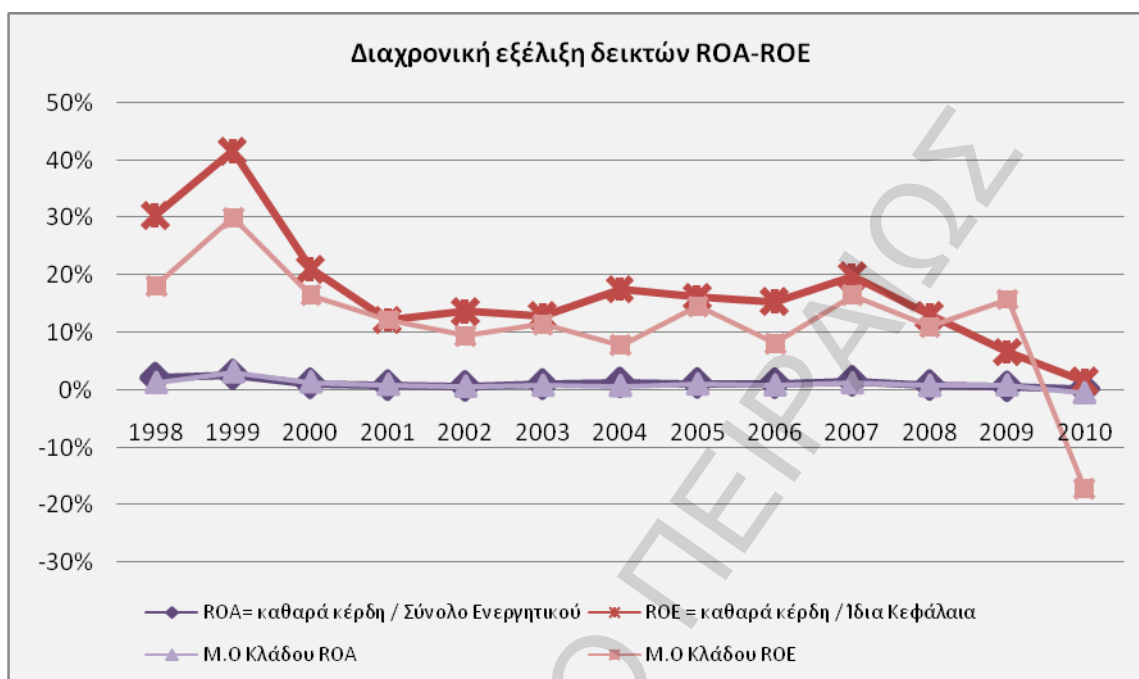
ΔΕΙΚΤΕΣ				
Ποσοστό %	2009	2010	2011	2012
ROA	0,56	0,13	-6,44	-1,86
ROE	6,55	1,49	-193,79	-140,49
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	2,60	2,78	3,09	2,47
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	0,53	0,25	-6,46	-1,95
Δείκτης Κόστους	78,87	90,40	294,38	189,31
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	119,77	128,75	158,02	142,33
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	135,18	135,48	131,80	144,11
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	8,60	8,66	3,32	1,32
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	11,62	11,73	4,38	1,91
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	13,92	15,10	6,92	2,72
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	71,21	102,36	217,56	315,14
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	2,44	3,45	8,40	8,13

Πίνακας 6b. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Alpha Bank 2009-2012

### **Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών**

Όπως παρατηρούμε και στο παρακάτω γράφημα (Γράφημα 4), η μεγαλύτερη αύξηση των δεικτών ROA & ROE εμφανίζεται το 1999 (2,63%, και 41,63% αντίστοιχα). Στη συνέχεια μέχρι το 2002, οι δείκτες παρουσιάζουν μείωση, απόρροια των επιπτώσεων της σημαντικής πτώσης του χρηματιστηρίου, αλλά στη συνέχεια και μέχρι το 2007 παρουσιάζουν μια σταθερή μικρή αυξητική πορεία (ROA: 1,50% το 2007 έναντι 0,62% το 2002 και ROE:19,83% το 2007 από 13,68% το 2002). Η μείωση την περίοδο 2008-2010 οφείλεται στη μείωση των κερδών και στην ταυτόχρονη αύξηση του ενεργητικού. Τα έτη 2011-12, οι δείκτες για τον Όμιλο καθίστανται αρνητικοί, λόγω των ζημιών που παρουσίασε στα έτη αυτά.

Σε σύγκριση με τους αντίστοιχους δείκτες του κλάδου, ο ROA κινείται στα ίδια επίπεδα με αυτά του κλάδου ενώ ο δείκτης ROE παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις, υπερβαίνοντας μέχρι το 2008 το μέσο όρο του κλάδου.



Γράφημα 4. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ROA-ROE (Όμιλος Alpha-Κλάδος)

Η μέση τιμή του δείκτη καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου για τον Όμιλο διαμορφώνεται σε 2,70%, γεγονός που μας δείχνει ότι ο Όμιλος είναι αποδοτικός όσον αφορά τις καθαρά τραπεζικές της δραστηριότητες και το καθαρό εισόδημά του από τόκους. Επιπλέον, βρίσκεται στα ίδια επίπεδα με το κλάδο, που η μέση τιμή για το ίδιο χρονικό διάστημα διαμορφώνεται 2,9%.

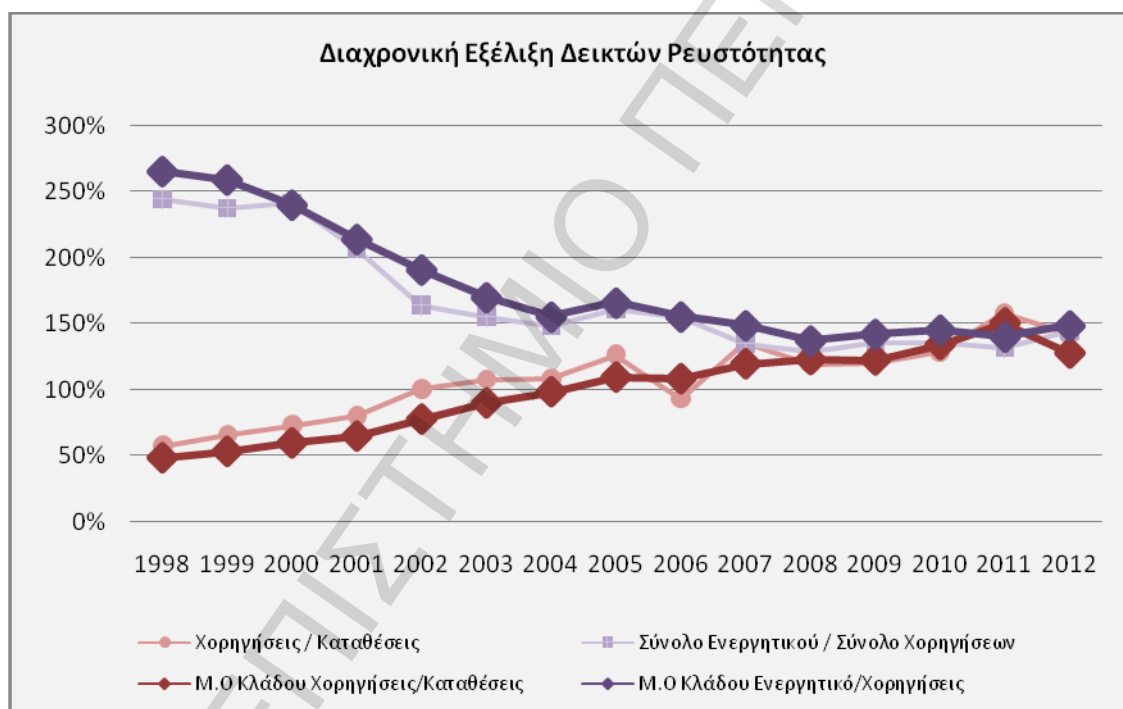
Ο δείκτης κέρδη προ φόρων / (χορηγήσεις + καταθέσεις) μετρά τα τραπεζικά κέρδη σε σχέση με τις βασικές πηγές εσόδων. Ο δείκτης παρουσιάζει υψηλή τιμή το 1999 (3,17%). Στη συνέχεια παρατηρείται σταδιακή μείωση μέχρι το 2002 και την περίοδο 2003-2007 αυξάνεται από 0,80% σε 1,37%. Τα τελευταία έτη εμφανίζεται αρνητικός λόγω των ζημιών που παρουσιάζει ο Όμιλος. Σε σύγκριση με το μέσο όρο του κλάδου, ο δείκτης για τον Όμιλο της ALPHA βρίσκεται σε υψηλότερα επίπεδα, για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Ο δείκτης κόστους εσόδων δείχνει τη σχέση των εξόδων και του όγκου των τραπεζικών εργασιών (εσόδων). Χαμηλή κερδοφορία βάση του δείκτη φαίνεται να παρουσιάζει ο Όμιλος. Ο δείκτης φαίνεται να βελτιώνεται ετησίως την περίοδο 2002-2007 (65% περίπου, έναντι 71% του κλάδου) και να αυξάνεται τα τελευταία χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου λόγω της μείωσης των εσόδων που προκλήθηκε από την

κρίση. Για όλη την περίοδο, η μέση τιμή διαμορφώνεται στο 90%, έναντι 110% του κλάδου.

Ο δείκτης Χορηγήσεις/Καταθέσεις παρουσιάζει σταδιακή αύξηση από 57% το 1999 στο 142% το 2012. Ο δείκτης ξεπερνάει τη μονάδα τα έτη 2002-2012, γεγονός που σημαίνει ότι οι χορηγήσεις υπερκαλύπτουν τις καταθέσεις. Η μεγαλύτερη τιμή 158% εμφανίζεται το 2011, που οφείλεται κυρίως στην εκροή των καταθέσεων. Σε σχέση με το μέσο όρο του κλάδου, ο δείκτης της Alpha ξεπερνάει τον κλάδο μέχρι το 2005 και στη συνέχεια κινείται στα ίδια επίπεδα με αυτά του κλάδου.

Ο δείκτης Ενεργητικό/Χορηγήσεις παρουσιάζει πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (σε 144% το 2012 από 244% το 1998). Σε σύγκριση με τον κλάδο, ο δείκτης κυμαίνεται όπως ο μέσος όρος του κλάδου.



Γράφημα 5. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ρευστότητας (Όμιλος Alpha-Κλάδος)

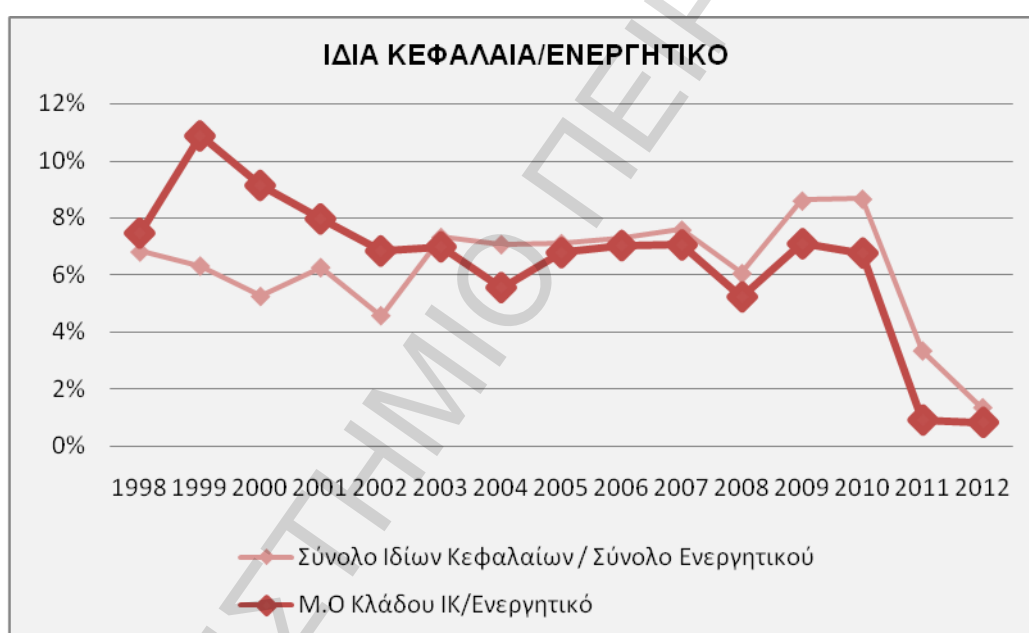
Οι τρεις δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, όπως φαίνεται και στα παρακάτω γραφήματα 5a, 5b, 5c, παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις ακολουθώντας βέβαια αντίστοιχη πορεία, πτώση μέχρι το 2002, σταθεροποίηση με μικρή αύξηση μέχρι το 2008, αύξηση μέχρι το 2010 και στη συνέχεια σημαντική πτώση.

Η μέση τιμή του πρώτου δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας (ΙΚ/Ενεργητικό) διαμορφώνεται στο 6,3% (έναντι 6,4% της μέσης τιμής του κλάδου) και των υπόλοιπων δύο δεικτών, η μέση τιμή διαμορφώνεται στο 10,4% (έναντι του μ.ο του κλάδου

IK/Χορηγήσεις:11,99% και ΙΚ/Καταθέσεις: 9,90%). Στη διαχρονική σύγκριση με το μέσο όρο του κλάδου και οι 2 πρώτοι δείκτες (ΙΚ/Ενεργητικό & ΙΚ/Χορηγήσεις) βρίσκονται κάτω από το μέσο όρο του κλάδου μέχρι το 2003 και για την υπόλοιπη περίοδο, οι δείκτες υπερβαίνουν το μέσο όρο του κλάδου, βάσει των κάτωθι γραφημάτων (Γραφήματα 5a,5b). Ο δείκτης ΙΚ/Καταθέσεις βρίσκεται κάτω από τον μ.ο του κλάδου μέχρι και το 2002 και στη συνέχεια τον υπερβαίνει παρουσιάζοντας έντονες διακυμάνσεις (Γράφημα 5c).

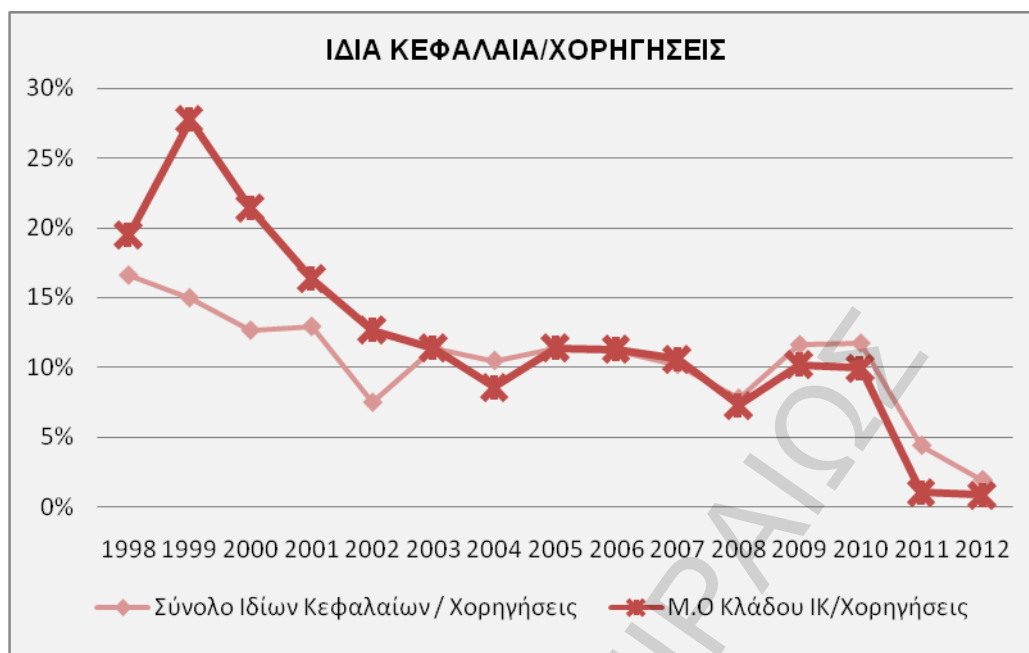
Σημειώνεται ότι τα τελευταία χρόνια 2011-2012 οι παραπάνω δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παρουσιάζουν απότομη πτώση λόγω της σημαντικής μείωσης των ιδίων κεφαλαίων.

### Διαχρονική εξέλιξη δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, Όμιλος Alpha-Κλάδος

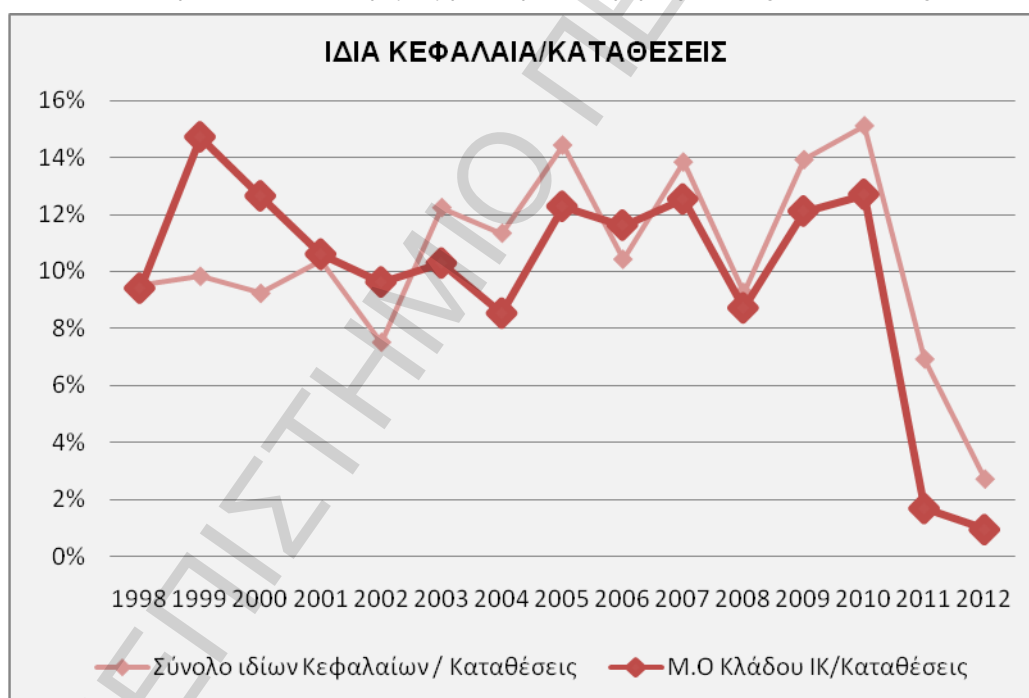


Γράφημα 5a. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Ενεργητικό (Όμιλος Alpha-Κλάδος)





Γράφημα 5b. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Χορηγήσεις (Όμιλος Alpha-Κλάδος)



Γράφημα 5c. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/ Καταθέσεις (Όμιλος Alpha-Κλάδος)

Οι δείκτες Προβλέψεις/Λειτουργικά έσοδα και Προβλέψεις/Ενεργητικό εμφανίζουν χαμηλές τιμές το 1999 (25,58% και 1,68% αντίστοιχα) και το 2007 (41,86 και 1,65% αντίστοιχα), ενώ εμφανίζουν σημαντική αύξηση την τελευταία διετία, σημειώνοντας τις μεγαλύτερες τιμές τους, λόγω των υψηλών προβλέψεων που κατέγραψαν οι τραπεζικοί όμιλοι. Αντίστοιχα κινείται και ο μ.ο των δεικτών του κλάδου.

## 1.4. ΟΜΙΛΟΣ EUROBANK

### *Ιστορική αναδρομή Ε&Σ (www.eurobank.gr)*

Τον 07/1996 γνωστοποιήθηκε η εξαγορά της Interbank (95%) από τη Consolidated Eurofinance Holdings Ltd, που ήλεγχε την Ευρωπαϊκή Τράπεζα ΑΕ (το αρχικό όνομα της Eurobank). Η συγκεκριμένη εξαγορά εξυπηρετούσε το στόχο εισόδου της Ευρωπαϊκής στη λιανική τραπεζική.

Στη συνέχεια το 1999 ολοκληρώθηκε η λειτουργική συγχώνευση Eurobank με τις τράπεζες Κρήτης και Αθηνών. Η εξαγορά των δύο τραπεζών από την Eurobank είχε προηγηθεί το 1998. Η εξαγορά των δύο αυτών τραπεζών διέυρνε σημαντικά το μερίδιο της Eurobank στην Ελληνική τραπεζική αγορά, αυξάνοντας τόσο τον αριθμό των υποκαταστημάτων της (190 καταστήματα) όσο και τις παρεχόμενες υπηρεσίες στη λιανική τραπεζική.

Το 07/1999, η Eurobank απέκτησε την αποδοτικότερη, βάσει των δεδομένων της εποχής, ελληνική τράπεζα, Τράπεζα Εργασίας καθώς αυτή κατείχε τη 12<sup>η</sup> θέση παγκοσμίως σε αποδοτικότητα επί των ιδίων κεφαλαίων και την 20<sup>η</sup> θέση σε αποδοτικότητα επί του ενεργητικού. Έτσι δημιουργήθηκε ο τρίτος σε μέγεθος τραπεζικός όμιλος στην Ελλάδα που κάλυπτε ολόκληρο το φάσμα των τραπεζικών προϊόντων επιτυγχάνοντας συνέργειες και οικονομίες κλίμακος. Η κίνηση αυτή επέφερε επίσης συμπληρωματικότητα εργασιών καθώς η Εργασίας επικεντρωνόταν κυρίως στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις ενώ η Eurobank στις μεγάλες επιχειρήσεις και στην ιδιωτική τραπεζική (private banking).

Κατά τη διάρκεια του πρώτου τριμήνου 2002, ολοκληρώθηκε η απορρόφηση της Telesis Τράπεζα Επενδύσεων από την EFG Eurobank-Εργασίας. Με την απορρόφηση της Telesis Τράπεζα Επενδύσεων από την EFG Eurobank-Εργασίας ενισχύθηκε η θέση της EFG Eurobank-Εργασίας στους τομείς της επενδυτικής τραπεζικής, των χρηματιστηριακών συναλλαγών, των παραγώγων, της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων και ο Όμιλος Eurobank ανήλθε στην πρώτη θέση της αγοράς παροχής χρηματιστηριακών υπηρεσιών τόσο στο ΧΑΑ όσο και στο ΧΠΑ.

Επιπλέον, ο Όμιλος προέβη στην εξαγορά διαφόρων τραπεζών στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, με σκοπό τη διεύρυνση των εργασιών του και κατ'επέκταση την περαιτέρω ανάπτυξή του. Πιο συγκεκριμένα, το 2000 εξαγοράστηκε ποσοστό 19.25% της ρουμανικής Banc Post S.A. Το 2002 εξαγοράστηκε ποσοστό 43% στη βουλγαρική Post Bank. Το 2006 εξαγοράστηκαν η σερβική Nacionalna štedionica, το 70% της τουρκικής Tekfenbank, το 99,3% της ουκρανικής Universal Bank και το 74,3% της βουλγαρικής DZI Bank.

Το 2013, ο Όμιλος μετά τις εξαγορές του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου και της Proton Bank, απασχολεί 20.115 εργαζόμενους και διαθέτει συνολικό δίκτυο 1.261 καταστημάτων με παρουσία σε 7 χώρες, ενώ ισχυροποίησε σημαντικά τα βασικά του μεγέθη (Οικονομική Έκθεση Eurobank, 09.2013):

- Οι καταθέσεις αυξήθηκαν κατά €12.000εκ, αύξηση που υπερέβη κατά €4.200εκ. την αντίστοιχη αύξηση των δανείων.
- Ο λόγος δανείων προς καταθέσεις βελτιώθηκε σε 114% (από 140% τον 12/2012).
- Το συνολικό ενεργητικό αυξήθηκε κατά 23% σε €79.400εκ.

### Οικονομικά μεγέθη

Παρακάτω παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών του Ομίλου της Eurobank (Πίνακες 7a, 7b).

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ											
Ποσά σε εκ. €	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ενεργητικό	4.426	8.349	16.694	19.228	24.622	28.029	31.939	44.464	53.820	68.389	82.202
Σύνολο καταθέσεων	3.542	6.222	12.561	15.349	17.032	17.309	18.209	19.255	23.914	36.151	45.656
Σύνολο χορηγήσεων	1.640	3.443	8.424	11.402	13.759	16.805	21.051	26.624	34.046	45.638	55.878
Καθαρά κέρδη προ φόρων	18	125	351	322	270	373	513	676	832	1.050	818
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	568	1.132	2.036	2.048	2.006	1.916	2.025	3.399	3.624	5.359	4.623

Πίνακας 7a. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Eurobank 1998-2008

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ				
Ποσά σε εκ. €	2009	2010	2011	2012
Ενεργητικό	84.169	87.188	76.822	67.653
Σύνολο καταθέσεων	46.808	44.435	32.459	30.752
Σύνολο χορηγήσεων	55.837	56.268	48.094	43.171
Καθαρά κέρδη προ φόρων	398	136	-6.975	-1.688
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	6.314	6.094	875	-655

Πίνακας 7b. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Eurobank 2009-2012

### **Ανάλυση οικονομικών μεγεθών**

Αναφορικά με τον Όμιλο της Eurobank, διαπιστώνεται ότι οι συγχωνεύσεις έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην ταχεία ανάπτυξη του.

Το 1999, το ενεργητικό του Ομίλου της Eurobank εκτοξεύτηκε στα €8.349εκ (από €4.426εκ το 1998), με καθαρή θέση €1.132εκ (από €556εκ το 1998). Τα κέρδη του Ομίλου ανήλθαν σε €125εκ από €18εκ το 1998. Στις οικονομικές καταστάσεις του 2001 (αποτελέσε την πρώτη ολοκληρωμένη χρήση μετά τη συγχώνευση με την Εργασίας), το ενεργητικό αυξήθηκε κατά 15% (σε €19.228εκ από €16.694εκ), οι χορηγήσεις αυξήθηκαν κατά 35% (η μεγαλύτερη αύξηση στην Ελληνική αγορά, σε €11.402εκ από €8.424εκ), οι καταθέσεις 16% (σε €15.349εκ από €12.561εκ), αλλά τα κέρδη προ φόρων του ομίλου παρουσίασαν μείωση -8,2% ενδεχομένως λόγω της αρνητικής χρηματιστηριακής συγκυρίας της εποχής.

Γενικότερα, το σύνολο των οικονομικών μεγεθών παρουσίασαν σημαντική βελτίωση μέχρι το 2008. Πιο συγκεκριμένα, το ενεργητικό ανήλθε σε €82.202εκ, οι καταθέσεις σε €45.656εκ, οι χορηγήσεις σε €55.878εκ, τα κέρδη σε € 818εκ και τα ίδια κεφάλαια σε € 4.623εκ. Κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης το σύνολο των οικονομικών μεγεθών αποκλιμακώνεται.

### Χρηματοοικονομικοί δείκτες

Παρακάτω παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των χρηματοοικονομικών δεικτών του Ομίλου της Eurobank (Πίνακες 8a, 8b).

ΔΕΙΚΤΕΣ											
Ποσοστό %	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	1,45	1,87	1,81	1,67	1,25	0,97	1,15	1,13	1,13	1,22	0,82
ROE	11,27	13,78	14,83	15,72	15,30	14,20	18,17	14,83	16,75	15,51	14,64
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	2,68	2,66	3,90	4,74	3,16	3,23	3,45	4,12	4,01	3,07	3,03
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	0,35	1,29	1,67	1,20	0,88	1,09	1,31	1,47	1,44	1,28	0,81
Δείκτης Κόστους	84,47	78,67	63,34	66,41	74,88	73,00	58,21	63,91	62,82	62,85	75,01
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	46,31	55,34	67,06	74,28	80,78	97,09	115,61	138,27	142,37	126,24	122,39
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	269,77	242,49	198,17	168,64	178,95	166,79	151,72	167,01	158,08	149,85	147,11
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	12,83	13,56	12,20	10,65	8,15	6,84	6,34	7,64	6,73	7,84	5,62
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	34,62	32,87	24,17	17,96	14,58	11,40	9,62	12,77	10,64	11,74	8,27
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	16,03	18,19	16,21	13,34	11,78	11,07	11,12	17,65	15,15	14,82	10,13
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	3,19	2,32	3,25	5,24	6,05	10,04	16,86	40,91	38,56	39,26	45,50
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	0,07	0,16	0,20	0,27	0,24	0,44	0,78	1,71	1,60	1,62	1,81

Πίνακας 8a. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Eurobank 1998-2008

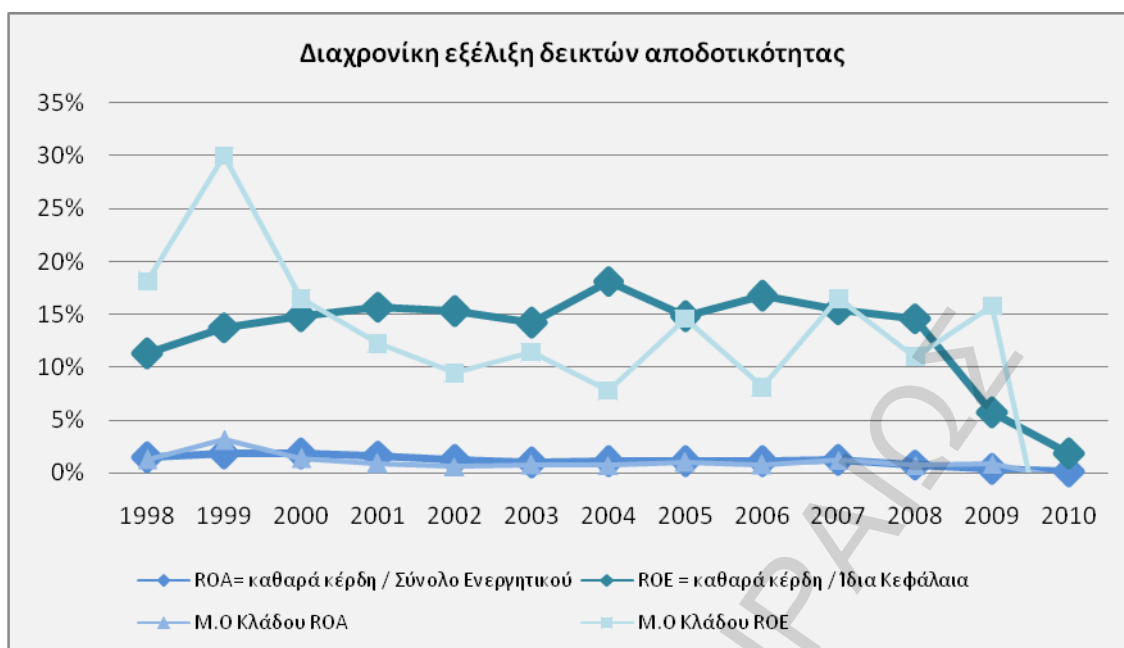
ΔΕΙΚΤΕΣ				
Ποσοστό %	2009	2010	2011	2012
ROA	0,43	0,13	-7,15	-2,13
ROE	5,73	1,85	-628,11	219,85
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	3,57	3,31	2,88	2,56
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	0,39	0,14	-8,66	-2,28
Δείκτης Κόστους	86,93	95,35	413,34	196,18
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	119,29	126,63	148,17	140,38
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	150,74	154,95	159,73	156,71
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	7,50	6,99	1,14	-0,97
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	11,31	10,83	1,82	-1,52
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	13,49	13,71	2,70	-2,13
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	60,01	82,22	155,12	268,15
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	2,17	2,76	4,49	6,96

Πίνακας 8b. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Eurobank 2009-2012

### **Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών**

Από τους παραπάνω πίνακες γίνεται αντιληπτή η συμβολή των εξαγορών και συγχωνεύσεων στη μετεξέλιξη του Ομίλου της Eurobank.

Από το παρακάτω γράφημα (Γράφημα 6), η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE) παρουσίασε συνεχή βελτίωση από το 2002 και λαμβάνει υψηλότερες τιμές από τη μέση τιμή του κλάδου, αποδεικνύοντας πως η τράπεζα συνδύασε τη μεγέθυνσή της με τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της. Η αποδοτικότητα του ενεργητικού (ROA) εμφάνισε αύξηση το 1999 (1,87%) και 2000 (1,82%). Στη συνέχεια παρουσιάζει μείωση μέχρι το 2003 (0,97%) και αύξηση μέχρι το 2007 (1,22%). Κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης και οι δύο δείκτες χειροτερεύουν λαμβάνοντας μηδενικές αλλά και αρνητικές τιμές.



Γράφημα 6. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ROA-ROE (Όμιλος Eurobank-Κλάδος)

Η μέση τιμή του δείκτη καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου για τον Όμιλο διαμορφώνεται σε 3,36% (έναντι το μ.ο του κλάδου 2,91%), γεγονός που μας δείχνει ότι ο Όμιλος είναι αποδοτικός όσον αφορά τις καθαρά τραπεζικές του δραστηριότητες και το καθαρό εισόδημά του από τόκους. Η Eurobank διακρίνεται για την επιθετική πολιτική της και τις άμεσες προσαρμογές της στο εξωτερικό περιβάλλον. Σημειώνεται ότι είναι η τράπεζα που προχώρησε σε άμεση ανατιμολόγηση των χορηγήσεων της με την έναρξη της οικονομικής κρίσης.

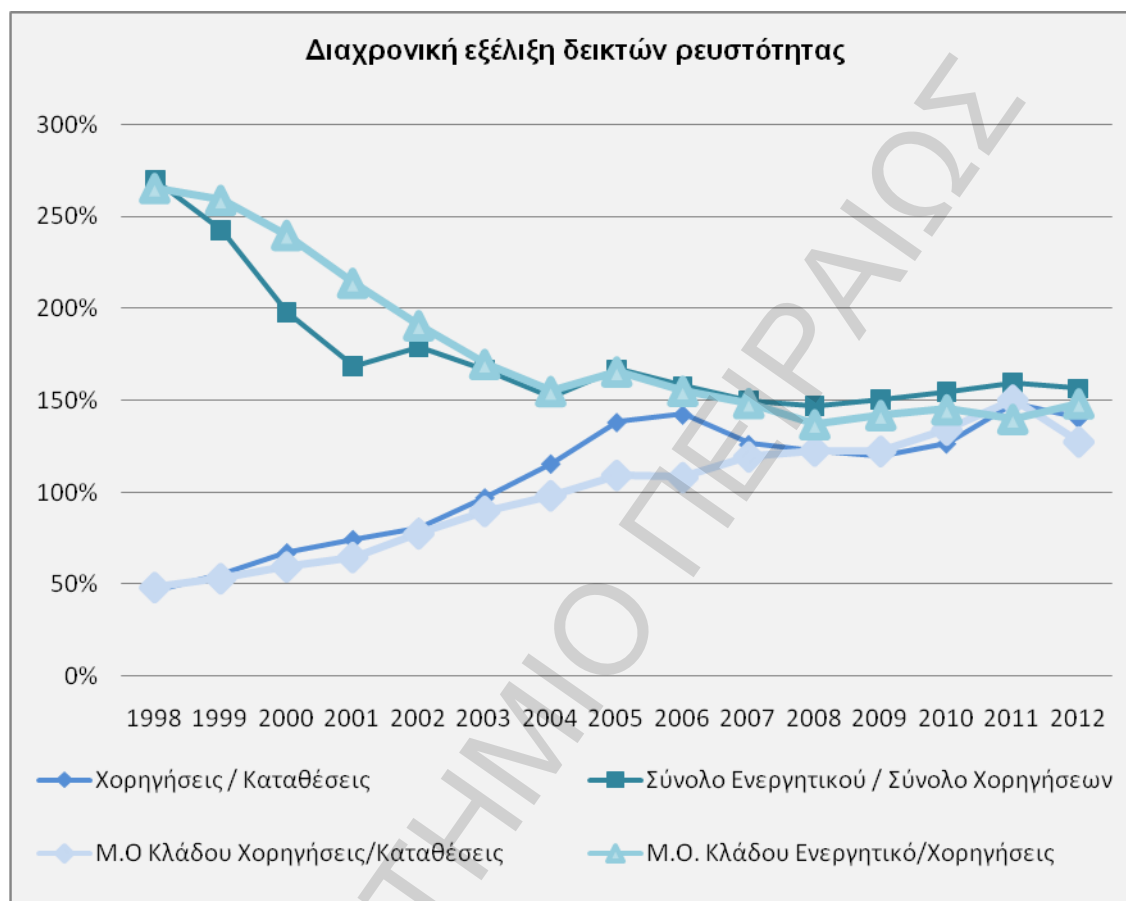
Ο δείκτης κέρδη προ φόρων / (χορηγήσεις + καταθέσεις) παρουσιάζει υψηλή τιμή το 2000 (1,67%) και το 2005 (1,47%). Στη συνέχεια παρατηρείται σταδιακή μείωση και στα τελευταία έτη εμφανίζεται αρνητικός λόγω των ζημιών που παρουσιάζει ο Όμιλος.

Ο δείκτης κόστους εσόδων διατηρείται ετησίως την περίοδο 2002-2007 σε μια μέση τιμή 66% (έναντι του μ.ο του κλάδου 72%) και αυξάνεται τα τελευταία χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου λόγω της μείωσης των εσόδων λόγω των αρνητικής πορείας της ελληνικής οικονομίας.

Ο δείκτης Χορηγήσεις/Καταθέσεις παρουσιάζει σταδιακή αύξηση από 46% το 1998 στο 148% το 2011. Ο δείκτης ξεπερνάει κατά μεγάλο ποσοστό τη μονάδα τα έτη 2004-2012, γεγονός που δείχνει την έντονη πιστωτική επέκταση του Ομίλου στην ελληνική αγορά.

Ο δείκτης Ενεργητικό/Χορηγήσεις παρουσιάζει πτωτική πορεία κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (σε 145% το 2012 από 269% το 1998).

Στο παρακάτω γράφημα (Γράφημα 7), παρατηρούμε τη διαχρονική εξέλιξη των δεικτών ρευστότητας του Ομίλου σε σχέση με το μ.ο του κλάδου.



Γράφημα 7. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ρευστότητας (Όμιλος Eurobank- Κλάδος)

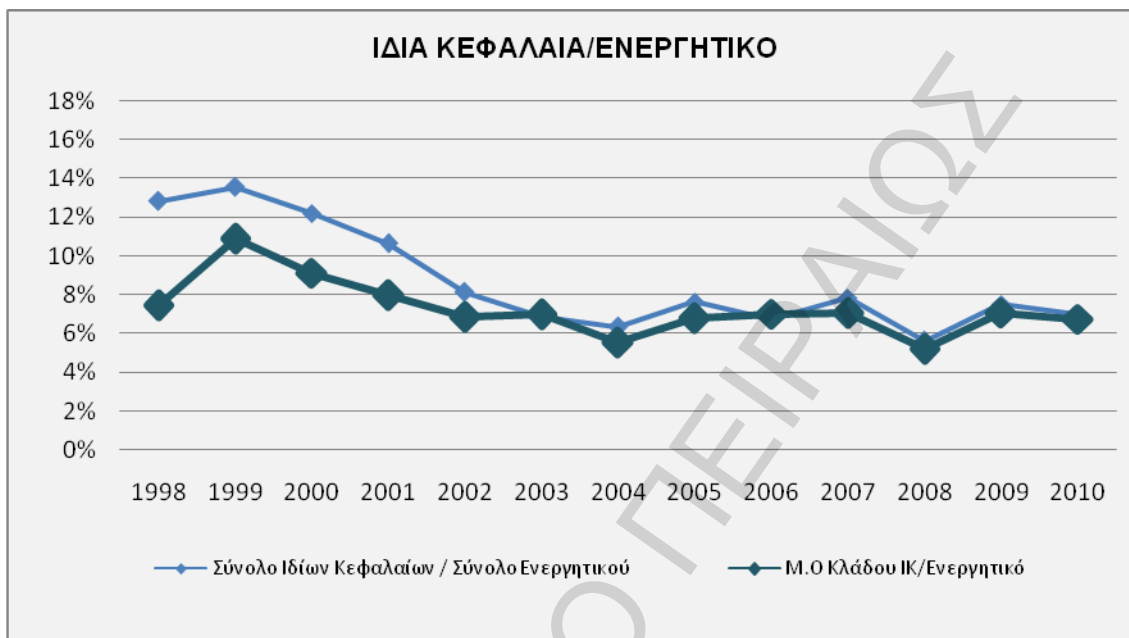
Οι τρεις δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, όπως φαίνεται και στα παρακάτω γραφήματα (Γράφημα 8a, 8b, 8c) παρουσιάζουν πτωτική πορεία μέχρι το 2004, σταθεροποίηση με μικρή αύξηση μέχρι το 2008, αύξηση μέχρι το 2010, εξαιτίας της αύξησης των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων τους και της μείωσης του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού και στη συνέχεια σημαντική πτώση, λόγω της σημαντικής μείωσης των ιδίων κεφαλαίων. Σε σύγκριση με τις τιμές του κλάδου, οι δείκτες του Ομίλου υπερβαίνουν τις τιμές του κλάδου καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου.

Η μέση τιμή του πρώτου δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας (ΙΚ/Ενεργητικό) διαμορφώνεται στο 7,5% (έναντι Μ.Ο Κλάδου 6,43%), του δείκτη ΙΚ/Χορηγήσεις στο

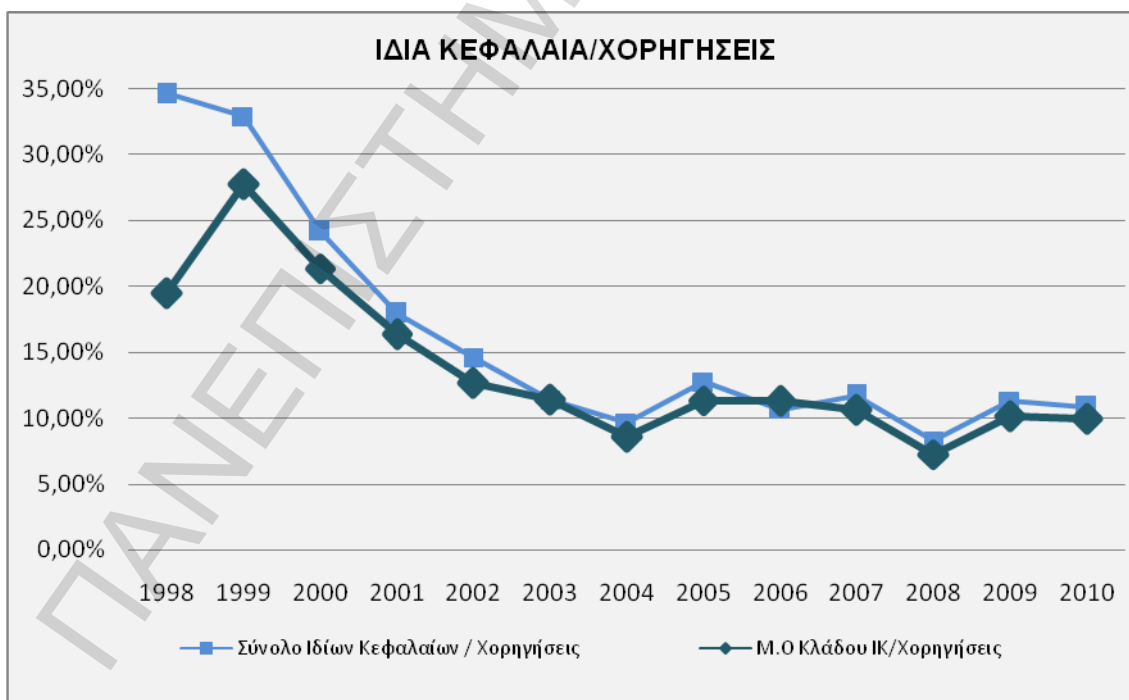


14% (έναντι Μ.Ο Κλάδου 11,99%) και του δείκτη ΙΚ/Καταθέσεις στο 12% (έναντι Μ.Ο Κλάδου 9,90%).

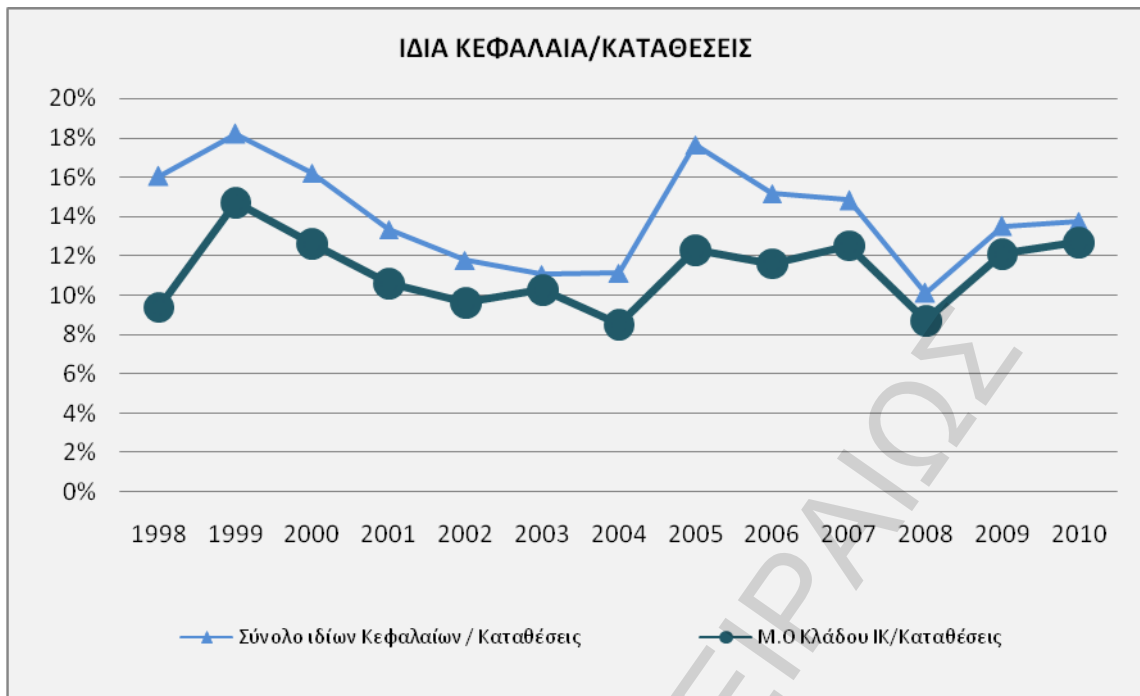
### Διαχρονική Εξέλιξη Δεικτών Κεφαλαιακής Επάρκειας (Όμιλος Eurobank-Κλάδος)



Γράφημα 8α. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Ενεργητικό (Όμιλος Eurobank-Κλάδος)



Γράφημα 8β. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Χορηγήσεις (Όμιλος Eurobank-Κλάδος)



Γράφημα 8c. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Καταθέσεις (Όμιλος Eurobank-Κλάδος)

Οι δείκτες Προβλέψεις/Λειτουργικά έσοδα και Προβλέψεις/Ενεργητικό παρουσιάζουν σταδιακή αύξηση κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου ενώ εμφανίζουν σημαντική αύξηση την τελευταία διετία, σημειώνοντας τις μεγαλύτερες τιμές τους, λόγω των υψηλών προβλέψεων που κατέγραψαν οι τραπεζικοί όμιλοι.

## 1.5. ΟΜΙΛΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### **Ιστορική αναδρομή E&S ([www.piraeusbank.gr](http://www.piraeusbank.gr))**

Στις 23/10/1997 υπογράφηκε σύμβαση αγοραπωλησίας μεταξύ της Τράπεζας Πειραιώς και του ελληνικού δικτύου του αλλοδαπού τραπεζικού ιδρύματος Chase Manhattan, η οποία τότε λειτουργούσε πανελλαδικά δύο υποκαταστήματα, σε Αθήνα και Πειραιά. Η Πειραιώς απέκτησε τα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού, καθώς και τη φήμη και πελατεία των δύο ως άνω υποκαταστημάτων της Chase Manhattan στην Ελλάδα.

Στις 21/4/1998 γνωστοποιήθηκε από τη Τράπεζα Πειραιώς η εξαγορά μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, πακέτου μετοχών της τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης, που αντιπροσώπευαν το 36,98% του μετοχικού κεφαλαίου της τελευταίας.

Στις 15/9/1998, η τράπεζα Πειραιώς προέβη στην εξαγορά του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Credit Lyonnais Ελλάς.

Στις 28/11/1998 υπογράφηκε σύμβαση εξαγοράς μεταξύ της Χios Bank και της Τράπεζας Πειραιώς που προέβλεπε την εξαγορά από τη δεύτερη του 37,28% περίπου του μετοχικού κεφαλαίου της πρώτης. Η απόκτηση του ελέγχου της τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης, της Credit Lyonnais Ελλάς και της τράπεζας Χίου (όπως αναλύθηκαν παραπάνω) κατέστησε τη τράπεζα Πειραιώς ηγέτη ενός ομίλου 27 επιχειρήσεων που κάλυπτε το σύνολο σχεδόν των εργασιών και δραστηριοτήτων του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα.

Στις 24/3/1999 υπογράφηκε σύμβαση μεταξύ της Τράπεζας Πειραιώς και της αλλοδαπής τράπεζας National Westminster Bank (εφεξής Nat-West) για την πώληση στην Πειραιώς στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, ενός κεντρικού καταστήματος και πέντε υποκαταστημάτων στην Ελλάδα. Η Nat-West λειτουργούσε στην Ελλάδα από το 1974 έχοντας εξειδίκευση κυρίως στους τομείς της εταιρικής τραπεζικής (corporate banking), της ιδιωτικής τραπεζικής και στον τομέα της ναυτιλίας.

Το 2002 η ολοκλήρωση εξαγοράς του 57,8% της ETBAbank με τον Όμιλο της Πειραιώς, διεύρυνε το μερίδιο αγοράς του Ομίλου στις τραπεζικές εργασίες και στην αγορά του leasing και της διαχείρισης περιουσίας τρίτων.

Την περίοδο 2005-2006, η τράπεζα προχώρησε στην εξαγορά του 99,7% της βουλγαρικής Piraeus Eurobank AD (μετονομάστηκε ως Piraeus Bank Bulgaria AD), στην εξαγορά του 80% της σερβικής Piraeus Atlas Banka AD (μετονομάστηκε ως Piraeus Bank Beograd AD) και τέλος στην εξαγορά του 87,97% της Egyptian Commercial Bank (μετονομάστηκε ως Piraeus Bank Egypt).

Ο Όμιλος για να ενισχύσει και βελτιώσει τη θέση του στην ελληνική τραπεζική αγορά που ήταν καταρρακωμένη από τις δυσμενείς εξελίξεις της οικονομικής κρίσης απέκτησε το 2012 το «υγιές» τμήμα της υπό ειδική εκκαθάριση Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος ΑΕ, σε συνέχεια απόφασης της Επιτροπής Μέτρων Εξυγίανσης της ΤτΕ. Επιπλέον, απέκτησε το συνολικό ποσοστό συμμετοχής της Société Générale (99,1%) στη Geniki Bank.

Μέσα στο 2013, ο Όμιλος προχώρησε στην απόκτηση της Τράπεζας Κύπρου, της Cyprus Popular Bank (CPB), της Ελληνικής Τράπεζας και της Millennium Bank Ελλάδος και βελτίωσε περαιτέρω τη θέση στο τραπεζικό σύστημα. Σήμερα, μετά τις εξαγορές της «υγιούς» ΑΤΕbank, της Γενικής Τράπεζας, των εγχώριων τραπεζικών δραστηριοτήτων της Τράπεζας Κύπρου, της Cyprus Popular Bank και της Ελληνικής Τράπεζας αλλά και την εξαγορά της Millennium Bank Ελλάδας, το συνολικό ενεργητικό του Ομίλου Πειραιώς φτάνει τα €95.000εκ, οι χορηγήσεις μετά από προβλέψεις τα €63.000εκ και οι καταθέσεις πελατών τα €55.000εκ (στοιχεία Ιουνίου 2013). Η Τράπεζα Πειραιώς είναι σήμερα η κορυφαία τράπεζα στην Ελλάδα με μερίδιο αγοράς 30% σε δάνεια και 29% σε καταθέσεις.

### **Οικονομικά μεγέθη**

Παρακάτω παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς (Πίνακες 9a, 9b).

<b>ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ</b>											
<b>Ποσά σε εκ. €</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Ενεργητικό</b>	3.800	8.136	11.156	12.421	14.788	14.734	16.591	23.545	30.931	46.427	54.890
<b>Σύνολο καταθέσεων</b>	3.016	5.905	8.350	9.767	10.055	9.928	10.838	13.196	16.735	22.067	28.381
<b>Σύνολο χορηγήσεων</b>	1.560	3.276	4.835	6.317	8.746	10.278	12.261	14.451	20.426	30.289	38.313
<b>Καθαρά κέρδη προ φόρων</b>	67	353	209	99	115	165	217	305	556	785	386
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	283	1.150	1.005	884	1.398	1.342	1.215	1.608	1.832	3.310	3.025

Πίνακας 9a. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Πειραιώς 1998-2008

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ				
Ποσά σε εκ. €	2009	2010	2011	2012
Ενεργητικό	54.280	57.680	49.352	70.406
Σύνολο καταθέσεων	30.063	29.475	21.796	36.971
Σύνολο χορηγήσεων	37.688	37.638	34.005	44.613
Καθαρά κέρδη προ φόρων	287	11	-7.510	-1.166
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	3.614	3.274	-1.940	-2.316

Πίνακας 9b. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Πειραιώς 2009-2012

### Ανάλυση οικονομικών μεγεθών

Αποτέλεσμα των παραπάνω συγχωνεύσεων είναι η εξαιρετική αύξηση των οικονομικών μεγεθών. Συγκεκριμένα το 1999, το ενεργητικό αυξήθηκε κατά 114% (σε €8.136εκ από €3.800εκ το 1998), οι χορηγήσεις αυξήθηκαν κατά 110% (σε €3.276εκ, €1.560εκ, οι καταθέσεις κατά 96% (σε €5.905εκ από €3.016εκ το 1998) και τα ίδια κεφάλαια και τα κέρδη τετραπλασιάστηκαν μέσα σε ένα έτος.

Στο τέλος Δεκεμβρίου 2006, το ενεργητικό του Ομίλου διαμορφώθηκε στα €30.931εκ έναντι €23.545εκ 2005, παρουσιάζοντας αύξηση της τάξεως του 31%. Τον ίδιο υψηλό ρυθμό σημείωσαν και οι χορηγήσεις, το υπόλοιπο των οποίων ανήλθε σε €20.804εκ σημαντικά υψηλότερα (31%) από τον αντίστοιχο ρυθμό της ελληνικής τραπεζικής αγοράς (20%). Σημειώνεται ότι οι χορηγήσεις των μονάδων εξωτερικού παρουσίασαν εντυπωσιακή αύξηση της τάξεως του 57%, φτάνοντας τα €2.920εκ. Οι καταθέσεις, διαμορφώθηκαν σε €16.135εκ, σημειώνοντας αύξηση 27% και πάλι σημαντικά υψηλότερα από το ρυθμό αύξησης των καταθέσεων στην ελληνική τραπεζική αγορά (10%).

Ανοδική πορεία ακολουθούν το σύνολο των οικονομικών μεγεθών μέχρι και το 2009, με το ενεργητικό να διαμορφώνεται στα €54.280εκ, οι καταθέσεις στα €30.063εκ, οι χορηγήσεις στα €37.688 και τα ίδια κεφάλαια στα €3.614εκ (πραγματοποιήθηκε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου €1.350εκ το 2007).

Αναφορικά με τη χρηματοοικονομική επίδοση του Ομίλου Πειραιώς για το 2012 (1<sup>η</sup> χρήση μετά τη συγχώνευση με το «υγιές» τμήμα της AteBank), το ενεργητικό διαμορφώθηκε σε €70.406εκ παρουσιάζοντας αύξηση κατά 43% σε σχέση με το 2011 και αντίστοιχα ενισχύθηκαν και οι καταθέσεις που ανήλθαν σε €36.971εκ (+70%) καθώς και το σύνολο των χορηγήσεων που διαμορφώθηκε στα €44.613 (+31%). Το αποτέλεσμα προ φόρων διαμορφώθηκε στα -€1.166εκ επιβαρημένο από αυξημένες

προβλέψεις για δάνεια και λοιπές απαιτήσεις που ανήλθαν σε €2.200εκ, λόγω της σημαντικής επιδείνωσης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

### Χρηματοοικονομικοί δείκτες

Παρακάτω παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των χρηματοοικονομικών δεικτών του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς (Πίνακες 10α, 10β).

ΔΕΙΚΤΕΣ											
Ποσοστό %	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	1,37	2,63	1,34	0,52	0,55	0,84	1,08	1,20	1,47	1,40	0,60
ROE	18,37	18,61	14,83	7,24	5,79	9,24	14,73	17,60	24,89	19,67	10,94
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	2,89	3,02	3,02	2,41	2,76	2,93	2,94	2,50	2,42	2,06	2,20
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	1,46	3,84	1,59	0,62	0,61	0,82	0,94	1,10	1,50	1,50	0,58
Δείκτης Κόστους	72,05	49,06	65,63	79,96	79,90	73,46	70,15	66,22	54,52	52,11	76,95
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	51,72	55,48	57,90	64,68	86,98	103,53	113,13	109,51	122,06	137,26	135,00
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	243,59	248,35	230,73	196,63	169,08	143,35	135,32	162,93	151,43	153,28	143,27
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	7,45	14,13	9,01	7,12	9,45	9,11	7,32	6,83	5,92	7,13	5,51
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	18,14	35,10	20,79	13,99	15,98	13,06	9,91	11,13	8,97	10,93	7,90
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	9,38	19,48	12,04	9,05	13,90	13,52	11,21	12,19	10,95	15,00	10,66
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	14,98	8,73	15,49	26,73	69,83	78,49	64,94	50,39	31,86	25,66	44,01
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	0,97	0,74	0,82	1,05	2,44	3,17	2,72	1,93	1,26	0,90	1,32

Πίνακας 10α. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Πειραιώς 1998-2008

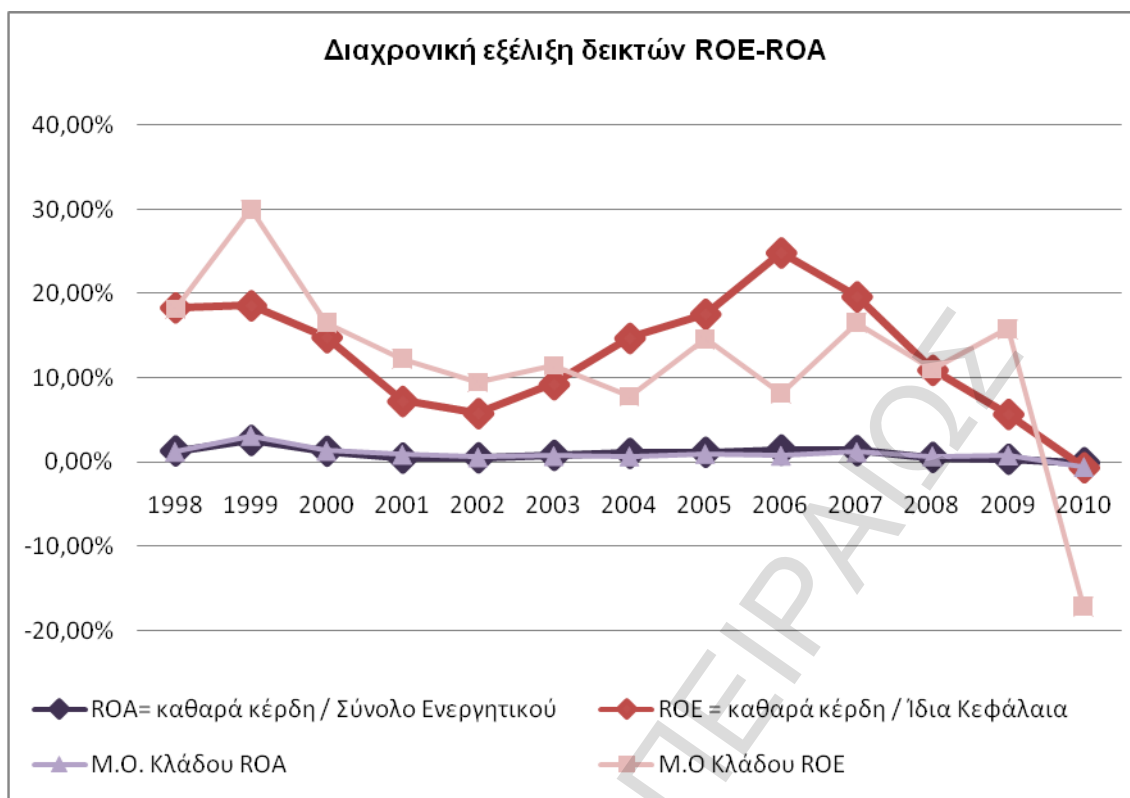
ΔΕΙΚΤΕΣ				
Ποσοστό %	2009	2010	2011	2012
ROA	0,38	-0,04	-13,41	-0,72
ROE	5,70	-0,64	341,13	21,98
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	2,13	2,19	2,54	1,56
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	0,42	0,02	-13,46	-1,43
Δείκτης Κόστους	82,87	99,27	703,05	152,34
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	125,36	127,69	156,01	120,67
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	144,02	153,25	145,13	157,81
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	6,66	5,68	-3,93	-3,29
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	9,59	8,70	-5,71	-5,19
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	12,02	11,11	-8,90	-6,26
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	62,03	96,93	245,22	286,97
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	1,87	2,52	6,19	9,26

Πίνακας 10b. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Πειραιώς 2009-2012

### **Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών**

Οι δείκτες αποδοτικότητας ROA & ROE βελτιώθηκαν σημαντικά και διαμορφώθηκαν σε 2,63% και 18,61% αντίστοιχα το 1999. Παρατηρώντας το παρακάτω γράφημα (Γράφημα 9), ο δείκτης ROA κυμάνθηκε στα ίδια επίπεδα με αυτά του μ.ο του κλάδου καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Αντίθετα με τον δείκτη ROE που παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις επιτυγχάνοντας τις υψηλότερες τιμές το 1999 (18,61%), το 2006 (24,89%) και 2007 (19,47%), εξαιτίας των αυξημένων κερδών. Σε σύγκριση με τον μ.ο του κλάδου, ο δείκτης βρισκόταν κάτω από το μ.ο μέχρι και το 2002 και στη συνέχεια ξεπέρασε τα επίπεδα του μ.ο. μέχρι και το 2008.

Κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης, οι δείκτες παρουσιάζουν πτωτική πορεία λόγω της περιορισμένης κερδοφορίας αλλά και των ζημιών που παρουσιάζει ο Όμιλος.



Γράφημα 9. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ROA-ROE (Όμιλος Πειραιώς-Κλάδος)

Όσον αφορά τους υπόλοιπους δείκτες αποδοτικότητας, η μέση τιμή του δείκτη καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου για τον Όμιλο διαμορφώνεται σε 2,50% (έναντι του μ.ο του κλάδου 2,91%), γεγονός που μας δείχνει ότι ο Όμιλος δεν είναι αποδοτικός όσον αφορά τις καθαρά τραπεζικές δραστηριότητες και το καθαρό εισόδημά από τόκους σε σχέση με τα υπόλοιπα τραπεζικά ιδρύματα.

Ο δείκτης κέρδη προ φόρων / (χορηγήσεις + καταθέσεις) παρουσιάζει τις υψηλότερες τιμές το 1999 (3,84%) και το 2006-2007 (1,50%). Στη συνέχεια παρατηρείται σταδιακή μείωση και στα τελευταία έτη εμφανίζεται αρνητικός λόγω των ζημιών που παρουσιάζει ο Όμιλος.

Ο δείκτης κόστους εσόδων δείχνει τη σχέση των εξόδων και του όγκου των τραπεζικών εργασιών (εσόδων). Ο δείκτης διατηρείται ετησίως την περίοδο 2002-2007 σε μια μέση τιμή 66% (έναντι του μ.ο του κλάδου 72%). Αυξάνεται τα τελευταία χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου λόγω της μείωσης των εσόδων που προκλήθηκε από την κρίση. Χαμηλή κερδοφορία βάση του δείκτη φαίνεται να παρουσιάζει ο Όμιλος, καθώς η μέση τιμή του καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου διαμορφώνεται σε 118%, υψηλότερος από το μέσο όρο του κλάδου (111%).

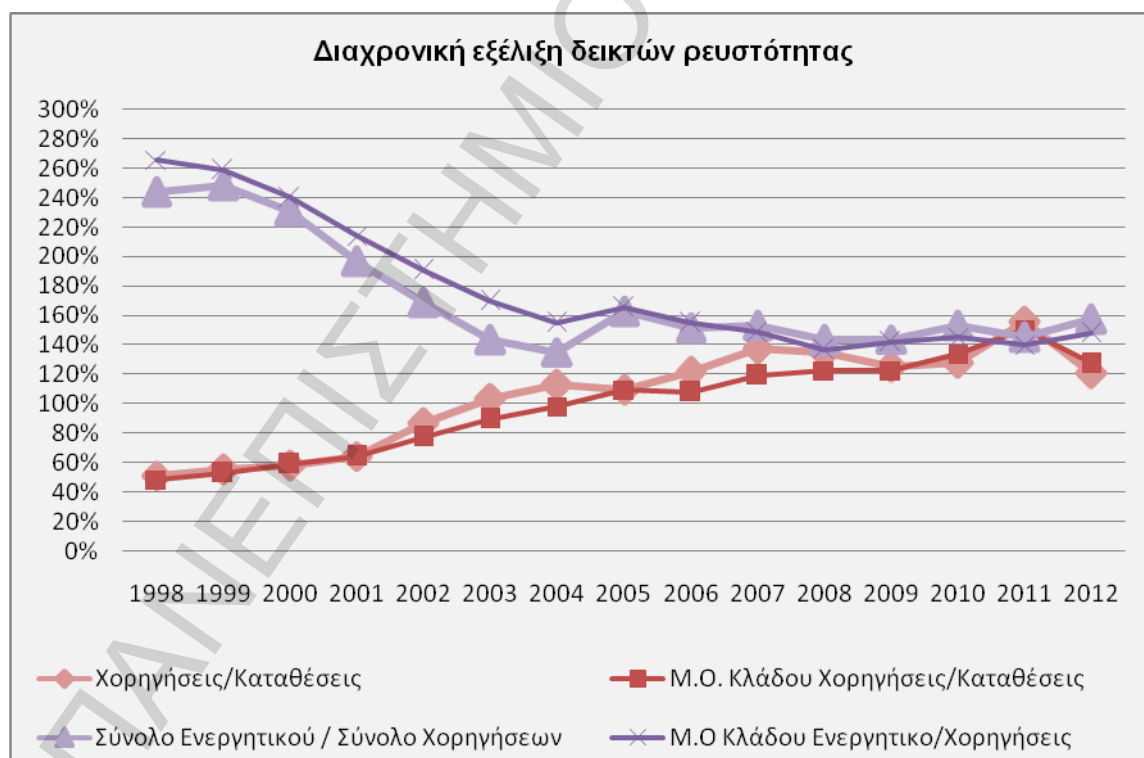
Ο δείκτης Χορηγήσεις/Καταθέσεις φανερώνει την δυνατότητα των τραπεζών να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Παρατηρούμε ότι ο δείκτης παρουσιάζει σταδιακή αύξηση από 51,72% το 1998 στο 156% το 2011 (μεγαλύτερη τιμή λόγω της



εκροής καταθέσεων). Ο δείκτης ξεπερνάει τη μονάδα τα έτη 2003-2012, γεγονός που σημαίνει ότι οι χορηγήσεις υπερκαλύπτουν τις καταθέσεις, φανερώνοντας χαμηλή ρευστότητα. Το 2012, ο δείκτης βελτιώνεται σημαντικά και διαμορφώνεται στο 120% από 156% το 2011.

Με το δείκτη Ενεργητικό/Χορηγήσεις, που δείχνει την αναλογία των δανείων που κατακρατεί η τράπεζα, ο Όμιλος της Πειραιώς φαίνεται να αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας. Η μέση τιμή του διαμορφώνεται σε 171,88%, χαμηλότερη από τη μέση τιμή του κλάδου 178,40%. Κατά τη διάρκεια 1999-2008 ο δείκτης παρουσιάζει πτωτική πορεία. Η άνοδος στα τελευταία έτη οφείλεται στην επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών λόγω της κρίσης.

Βάσει του παρακάτω γραφήματος (Γράφημα 10), ο δείκτης Χορηγήσεις/Καταθέσεις βρίσκεται πάνω από το μέσο όρο του κλάδου ενώ ο δείκτης Ενεργητικό/Χορηγήσεις βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο του κλάδου, γεγονός που αποδεικνύει ότι ο Όμιλος έχει χειρότερη ρευστότητα από τους υπόλοιπους Ομίλους του τραπεζικού συστήματος. Επισημαίνεται ότι ο δείκτης Ενεργητικό/Χορηγήσεις βελτιώνεται τα τελευταία έτη, λόγω του περιορισμού των πιστοδοτήσεων.

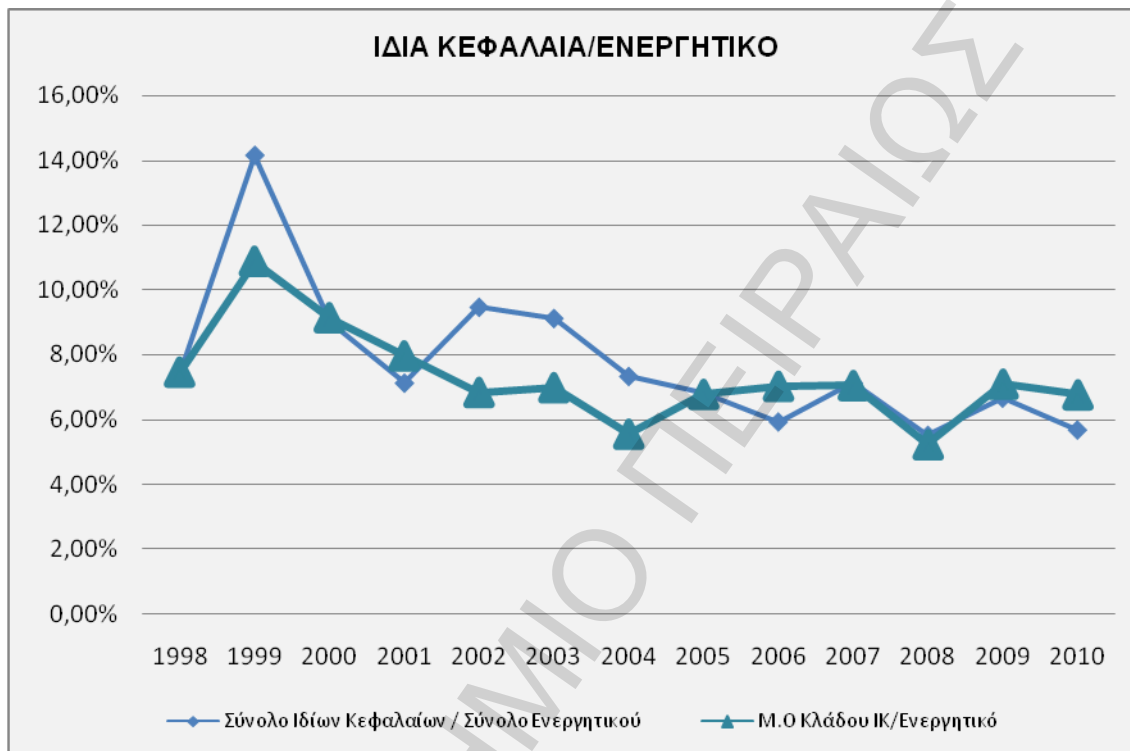


Γράφημα 10. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ρευστότητας (Όμιλος Πειραιώς, Κλάδος)

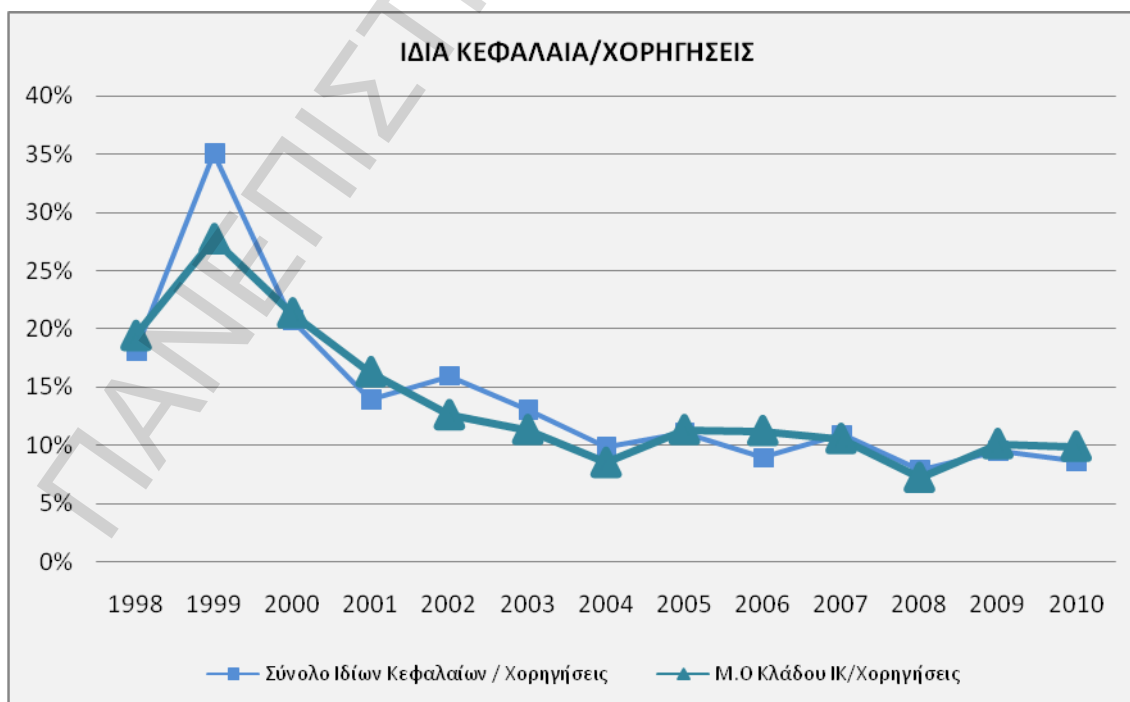
Αντίστοιχα, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, όπως φαίνονται στα παρακάτω γραφήματα (Γράφημα 11a, 11b, 11c), λαμβάνουν τις καλύτερες τιμές τους το 1999 (ΙΚ/Ενεργητικό: 14,13%, ΙΚ/Χορηγήσεις: 35,10% και ΙΚ/Καταθέσεις: 19,48%) και στη

συνέχεια ακολουθούν μια πτωτική πορεία μέχρι το 2001 και έντονες διακυμάνσεις μέχρι το 2010. Μικρή αύξηση εμφάνισαν το 2007, λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Τα έτη 2011-2012, οι δείκτες δεν ορίζονται λόγω των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων. Σε σύγκριση με τις τιμές του κλάδου, παρατηρούμε μια έντονη διακύμανση.

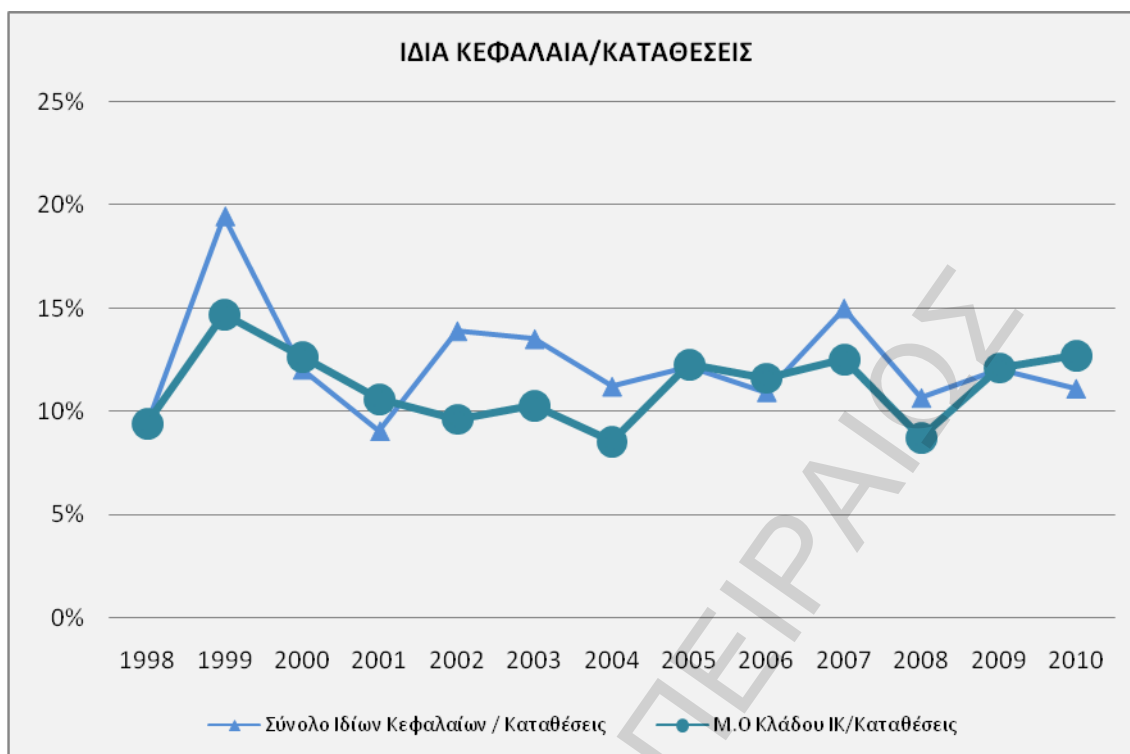
### Διαχρονική Εξέλιξη Δεικτών Κεφαλαιακής Επάρκειας (Όμιλος Πειραιώς, Κλάδος)



Γράφημα 11α. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Ενεργητικό (Όμιλος Πειραιώς, Κλάδος)



Γράφημα 11β. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Χορηγήσεις (Όμιλος Πειραιώς, Κλάδος)



Γράφημα 11c. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Καταθέσεις (Όμιλος Πειραιώς, Κλάδος)

Ο δείκτης Προβλέψεις/Λειτουργικά έσοδα δείχνει το ποσό των λειτουργικών εσόδων που μπορούν να προβλεφθούν. Ο δείκτης παρουσιάζει μια πτωτική πορεία μετά το 2004, με τη χαμηλότερη τιμή να επιτυγχάνεται το 2007 (25,6%), ενώ αυξάνεται σημαντικά την τελευταία διετία, σημειώνοντας τις μεγαλύτερες τιμές του, λόγω των υψηλών προβλέψεων που κατέγραψαν οι τραπεζικοί όμιλοι.

Η μέση τιμή του τελευταίου δείκτη Προβλέψεις/Ενεργητικό για την περίοδο 1998-2012 κυμαίνεται στα ικανοποιητικά επίπεδα του 2,48%, χαμηλότερος από το μέσο όρο του κλάδου 2,80%. Οι μεγαλύτερες τιμές του δείκτη παρατηρούνται την τελευταία διετία, βάσει αυτών που προαναφέρθηκαν.

## 1.6. ΟΜΙΛΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

### *Ιστορική αναδρομή των Ε&Σ (www.emporiki.gr)*

Τον 10/2000 υπεγράφη σύμβαση πλαίσιο για την εφαρμογή στρατηγικής συμμαχίας μεταξύ της Εμπορικής Τράπεζας και της Γαλλικής τράπεζας Credit Agricole, βάση της οποίας η δεύτερη απέκτησε το 8,83% του μετοχικού κεφαλαίου της πρώτης. Η εν λόγω σύμβαση είχε ως σκοπό τον εμπλουτισμό των τραπεζικών προϊόντων που προσφέρει η Εμπορική αλλά ταυτόχρονα παρείχε τη δυνατότητα επέκτασης της συνεργασίας και σε άλλους επιπρόσθετους τομείς μέσω των θυγατρικών τους.

Οι παραπάνω συμφωνίες στόχευαν στην οικοδόμηση μιας μακροχρόνιας συμμαχίας, που απέβλεπε στη μεταφορά τεχνογνωσίας και στην αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων των δύο ομίλων. Τον Αύγουστο του 2006, η Credit Agricole αύξησε το ποσοστό συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο της Εμπορικής Τράπεζας από 8,83% σε 71,97%. Στο τέλος του 2006 η Credit Agricole κατείχε το 66,96% του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής. Η πρώτη θετική εξέλιξη από την εξαγορά του πλειοψηφικού πακέτου μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας από την Credit Agricole ήταν η αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της πρώτης από τους κυριότερους διεθνείς οίκους πιστοληπτικής διαβάθμισης.

### **Οικονομικά μεγέθη**

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών του Ομίλου της Εμπορικής Τράπεζας (Πίνακες 11a, 11b).

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ											
Ποσά σε εκ. €	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ενεργητικό	10.075	13.899	16.164	18.143	16.891	16.888	18.745	20.818	22.795	27.208	30.028
Σύνολο καταθέσεων	8.294	10.496	11.377	13.593	13.296	14.042	14.928	14.929	16.656	18.127	18.364
Σύνολο χορηγήσεων	4.422	5.365	6.769	8.736	10.168	12.030	13.495	15.632	17.226	19.516	23.709
Καθαρά κέρδη προ φόρων	112	1.056	329	243	89	113	-94	115	-228	50	-12
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	628	1.946	2.044	1.974	1.220	1.200	422	1.072	832	880	246

Πίνακας 11a. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Εμπορικής 1998-2008

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ				
Ποσά σε εκ. €	2009	2010	2011	2012
Ενεργητικό	28.424	26.777	21.724	19.517
Σύνολο καταθέσεων	15.494	12.245	11.262	12.675
Σύνολο χορηγήσεων	22.124	21.293	19.111	14.834
Καθαρά κέρδη προ φόρων	-566	-856	-1.593	-1.385
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	1.139	943	919	1.727

Πίνακας 10b. Οικονομικά μεγέθη Ομίλου Εμπορικής 2009 2012

### **Ανάλυση οικονομικών μεγεθών**

Από τα οικονομικά μεγέθη του Ομίλου της Εμπορικής παρατηρούμε αρχικά το ενεργητικό παρουσίασε αύξηση της τάξεως του 80% την περίοδο 1998-2001(σε €18.143εκ το 2001 έναντι €10.075εκ το 1998) και στη συνέχεια μέχρι το 2003 εμφάνισε μικρή μείωση της τάξεως του -7%. Από το 2004 και μέχρι το 2008 παρουσίασε διαχρονική σταδιακή αύξηση και διαμορφώθηκε στα €30.028εκ. Κατά την περίοδο της κρίσης, το ενεργητικό περιορίστηκε κατά 35%.

Όπως παρατηρήσαμε και από την ανάλυση των μεγεθών των προηγούμενων τραπεζών, τόσο οι καταθέσεις όσο και οι χορηγήσεις αυξάνονται διαχρονικά μέχρι το 2008. Τα ίδια κεφάλαια καθώς και τα αποτελέσματα προ φόρων, παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, αποτέλεσμα των ζημιών που παρουσίαζε ο Όμιλος. Σημειώνεται ότι τον 12/2009, αποφασίσθηκε η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της τράπεζας με συμφητισμό συσσωρευμένων λογιστικών ζημιών ύψους €1.300εκ. με μείωση της ονομαστικής τιμής της μετοχής από 5,5 ευρώ σε 1 ευρώ. Ταυτόχρονα, αποφασίσθηκε η αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά €989,4 εκατομμυρίων. Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι στη διάρκεια του τέταρτου τριμήνου του 2010, η Credit Agricole κατέβαλε 400 εκατομμύρια ευρώ μετρητά, ως κύριος μέτοχος έναντι αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, προκειμένου να ενισχύσει την κεφαλαιακή επάρκεια της Εμπορικής τράπεζας.

### Χρηματοοικονομικοί δείκτες

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθεται η διαχρονική εξέλιξη των χρηματοοικονομικών δεικτών του Ομίλου της Εμπορικής Τράπεζας (Πίνακες 12a,12b).

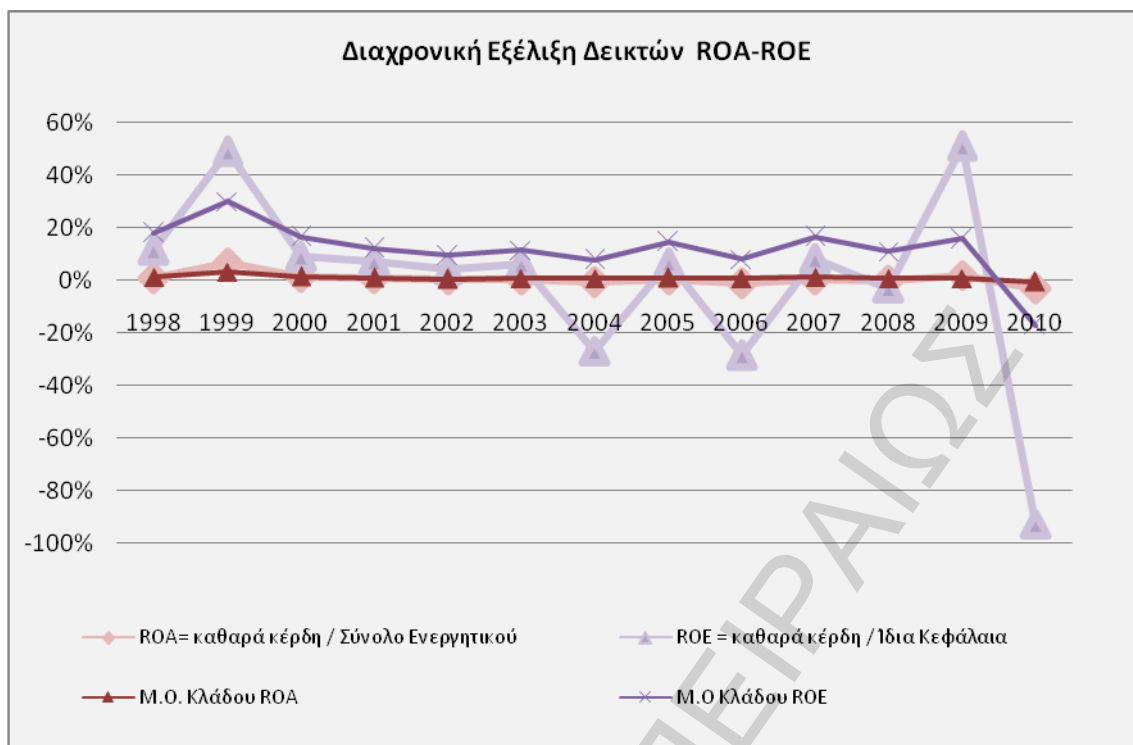
ΔΕΙΚΤΕΣ											
Ποσοστό %	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	0,72	6,89	1,18	0,80	0,31	0,43	-0,60	0,36	-1,04	0,27	-0,02
ROE	11,62	49,18	9,30	7,40	4,26	6,00	-26,78	6,90	-28,37	8,30	-2,85
Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου	3,31	3,46	3,56	3,87	3,55	3,85	3,14	3,00	3,26	2,83	2,19
Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)	0,88	6,66	1,81	1,09	0,38	0,43	-0,33	0,38	-0,67	0,13	-0,03
Δείκτης Κόστους	80,56	34,75	65,11	72,88	88,55	86,75	111,65	85,98	123,19	94,63	153,31
Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	53,32	51,11	59,50	64,27	76,47	85,67	90,40	104,71	103,42	107,66	129,11
Ενεργητικό / Χορηγήσεις	227,84	259,07	238,79	207,68	166,12	140,38	138,90	133,18	132,33	139,41	126,65
Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό	6,23	14,00	12,65	10,88	7,22	7,11	2,25	5,15	3,65	3,23	0,82
Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις	14,20	36,27	30,20	22,60	12,00	9,98	3,13	6,86	4,83	4,51	1,04
Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις	7,57	18,54	17,97	14,52	9,18	8,55	2,83	7,18	5,00	4,85	1,34
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	27,40	16,83	28,06	31,09	38,45	44,46	54,89	67,43	87,75	100,63	138,23
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	1,56	1,14	1,45	1,50	1,75	2,18	2,30	2,68	3,80	3,51	3,48

Πίνακας 12a. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Εμπορικής 1998-2008

<b>ΔΕΙΚΤΕΣ</b>				
<b>Ποσοστό %</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>ROA</b>	2,05	-3,26	-8,08	-7,75
<b>ROE</b>	51,19	-92,68	-191,08	-87,61
<b>Καθαρό περιθώριο Επιτοκίου</b>	2,04	2,46	2,88	1,94
<b>Κέρδη προ Φόρων / (Χορ.+Κατ.)</b>	-1,50	-2,55	-5,24	-5,03
<b>Δείκτης Κόστους</b>	171,21	211,18	312,40	513,13
<b>Χορηγήσεις/ Καταθέσεις</b>	142,79	173,89	169,69	117,03
<b>Ενεργητικό / Χορηγήσεις</b>	128,48	125,75	113,67	131,57
<b>Ίδια Κεφάλαια/ Ενεργητικό</b>	4,01	3,52	4,23	8,85
<b>Ίδια Κεφάλαια / Χορηγήσεις</b>	5,15	4,43	4,81	11,64
<b>Ίδια Κεφάλαια/ Καταθέσεις</b>	7,35	7,70	8,16	13,63
<b>Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα</b>	149,81	220,81	301,07	775,15
<b>Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού</b>	4,11	6,34	10,39	13,27

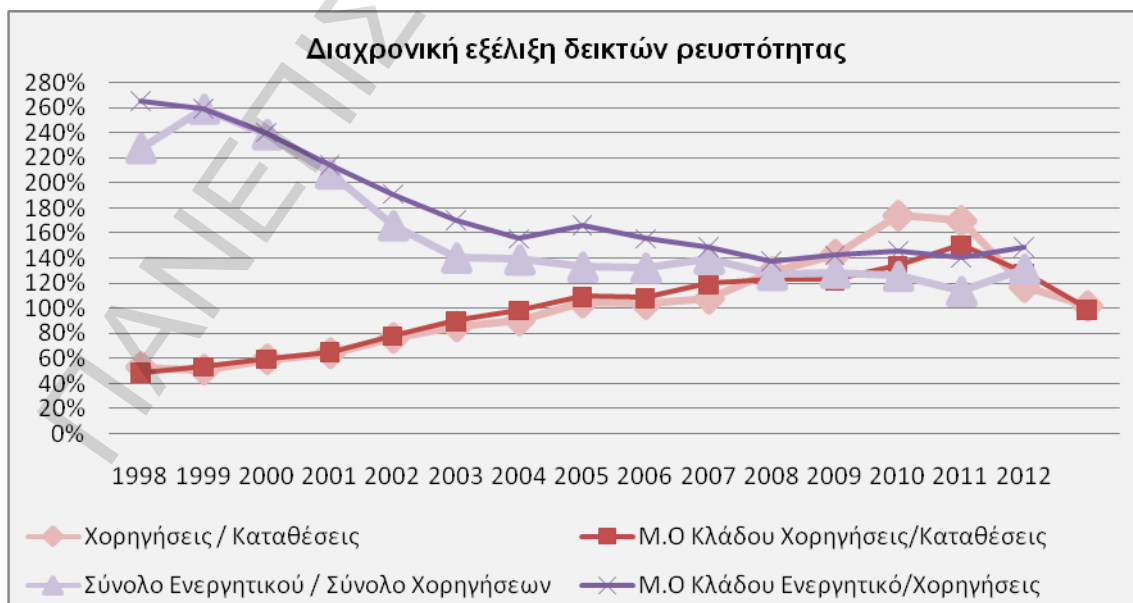
Πίνακας 12b. Χρηματοοικονομικοί δείκτες Ομίλου Εμπορικής 2009-2012

Αναφορικά με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, ο Όμιλος της Εμπορικής παρουσιάζει χαμηλή αποδοτικότητα με τους δείκτες ROA και ROE να γίνονται αρνητικοί σε ορισμένα έτη, λόγω των ζημιών που παρουσίασε στα έτη αυτά (Γράφημα 12.). Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους του Ομίλου δε διαφέρει σημαντικά από τις άλλες τράπεζες, όπως συνέβαινε με τους προηγούμενους δύο δείκτες. Αυτό φανερώνει ότι ο Όμιλος παρά τα προβλήματα που μπορεί να έχει και τις ζημίες που εμφανίζει, είναι αποδοτικός όσον αφορά τις καθαρά τραπεζικές του δραστηριότητες και το καθαρό εισόδημά του από τόκους. Ο δείκτης κόστους εσόδων είναι αρκετά αυξημένος για την Εμπορική γεγονός που υποδηλώνει τη χαμηλή κερδοφορία του Ομίλου. Η μέση τιμή του δείκτη την περίοδο 1998-2007 διαμορφώθηκε στο 82% και την υπόλοιπο περίοδο αυξάνεται σημαντικά λόγω της μείωσης των εσόδων που προκλήθηκε από την κρίση.



Γράφημα 12. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ROA-ROE (Όμιλος Εμπορικής, Κλάδος)

Αναφορικά με τους δείκτες ρευστότητας, ο δείκτης Χορηγήσεις/Καταθέσεις ακολουθεί το σύνολο των τραπεζών, δηλαδή τα πρώτα χρόνια σε επίπεδα κάτω της μονάδας και μετά το 2005 ο δείκτης υπερβαίνει τη μονάδα ως αποτέλεσμα της πιστωτικής επέκτασης. Ο δείκτης Ενεργητικό προς Χορηγήσεις της Εμπορικής παρουσιάζει διακυμάνσεις, ενώ η μέση τιμή του κυμαίνεται στο 160% και σε σύγκριση το μέσο δείκτη του κλάδου (176%) παρουσιάζει τη χαμηλότερη τιμή, που σημαίνει υψηλή απόδοση για τον Όμιλο, αλλά και μεγαλύτερο κίνδυνο (Γράφημα 13).

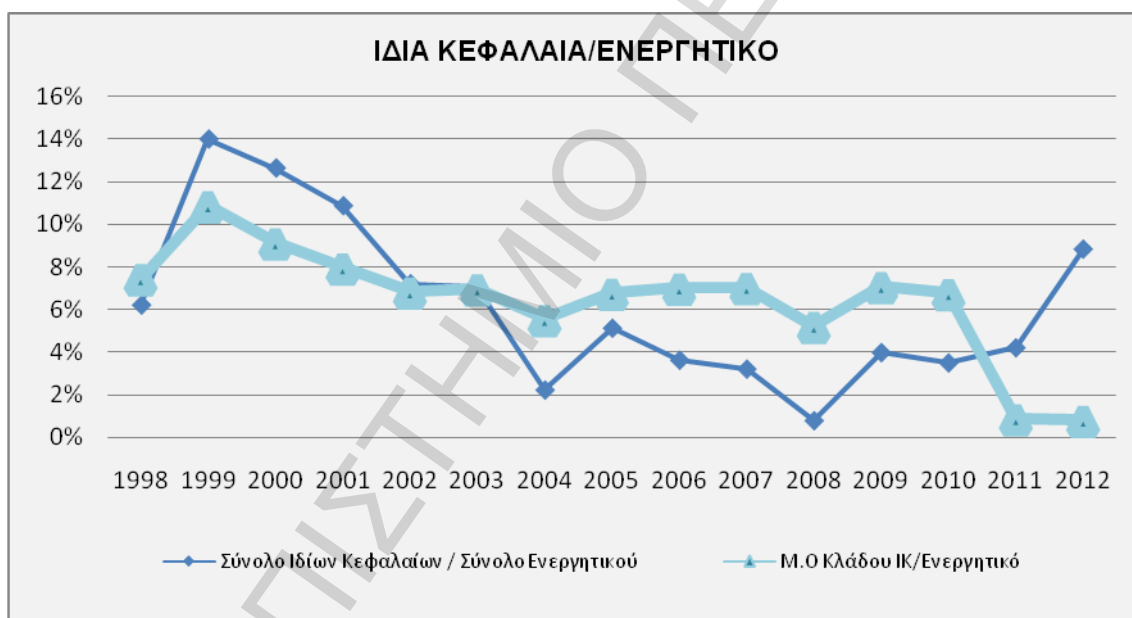


Γράφημα 13. Διαχρονική εξέλιξη δεικτών ρευστότητας (Όμιλος Εμπορικής, Κλάδος)

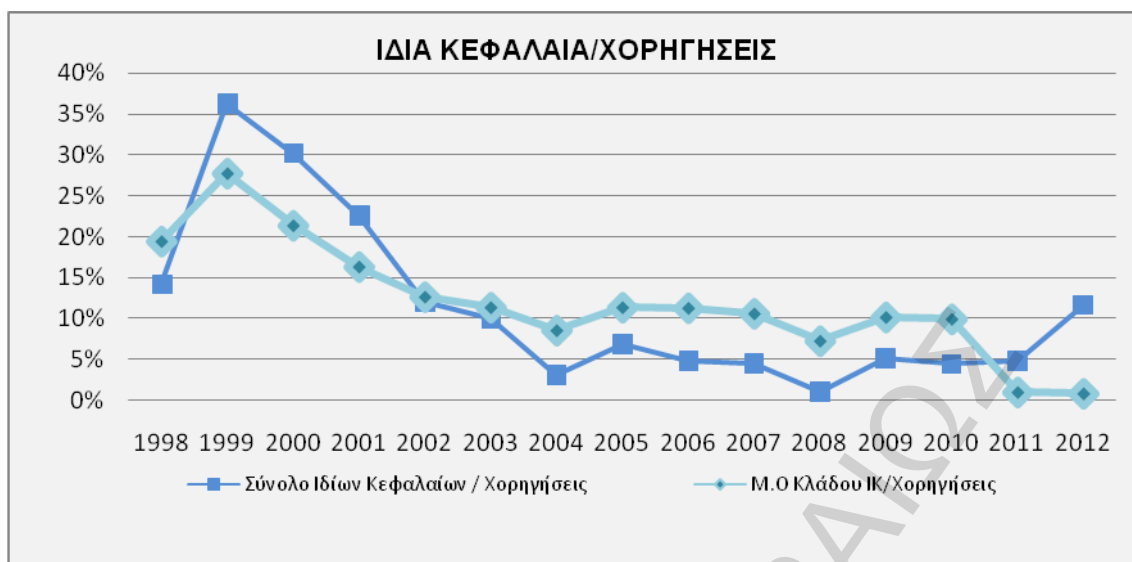


Αναφορικά με τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, σύμφωνα με τα κάτωθι γραφήματα (Γράφημα 14a, 14b, 14c), οι τρεις δείκτες ακολουθούν ανάλογη πορεία, επιτυγχάνοντας την υψηλότερη τιμή τους το 1999 (ΙΚ/Ενεργητικό: 14%, ΙΚ/Χορηγήσεις: 36,27% & ΙΚ/Καταθέσεις: 18,54%). Στη συνέχεια ακολουθεί πτωτική πορεία μέχρι το 2004 που και οι 3 δείκτες παρουσιάζουν πολύ χαμηλές τιμές που υποδηλώνει σημαντικά προβλήματα κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου. Στη συνέχεια σταθεροποιούνται μέχρι το 2008, όπου διαμορφώνονται οι χαμηλότερες τιμές (ΙΚ/Ενεργητικό: 0,82%, ΙΚ/Χορηγήσεις: 1,02% & ΙΚ/Καταθέσεις: 1,34%), συνέχεια των νέων κανόνων της κεφαλαιακής επάρκειας. Την περίοδο 2009-2012, οι δείκτες παρουσιάζουν αύξηση λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, προκειμένου να ενισχυθεί η κεφαλαιακή επάρκεια μετά το ξέσπασμα της κρίσης.

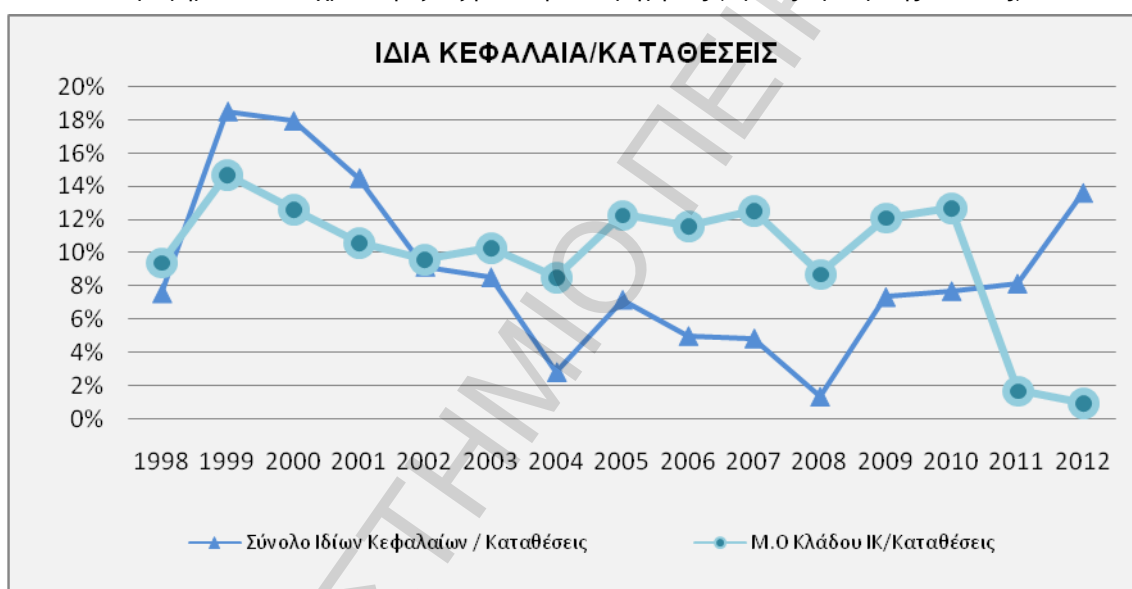
### Διαχρονική εξέλιξη δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας (Όμιλος Εμπορικής, Κλάδος)



Γράφημα 14a. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Ενεργητικό (Όμιλος Εμπορικής, Κλάδος)



Γράφημα 14b. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Χορηγήσεις (Όμιλος Εμπορικής, Κλάδος)



Γράφημα 14c. Διαχρονική εξέλιξη δείκτη ΙΚ/Καταθέσεις (Όμιλος Εμπορικής, Κλάδος)

Ο δείκτης Προβλέψεις/Λειτουργικά έσοδα παρουσιάζει μια συνεχή αυξητική πορεία, γεγονός που δείχνει κακή ποιότητα του ενεργητικού, ειδικά τα έτη 2008 και 2009. Την τελευταία διετία αυξάνεται περαιτέρω, σημειώνοντας τις μεγαλύτερες τιμές του, λόγω των υψηλών προβλέψεων που κατέγραψαν οι τραπεζικοί όμιλοι. Ο Όμιλος της Εμπορικής παρουσιάζει με διαφορά τον χειρότερο δείκτη, από τα άλλα πιστωτικά ιδρύματα με τη μέση τιμή του να ανέρχεται στο 138,8% έναντι 84,09% του κλάδου.

Η μέση τιμή του τελευταίου δείκτη Προβλέψεις/Ενεργητικό για την περίοδο 1998-2012 κυμαίνεται στα μη ικανοποιητικά επίπεδα του 3,96%, υψηλότερος από το μέσο όρο του κλάδου 2,80%. Και από τον τελευταίο δείκτη γίνεται εμφανής η κακή ποιότητα του ενεργητικού της Εμπορικής, ενώ και εδώ οι μεγαλύτερες τιμές του δείκτη παρατηρούνται την τελευταία διετία.

## 2. Συμπεράσματα

Λαμβάνοντας υπόψη την ανωτέρω ανάλυση που πραγματοποιήθηκε συμπεραίνουμε τα κάτωθι:

### **Όμιλος Εθνικής Τράπεζας**

Ο Όμιλος ΕΤΕ προχώρησε σε συγχωνεύσεις μικρότερων τραπεζικών ιδρυμάτων τη χρονική περίοδο 1998-2002 με απώτερο σκοπό την εξειδίκευση σε διαφορετικούς χρηματοοικονομικούς τομείς και τη βελτίωση των δομών του για την καλύτερη προσαρμογή στις απαιτήσεις τόσο της διεθνούς όσο και της εγχώριας αγοράς. Πιο επιτυχημένη εξαγορά θεωρείται αυτή της Finansbank (Τουρκία) που επέτρεψε στην ΕΤΕ να ανοιχτεί σε μια αναπτυσσόμενη οικονομία 70 εκατ. κατοίκων.

Τα βασικά οικονομικά μεγέθη (ενεργητικό, καταθέσεις, χορηγήσεις, κέρδη και ΙΚ) του Ομίλου, στο σύνολο τους παρουσίασαν σημαντική αύξηση μέχρι το 2008 και στη συνέχεια περιορίστηκαν συνέπεια της οικονομικής κρίσης. Ιδιαίτερα τη διετία 2006-2008 παρατηρούμε σχεδόν διπλασιασμό των καθαρών κερδών (σε €1,9εκ από €0,94εκ) αλλά και των ιδίων κεφαλαίων (σε €8,2εκ από €4,3εκ) που ισχυροποίησε σημαντικά τη θέση του Ομίλου.

Όσον αφορά τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, από την πορεία των δεικτών κερδοφορίας, η εικόνα του Ομίλου κρίνεται ικανοποιητική. Σε σύγκριση με τον κλάδο, οι δείκτες του Ομίλου βρίσκονται σε καλύτερα επίπεδα για τη μεγαλύτερη χρονική διάρκεια που εξετάστηκε. Από την εξέταση των δεικτών Χορηγήσεις/Καταθέσεις & Ενεργητικό/Χορηγήσεις, φανερώνεται η ικανοποιητική ρευστότητα του Ομίλου και σε σύγκριση με το μέσο όρο του κλάδου αποδεικνύεται ότι ο Όμιλος έχει καλύτερη ρευστότητα από τους υπόλοιπους Ομίλους του τραπεζικού συστήματος. Αναφορικά με τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, οι καλύτερες τιμές επιτυγχάνονται τα έτη 2006-2007 γεγονός που οφείλεται στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου για την εξαγορά της Finansbank. Επιπλέον, οι χαμηλές τιμές των δεικτών Προβλέψεις/ Λειτουργικά Έσοδα & Προβλέψεις/ Ενεργητικό υποδηλώνουν την καλή ποιότητα του ενεργητικού του Ομίλου.

### **Όμιλος Alpha Bank**

Η καθιέρωση της Alpha Bank ως η δεύτερη μεγαλύτερη εμπορική τράπεζα πραγματοποιήθηκε με την εξαγορά της Ιονικής Τράπεζας το 1999. Τα επόμενα χρόνια, ο Όμιλος δεν προχώρησε σε άλλη εξαγορά/συγχώνευση με τράπεζα του εσωτερικού, παρά προέβη σε εξαγορές διαφόρων τραπεζών στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης προκειμένου να επεκτείνει τις δραστηριότητές του.

Και στην περίπτωση της Alpha, τα βασικά οικονομικά μεγέθη στο σύνολο τους παρουσίασαν σταδιακή αύξηση μέχρι το 2008 και στη συνέχεια περιορίστηκαν συνέπεια της οικονομικής κρίσης.

Εξετάζοντας τους δείκτες κερδοφορίας, αποδεικνύεται ότι ο Όμιλος είναι αποδοτικός από τις τραπεζικές του δραστηριότητες. Οι δείκτες ρευστότητας και ποιότητας ενεργητικού, κρίνονται ικανοποιητικοί καθώς κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα με το μέσο όρο του κλάδου για το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας λαμβάνουν ικανοποιητικές τιμές καθ' όλη τη χρονική περίοδο και παρέμειναν θετικοί και κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Επισημαίνεται, ότι ο Όμιλος τη χρονική περίοδο 2011-2012 είχε τις μικρότερες κεφαλαιακές ανάγκες στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα και βρέθηκε σε πλεονεκτική θέση έναντι του ανταγωνισμού και σε αυτό συνέβαλλε η συμφωνία με την Credit Agricole και τα €3δισεκ. που έλαβε για την εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας.

### **Όμιλος Eurobank**

Ο Όμιλος Eurobank αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα τραπεζικού Ομίλου που ισχυροποίησε, σε σύντομο χρονικό διάστημα, τη θέση του στο τραπεζικό σύστημα μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων. Ιδιαίτερα μετά την εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας, δημιουργήθηκε ο τρίτος σε μέγεθος τραπεζικός Όμιλος στην Ελλάδα που κάλυπτε ολόκληρο το φάσμα των τραπεζικών προϊόντων επιτυγχάνοντας συνέργειες και οικονομίες κλίμακος.

Τα βασικά οικονομικά μεγέθη στο σύνολο τους παρουσίασαν σημαντική βελτίωση μέχρι το 2008 και στη συνέχεια περιορίστηκαν συνέπεια της οικονομικής κρίσης.

Η συμβολή των Ε&Σ απεικονίζεται και στις τιμές που λαμβάνουν οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μέχρι και το 2008. Πιο συγκεκριμένα, οι δείκτες κερδοφορίας λαμβάνουν καλύτερες τιμές σε σύγκριση με αυτές του μέσου όρου του κλάδου, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο Όμιλος συνδύασε τη μεγέθυνση του με τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων του. Οι δείκτες ρευστότητας, κεφαλαιακής επάρκειας και ποιότητας ενεργητικού κρίνονται ικανοποιητικοί καθώς κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα με το μέσο όρο του κλάδου για το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου.

Οι πρόσφατες εξαγορές του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου και της Proton Bank βελτίωσε την «χτυπημένη» εικόνα του Ομίλου, μετά την διαγραφή μέρους του ελληνικού χρέους, με αύξηση των καταθέσεων και κατ' επέκταση βελτίωση της ρευστότητας.

## **Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς**

Ο Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς, το χρονικό διάστημα 1997-1999, προχώρησε σε εξαγορές μικρότερων τραπεζικών ιδρυμάτων και κατάφερε να δημιουργήσει έναν όμιλο επιχειρήσεων που κάλυπτε το σύνολο σχεδόν των εργασιών και δραστηριοτήτων του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα.

Αποτέλεσμα των ανωτέρω εξαγορών ήταν η εξαιρετική αύξηση των οικονομικών μεγεθών. Οι χορηγήσεις και οι καταθέσεις διπλασιάστηκαν, τα ίδια κεφάλαια και τα κέρδη τετραπλασιάστηκαν μέσα σε ένα έτος (1998-99). Για την υπόλοιπη εξεταζόμενη περίοδο παρουσίασαν σταδιακή αύξηση μέχρι και το 2009 και στη συνέχεια περιορίστηκαν λόγω της οικονομικής κρίσης.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες έλαβαν τις καλύτερες τιμές τους το 1999 και στη συνέχεια παρουσίασαν έντονες διακυμάνσεις, κυμαινόμενοι σε χαμηλότερα επίπεδα από το μέσο όρο του κλάδου, υποδηλώνοντας χαμηλή αποδοτικότητα και ρευστότητα.

Στα πλαίσια αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος την περίοδο 2012-2013, οι εξαγορές των τραπεζικών ιδρυμάτων, Ate Bank, Γενική Τράπεζα, Millennium Bank, Τράπεζα Κύπρου, CPB Bank και Ελληνική Τράπεζα κατέστησαν τον Όμιλο Πειραιώς την κορυφαία τραπεζική ομάδα στην Ελλάδα με μερίδιο αγοράς 30% σε καταθέσεις και δάνεια.

## **Όμιλος Εμπορικής Τράπεζας**

Ο Όμιλος Εμπορικής Τράπεζας δεν προχώρησε σε εξαγορές άλλων τραπεζικών ιδρυμάτων. Το 2000, η συμμαχία με την Γαλλική τράπεζα Credit Agricole είχε ως σκοπό τον εμπλουτισμό των τραπεζικών προϊόντων και εργασιών. Το 2007, η Credit Agricole αύξησε τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο της Εμπορικής, αναβαθμίζοντας την πιστοληπτική ικανότητά της τελευταίας.

Στην περίπτωση του Ομίλου της Εμπορικής, τόσο τα οικονομικά μεγέθη όσο και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες παρουσιάζουν διακυμάνσεις σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο και σε σύγκριση με το μέσο όρο του κλάδου, ο Όμιλος εμφανίζει μη ικανοποιητικές τιμές. Χαρακτηρίζεται ως μη αποδοτικός, με περιορισμένη ρευστότητα και με κακή ποιότητα ενεργητικού.

Το 2012, η Εμπορική Τράπεζα εξαγοράστηκε από την Alpha Bank στα πλαίσια αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος.

Σημειώνεται ότι για το σύνολο των τραπεζικών ομίλων, τα παραπάνω οικονομικά μεγέθη και χρηματοοικονομικοί δείκτες εμφάνισαν τις χειρότερες τιμές τη διετία 2011-2012, απόρροια της οικονομικής και δημοσιονομικής κρίσης της χώρας. Μετά την

αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου που πραγματοποιήθηκε το 2012-2013 μέσω συγχωνεύσεων, αναμένεται σημαντική βελτίωση των οικονομικών μεγεθών και επαναφορά του τραπεζικού συστήματος στην κανονική του λειτουργία, ώστε να επιδράσει θετικά στην αποκατάσταση των ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Κεφάλαιο 6

### **Σύνοψη - Συμπεράσματα**

Η δραστηριότητα των τραπεζικών Ε&Σ ξεκίνησε στην Αμερική κατά τη δεκαετία του 1980. Στην Ευρώπη οι διασυνοριακές τραπεζικές Ε&Σ ήταν περιορισμένες. Το εντατικό ενδιαφέρον για την επέκταση εκτός των εθνικών συνόρων, κυρίως σε χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, ξεκίνησε μόνο από το 1998-99 και μετά. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η πλειοψηφία (περίπου 80%) των τραπεζικών Ε&Σ πραγματοποιήθηκαν σε τέσσερα κράτη μέλη, δηλαδή τη Γερμανία, την Ιταλία, τη Γαλλία και την Αυστρία και αφορούσε τις μικρές και πολύ μικρές τράπεζες, καθώς με αυτές ήταν δυνατό να επιτευχθεί ένα επαρκές μέγεθος που θα επέτρεπε την επιβίωση (European Central Bank, EU Banking Structure, 11/2002). Η αύξηση του αριθμού των συνεργασιών μεταξύ των μεγαλύτερων τραπεζών εξελίχθηκε από την ανάγκη στρατηγικής επανατοποθέτησης και συγκέντρωσης. Σε κάθε περίπτωση, μετά την εισαγωγή του ευρώ, οι τράπεζες επιδίωξαν να εδραιώσουν τις θέσεις τους μέσω Ε&Σ, προκειμένου να επιτευχθεί η ανταγωνιστική βιωσιμότητα.

Αντίστοιχα, στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα η δραστηριότητα των Ε&Σ αυξήθηκε κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Οι κυριότεροι παράγοντες που ενθάρρυναν αυτό το αρχικό κύμα Ε&Σ ήταν :

α) η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, ως εφαρμογή των ευρωπαϊκών κανονισμών που έδινε το έναυσμα για Ε&Σ,

β) η εκμετάλλευση των Ε&Σ ως στρατηγική διαχείρισης για την αύξηση της κερδοφορίας, με την ενίσχυση της δύναμης στην αγορά και τη βελτίωση της αποδοτικότητας,

γ) η χρησιμοποίηση των Ε&Σ από τα τραπεζικά στελέχη για την ενίσχυση ή την υπεράσπιση της προσωπικής τους ισχύος και θέσης.

Οι ελληνικές τράπεζες, τα πρώτα χρόνια της περιόδου που εξετάσαμε, παρουσίασαν αξιόλογους ρυθμούς ανάπτυξης εργασιών, ικανοποιητική κερδοφορία και ισχυρή περιφερειακή παρουσία στη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Η εικόνα τους αυτή οφειλόταν σε σημαντικό βαθμό στους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας, στην απελευθέρωση των αγορών, στα χαμηλά επιτόκια και στις συνθήκες νομισματικής σταθερότητας που ακολούθησαν την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, αλλά και στον σημαντικό βαθμό εξυγίανσης και εκσυγχρονισμού των τραπεζών που συνοδεύτηκε από ένα κύμα Ε&Σ εξαγορών την περίοδο αυτή.

Από την ανάλυση των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, έγινε φανερή η σημαντική συμβολή των Ε&Σ στη μεταβολή του ενεργητικού των πέντε τραπεζών, η συνολική άνοδος του οποίου ξεπέρασε το 1000%. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι Όμιλοι της Eurobank και της Πειραιώς, οι οποίοι μέσω Ε&Σ αύξησαν σημαντικά τα μεγέθη μέσα σε χρονικό διάστημα λιγότερο των 10 ετών και κατέφεραν να ανταγωνίζονται τραπεζικούς Ομίλους με μεγάλη ιστορία, όπως της Εθνικής και της Alpha Bank. Βέβαια, σημαντική ήταν και η συμβολή της πιστωτικής επέκτασης των ελληνικών τραπεζών, που προερχόταν κυρίως από τη λιανική τραπεζική (στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια). Οι χορηγήσεις στο διάστημα 2002-2007 αυξάνονταν με γρήγορους ρυθμούς τόσο στο εσωτερικό, όσο και στις ξένες αγορές, μετά τη δυναμική επέκταση πολλών τραπεζών σε χώρες της ΝΑ Ευρώπης. Στη συνολική άνοδο του ενεργητικού οδήγησαν, επιπλέον, και οι αυξήσεις των υπεραξιών που προέκυψαν από τις πολλές εξαγορές και συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο αυτή. Στην περίοδο της οικονομικής κρίσης το μέγεθος του ενεργητικού των τραπεζικών ομίλων αποκλιμακώνεται.

Αλματώδης ήταν και η αύξηση της κερδοφορίας των Ομίλων των τραπεζών, έως το 2007, με τους τόκους να αντιπροσωπεύουν τη μεγαλύτερη πηγή εσόδων. Αυτό φαίνεται εμφανώς από τον δείκτη καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου, ο οποίος κρίνεται ικανοποιητικός για όλους τους Ομίλους. Ο δανεισμός των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων αυξήθηκε με υψηλούς ρυθμούς, προσφέροντας υψηλά περιθώρια κέρδους στα πιστωτικά ιδρύματα. Συμβολή στην άνοδο της κερδοφορίας είχαν και οι επενδύσεις στην ΝΑ Ευρώπη. Οι ελληνικές τράπεζες διέκριναν από πολύ νωρίς τις ευκαιρίες και φρόντισαν να αναπτύξουν δίκτυα και τεχνογνωσία στις ταχέως αναπτυσσόμενες αγορές της ΝΑ Ευρώπης.

Την ίδια περίοδο, οι δείκτες αποδοτικότητας και κερδοφορίας, βρίσκονταν σε ικανοποιητικά επίπεδα ακολουθώντας σε κάποιες περιπτώσεις (πχ ROA) ανοδική και σε άλλες σταθερή πορεία. Οι τιμές τους μεταξύ των ομίλων των τραπεζών είχαν μικρές αποκλίσεις. Εξάριση αποτελεί ο Όμιλος της Εμπορικής Τράπεζας, της οποίας η αποδοτικότητα και η κερδοφορία διέφεραν σημαντικά. Αυτό οφείλεται στο ότι σε ορισμένα έτη της περιόδου που εξετάζουμε παρουσίασε ζημίες.

Αναφορικά με τα ίδια κεφάλαια γίνεται αντιληπτό το ενδιαφέρον των τραπεζών στην κεφαλαιακή επάρκεια και στην θωράκιση των ισολογισμών τους, με συχνές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Αν και τα ίδια Κεφάλαια των τραπεζών αντιπροσωπεύουν μικρό ποσοστό των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων, αυτά καθίσταντο επαρκή αναφορικά με τους δείκτες που επέβαλε το εποπτικό σύστημα (Μελέτη Οικονομικού Επιμελητηρίου Ελλάδος, 2010). Όπως προαναφέραμε, ο δείκτης



IK/Ενεργητικό των τραπεζικών ομίλων χαρακτηρίζεται ικανοποιητικός για όλη τη χρονική περίοδο που εξετάσαμε.

Παρόλο που η κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζών είναι υψηλή, τα ξένα κεφάλαια, και συγκεκριμένα οι καταθέσεις, αποτελούν τη βασική πηγή χρηματοδότησής τους. Όπως προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις, το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων ξεπερνά το 90% του συνόλου των κεφαλαίων. Οι καταθέσεις σχεδόν τετραπλασιάστηκαν στην υπό εξέταση περίοδο με τη μεγαλύτερη άνοδο τους να πραγματοποιείται έως το 2007, πριν δηλαδή το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Η πορεία του χρηματοοικονομικού συστήματος, επομένως, μέχρι το 2007 υπήρξε δυναμική και ραγδαία. Τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης των ελληνικών τραπεζών, όμως, ήρθε να ανακόψει η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση, που ξέσπασε στα τέλη του 2007. Οι επιπτώσεις της κρίσης στην Ελλάδα ήταν σίγουρα σημαντικές. Βραχυπρόθεσμα η Ελλάδα μπόρεσε να αντεπεξέλθει καλύτερα στην κρίση από ό,τι οι ευρωπαϊοί εταίροι της (Χαρδούβελης Γ., 2009), κυρίως λόγω του ισχυρού τραπεζικού συστήματος που άντεξε αρχικά στο εξωτερικό «χρηματοπιστωτικό σοκ». Ο βασικότερος λόγος που οι ελληνικές τράπεζες έδειξαν ανθεκτικότητα απέναντι στην κρίση ήταν το ότι δεν είχαν τα «τοξικά ομόλογα» στο χαρτοφυλάκιο τους. Επιπλέον, σημαντικό ρόλο στη αντιμετώπιση της κρίσης έπαιξε και ο έγκαιρος σχηματισμός προβλέψεων έναντι επισφαλών απαιτήσεων (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2010), όπως παρατηρήθηκε και από τη διαχρονική αύξηση των δεικτών Προβλέψεις/Λειτουργικά έσοδα και Προβλέψεις/Ενεργητικό.

Για όλους αυτούς τους λόγους που αναφέραμε οι ελληνικές τράπεζες ξεπέρασαν αρχικά σχεδόν ανώδυνα την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Ωστόσο, στη συνέχεια δοκιμάστηκαν από την εγχώρια δημοσιονομική κρίση και οι επιπτώσεις τελικά φάνηκαν να είναι τόσο σοβαρές, ώστε να απειλείται σήμερα το μέλλον των ελληνικών τραπεζών. Οι συνεχείς υποβαθμίσεις που υπέστη το Ελληνικό Δημόσιο, οδήγησαν αναπόφευκτα και σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών και των θυγατρικών τους. Στο πλαίσιο των εντεινόμενων ανησυχιών για το δημοσιονομικό μέλλον της Ελλάδος, η εκροή καταθέσεων είναι συνεχής και όπως ήταν αναμενόμενο ένα τεράστιο πρόβλημα ρευστότητας δημιουργήθηκε που δεν ήταν άμεσα αντιμετωπίσιμο.

Η εκροή των καταθέσεων χειροτέρευσε τον δείκτη χορηγήσεων προς καταθέσεις των τραπεζών. Από τους υπολογισμούς του δείκτη που πραγματοποιήθηκαν στο κεφάλαιο 5 της εργασίας, προκύπτει ότι η ρευστότητα των τραπεζών ήταν ήδη οριακή και πριν την κρίση, με τον δείκτη να είναι για τις περισσότερες τράπεζες κοντά στη μονάδα. Σε ορισμένες περιπτώσεις μάλιστα το δανειακό χαρτοφυλάκιο των τραπεζών είχε

επεκταθεί πέρα από τις καταθέσεις. Την τετραετία 2005-2008 αυξήθηκε σημαντικά ο δείκτης. Πάντως πρέπει να επισημανθεί ότι ο δείκτης παρέμενε πάντα χαμηλότερος σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη των ευρωπαϊκών ομίλων. Για παράδειγμα ο μέσος όρος των ευρωπαϊκών ομίλων το 2007 ήταν 127% (Γεωργικόπουλος Ν, 2009).

Οι επιπτώσεις της κρίσης έγιναν εμφανείς στην κερδοφορία των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών, η οποία το 2008, και μετά από την εντυπωσιακή άνοδο των προηγούμενων ετών, υποχώρησε σημαντικά. Η μείωση της κερδοφορίας ήταν μικρότερη σε επίπεδο ομίλων από ό,τι σε επίπεδο τραπεζών, καθώς τα έσοδα από τις διεθνείς δραστηριότητες των τραπεζικών ομίλων συνέχισαν να επιδρούν θετικά (χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η συνεισφορά των κερδών της Finansbank στον Όμιλο της Εθνικής.) Τα περιορισμένα έσοδα από την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης, τα προσφερόμενα υψηλά επιτόκια για τη διακράτηση των καταθέσεων καθώς και η σημαντική αύξηση των προβλέψεων για τα επισφαλή δάνεια οδήγησαν σε μια σημαντική υποχώρηση των κερδών αλλά και στην παρουσίαση ζημιών.

Απόρροια των ανωτέρω ήταν η επιδείνωση βασικών δεικτών αποδοτικότητας. Όπως προέκυψε από την ανάλυση των αριθμοδεικτών στο κεφάλαιο 5 της εργασίας, τόσο ο ROA, όσο και ο ROE μειώθηκαν αρκετά τη περίοδο 2008-2012, παρουσιάζοντας αρνητικές τιμές την περίοδο 2011-2012.

Η μόνη λύση είναι η ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων τους, που αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί είτε με αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ή με την αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου.

Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ήταν δύσκολο να επιτευχθούν καθώς οι τιμές των μετοχών εμφάνιζαν πολύ χαμηλές αποτιμήσεις, οπότε αποφασίστηκε να προχωρήσει η αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου με την πραγματοποίηση Ε&Σ. Αναλυτές υποστηρίζουν γενικά ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, εκτός από την ενίσχυση των Ιδίων Κεφαλαίων και του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, συμβάλλουν (Βλάμης Π, 2010):

- Στην ευκολότερη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.
- Στην ενίσχυση της ανταγωνιστικής θέσης της τράπεζας που θα προκύψει από την εξαγορά ή τη συγχώνευση.
- Στη μείωση του λειτουργικού κόστους.
- Στην απόκτηση τεχνογνωσίας για τον σχεδιασμό και παροχή νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων.
- Στη χρησιμοποίηση εξελιγμένων μεθόδων διαχείρισης χρηματοοικονομικών κινδύνων.
- Στην αύξηση της απόδοσης των μετοχών, εάν η τράπεζα καταφέρει να διευρύνει τα κέρδη της μετά τη συγχώνευση.

Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα καθώς και η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, αναμένεται ότι θα αποκαταστήσει σταδιακά την εμπιστοσύνη των αγορών και των καταθετών. Η βελτίωση της κεφαλαιακής θέσης και της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών θα τους επιτρέψει να συνεχίσουν να στηρίζουν την πραγματική οικονομία, συμβάλλοντας έτσι στη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος. Τα στοιχεία αυτά έχουν εξαιρετική σημασία για την αποκατάσταση θετικών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Σε κάθε περίπτωση το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα φαίνεται να εισέρχεται σε μια νέα, ενδιαφέρουσα φάση. Η ιστορία θα δείξει αν ο «γίγαντας» της τελευταίας εικοσαετίας στηρίχθηκε σε «πήλινα πόδια» ή σε στέρεες βάσεις που θα του επιτρέψουν να πραγματοποιηθεί το θαύμα που όλοι αναμένουν και να βγει ακόμη πιο ισχυρός μέσα από τις διεργασίες που πιθανόν να συμβούν στο μέλλον.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Agrawal, A. and Jaffe, J., (2000). *The post-merger performance puzzle*, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol.1, p.7-41.
2. Andrade G., Mitchell M. and Stafford E., (2001). *New evidence and perspectives on mergers*. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, p.103-120.
3. Asquith, P., Bruner, R. and Mullins, D., (1983). *The gains to bidding firms from merger*. *Journal of Financial Economics*, Vol.11, p.121-139.
4. Auerbach, A. J. (1988). *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: The University of Chicago Press.
5. Aw, M.S.B., and Chatterjee, R.A., (2004). *The performance of UK acquiring large cross border and domestic takeover targets*. *Applied Financial Economics*, Vol.14, p.337-349.
6. Baradwaj, B.G., Dubofsky, D.A. and Fraser, D.R., (1996). *Defensive acquisitions in the banking industry: The takeover premium hypothesis*. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 20, No.2, p.13-21.
7. Barron's Educational Series, *Dictionary of Accounting Terms*, (2005).
8. Berger, A.N., Humphrey, D.B. (1991), *The dominance of inefficiencies over scale and product mix economies in banking*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 28 No.2.
9. Borghese, R. J., & Borgese, P. F. (2002). *M&A from Planning to Integration, Executing Acquisitions and Increasing Shareholder Value*. New York: McGraw-Hill.
10. Bradley, M. and Jarrell, G., (1988). *Knights, raiders and targets: The impact of the hostile takeover*. New York: Oxford University Press.
11. Campbell A. & Goold M. (September–October, 1998). *Desperately Seeking Synergy*. *Harvard Business Review*, p. 131-143.
12. Cartwright, S. & Cooper, C. L. (2000). *Managing mergers, acquisitions, and strategic alliances: integrating people and cultures*. Oxford: Butterworth-Heinemann
13. Cartwright, S. and Cooper, C., (2000). *HR Know-How in mergers and acquisitions*. Institute of Personnel and Development, London, 116p.
14. Chatterjee, R.A., (2000). *The financial performance of companies acquiring very large takeover target*, *Applied Financial Economics*, Vol.10, p.185-191.
15. Clemente, N.M., and Greenspan, S. D. (1998). *Winning through merger and acquisition*. Διαθέσιμο: [media.wiley.com/product\\_data/excerpt/19/04714110/0471411019.pdf](http://media.wiley.com/product_data/excerpt/19/04714110/0471411019.pdf)
16. Demsetz, H. and Lehn, K., (1985). *The structure of corporate ownership: Causes and consequences*. *The Journal of Political Economy*, Vol.93, No.6, p.1155-1177.
17. DePamphilis, D. M. (2003). *Mergers, Acquisitions and other Restructuring Activities, an integrated approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*. San Diego: Academic Press.
18. Dodd, P., (1976). *Company takeovers and the Australian equity market*. *Australian Journal of Management*, Vol.1, p.15-35.

19. Dullard, S. and Hawtrey, K., (2008), *Do acquirer company returns improve after a takeover? Empirical evidence for Australia*. Applied Financial Economics Letters, Vol.4, Issue 1, p.65-69.
20. European Central Bank, *Mergers and Acquisitions involving the EU banking industry – facts and implications*, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), December 2000.
21. European Central Bank, *EU Banking Structure*, 11/2002, 10/2005, 11/2013.  
Διαθέσιμο: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
22. Fama, Eugene F., (1998). *Market Efficiency, long-term Returns, and behavioral finance*. Journal of Financial Economics, Vol.49, p.283-306.
23. Financial performance, (3 May 2008). Investopedia.  
Διαθέσιμο: <http://www.investopedia.com/terms/f/financialperformance.asp>
24. Franks, J., Harris, R. and Titman, S., (1991). *The post merger share-price performance of acquiring firms*. Journal of Financial Economics, Vol.29, p.81-96.
25. Hagendorff, J., Collins, M. and Keasey, K., (2007). *Bank deregulation and acquisition activity: the cases of the US, Italy and Germany*. Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 15, No. 2, p.199-209.
26. Hannan, T.H. and Rhoades, S.A., (1987). *Acquisition targets and motives: the case of the banking industry*. The Review of Economics and Statistics, Vol.69, No.1, p.67-74.
27. Hartley, R. F. (2011). *Management Mistakes and Successes*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.
28. Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. (1997). *Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris*. Administrative Science Quarterly, issue 1, pp.103-127.
29. Healy, P.M., Palepu, K.G. and Ruback, R.S., (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* Journal of Financial Economics., Vol.31, p.135-175.
30. Healy, P.M., Palepu, K.G. and Ruback, R.S., (1997). *Which takeovers are profitable? Strategic or financial?*, Sloan Management Review, Summer 1997, p.45-57.
31. Higson, C. and Elliott, J., (1998). *Post-takeover returns: the UK evidence*, Journal of Empirical Finance, Vol.5, p.27–46.
32. Hitt, A. M., Harrison, S. J. & Ireland, R. D. (2001). *Mergers and Acquisitions – A Guide to Creating Value For Shareholders*. New York: Oxford University Press.
33. Jensen, M. C. (1984, 11/12). *Takeovers: Folklore and Science*. Harvard Business Review, Vol. 62 (Issue 6), pp. 109-121.
34. Jensen, M.C. and Ruback, R.S., (1983). *The market for corporate control*. Journal of Financial Economics, Vol.11, p.5-50.
35. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., McKinsey & Company (2010), *Valuation, measuring and managing the value of companies*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.
36. Limmack, R.J., (1991). *Corporate mergers and shareholder wealth effects:(1977-1986)*. Accounting and Business Research, Vol.21, p.239-251

37. Lin, B-W., Hung, S-C. and Li, P-C., (2006). *Mergers and acquisitions as a human resource strategy: Evidence from US banking firms*. International Journal of Manpower, Vol. 27, No.2, p.126-142.
38. Lindblom, T. and Von Koch, C., (2002). *Cross-border bank mergers and acquisitions in the EU*. The Service Industries Journal, Vol.22, No.4, October, p.41-72.
39. Marks, M. L. and Phillip H. M. (1997). *Revisiting the Merger Syndrome: Dealing with Stress*. Mergers & Acquisitions. p 21-27.
40. Mc Dougal, F., Round, D., Crouch, A. and Writh, A., (1986). *The effects of mergers and takeovers in Australia*. Australian Institute of Management, Victoria.
41. Mueller D.C. and M.L Sirower, (2003). *The causes of mergers: Tests based on the gains to acquiring firm's shareholders and the size of premia*. Managerial and Decision Economics 24 (5): 373-394
42. Palia, D., (1994). *Recent Evidence on bank mergers, Financial Markets, Institutions and Instruments*. Vol.3, p.26-59.
43. Ravenscraft, D. and Scherer, F., (1989). *The profitability of mergers*. Journal of Industrial Economics, Vol.7, p.101-116.
44. Roll, R., (1986). *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. Journal of Business, Vol. 59, No. 2, p.197-216.
45. Schranz, M.S., (1993). *Takeovers improve firm performance: Evidence from the banking industry*. The Journal of Political Economy, Vol.101, No.2, p.299-326.
46. Schwert, G. W. (2000). *Hostility in Takeovers: Journal of Finance*, Vol. 55 (issue 6), pp. 2599-2640.
47. Sherman, A. J., & Hart, M. A. (2006). *Mergers and Acquisitions from A to Z*. New York: Amacom.
48. Singh, A., (1971). *Takeovers: their relevance to the stock market and the theory of the firm*, Cambridge University Press.
49. Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisition*. Harlow: Pearson Education Limited.
50. Tan, H.B. and Hooy, C.W., (2003). *Bank merger and bank stock volatility: A post - Announcement analysis*. University Putra Malaysia, Vol.30, No.4, p.29-47.
51. Walter, T., (1984) *Australian takeovers: Capital market efficiency and shareholder risk and return*. Australian Journal of Management, Issue 9 (Special Issue), p.63-118.
52. Warner, M. (2002). *International Encyclopedia of Business and Management (2<sup>nd</sup> ed.)* London: Thomson Learning.
53. Weston, J. F., & Mansinghka, S. K. (1971). *Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms*. The Journal of Finance, Vol. 26 (issue 4), pp. 919-936.
54. Weston, J. F., Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Upper Saddle River: Perason Education Inc.

55. Αθανασόγλου Παναγιώτης, Γεωργίου Ευαγγελία, Σταϊκούρας Χρήστος, (2008), *Assesing Output and Productinivity Growth in the Banking Industry*. Working Papers 92, Bank of Greece.
56. Βασιλείου Δ. (1999). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*. Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο ΕΑΠ, Πάτρα.
57. Βλάμης Πρόδρομος (08/2010). *Συγκέντρωση στον τραπεζικό κλάδο*, Καθημερινή. Διαθέσιμο: [news.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_economy\\_1\\_14/08/2010\\_411448](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economy_1_14/08/2010_411448)
58. Γαλιάτσος Κ., Λιαργκόβας Π., Σαχινίδης Φ., Τασάκος Κ., *Εισαγωγή στις τραπεζικές σπουδές*, Τόμος Α, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2006.
59. Γεωργιάδης Ηρ. Νικόλαος (12/1999). *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, Εταιρική Στρατηγική*.
60. Γεωργικόπουλος Νικόλαος (08/2009). *Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί: Ποιοί θα ηγηθούν μετά την κρίση; Χρήμα*. Διαθέσιμο: [www.hrma.gr/article.asp?view=729&ref=724](http://www.hrma.gr/article.asp?view=729&ref=724)
61. Ελληνική Ένωση Τραπεζών (07/2010). *Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2009*. Διαθέσιμο: [www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapeziko2010-FullForWeb.pdf](http://www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapeziko2010-FullForWeb.pdf)
62. Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος, Πασιούρας Φώτιος, (2004). *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*. Financial Engineering Laboratory, Πολυτεχνείο Κρήτης.
63. Κόντος Γ., 2007. *Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών Leasing & Factoring*, Εκδόσεις Διπλογραφία.
64. Κοσμιδίου Κυριακή, 2006. *Μια Χρηματοοικονομική Ανάλυση των Τραπεζικών Ιδρυμάτων Σήμερα*, Banking and Finance.
65. Λιαργκόβας Π, Ρεπούσης Σ. (2011). *Κρίση, Δανεισμός και Χρεοκοπία*. Αθήνα, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ.
66. Οικονομικό Επιμελητήριο Ελλάδος (Ιούλιος 2010). *Μελέτη για τη μορφολογία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση*. e-forologia. Διαθέσιμο: [www.e-forologia.gr/cms/viewContents.aspx?id=75189](http://www.e-forologia.gr/cms/viewContents.aspx?id=75189)
67. Παγουλάτος Γ., Τριαντόπουλος Χ. (2009). *The Return of the Greek Patient: Greece and the 2008 Global Financial Crisis*, pp. 37-43.
68. Παπαϊωάννου Γ., *Συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων και Επιτροπή Ανταγωνισμού*, Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, Γ τρίμηνο 1998.
69. Παπούλιας Γ. (2000). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*., Αθήνα.
70. Ρομποτής Γεράσιμος (2003). *Η στρατηγική των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών στον Τραπεζικό κλάδο: Η περίπτωση του Ομίλου της Alpha Bank*. Διαθέσιμο: [www.agii.gr/repository/upload/POMΠΟΤΗΣ2.pdf](http://www.agii.gr/repository/upload/POMΠΟΤΗΣ2.pdf).
71. Τσιώνας Μ. (2003), *Inflation and Productivity: Empirical Evidence from Europe*. Review of International Economics, 11 (1), 2003, 114-129.
72. Τσιώνας Μ., Χριστόπουλος Δ. (2003). *Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests*, Journal of Development Economics, 73, 2003, 55-74.

73. Χαρδούβελης Γίκας (03/2009). *Επιπτώσεις και προοπτικές της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης στην ευρύτερη περιοχή μας. Βήμα Online.*

Διαθέσιμο: [www.tovima.gr/default.asp?pid=2&artid=259907&ct=3&dt=18/03/2009](http://www.tovima.gr/default.asp?pid=2&artid=259907&ct=3&dt=18/03/2009)

#### **Διαδικτυακοί Τόποι**

- [www.alpha.gr](http://www.alpha.gr)
- [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)
- [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- [www.emporiki.gr](http://www.emporiki.gr)
- [www.eurobank.gr](http://www.eurobank.gr)
- [www.findbiz.gr](http://www.findbiz.gr)
- [www.hba.gr](http://www.hba.gr)
- [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- [www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com)
- [www.nbg.gr](http://www.nbg.gr)
- [www.piraeusbank.gr](http://www.piraeusbank.gr)