

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

**Η επίδραση των Τραπεζικών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις τιμές
των μετοχών: Η περίπτωση της Ελλάδας**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από την

Μπουζάκη Σωτηρία

Ηράκλειο

Ιούνιος 2015

«Η μεταπτυχιακή φοιτήτρια που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Copyright © - Σωτηρία Ε. Μπουζάκη, Ιούνιος 2015.

« Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική».

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Καθηγητής Φλώρος Χρήστος (Επιβλέπων)
- Αναπληρωτής Καθηγητής Σταματόπουλος Θεόδωρος (Μέλος)
- Καθηγήτρια Ψιμάρνη Βούλγαρη Φωτεινή(Μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.»

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Με την περάτωση της διπλωματικής μου, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον Καθηγητή κύριο Φλώρο Χρήστο, αρχικά για την αποδοχή από μέρους του να επιβλέψει την παρούσα εργασία και δευτερευόντως για την καθοδήγηση, τα σχόλια και τις παρατηρήσεις του, καθώς και την πολύτιμη βοήθεια που μου πρόσφερε απλόχερα στα πλαίσια της εμπειρικής έρευνας.

Εξίσου νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω τα μέλη της επιτροπής Αναπληρωτή Καθηγητή κύριο Σταματόπουλο Θεόδωρο και την Καθηγήτρια κυρία Ψιμάρνη Βούλγαρη Φωτεινή, για τις πολύτιμες γνώσεις που μου μετέδωσαν κατά τη διάρκεια των σπουδών μου. Επίσης την απέραντη ευγνωμοσύνη μου εκφράζω στους κυρίους Τερζάκη Δημήτριο και Αρβανίτη Σταύρο, που μου έκαναν την τιμή να με επιλέξουν να παρακολουθήσω το μεταπτυχιακό πρόγραμμα «Λογιστική και Ελεγκτική».

Την παρούσα εργασία αφιερώνω στην οικογένειά μου, που με στήριξε και μου συμπαραστάθηκε ηθικά και υλικά και ιδιαίτερα στα παιδιά μου, για τις ώρες που δεν ήμουν κοντά τους και στον σύζυγό μου, που χωρίς τη δική του βοήθεια, ανοχή και υπομονή, δε θα ήταν δυνατή η ολοκλήρωση αυτής της προσπάθειας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός: Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να μελετήσει την επίδραση, που έχει η ανακοίνωση της απόφασης για πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, στην απόδοση των τραπεζικών μετοχών των τεσσάρων συστημικών ελληνικών τραπεζών κατά την περίοδο 2004 – 2014. Επίσης, εξετάζεται η λειτουργική απόδοση πέντε αγοραστριών τραπεζών, οι οποίες πραγματοποίησαν συμφωνίες την τριετία 2006 -2008.

Σχεδιασμός / μεθοδολογία / προσέγγιση: Με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων εκτιμάται ένα απλό οικονομετρικό μοντέλο, ώστε να εξετάσουμε την αντίδραση των τιμών των τραπεζικών μετοχών στην ανακοίνωση συμφωνιών Σ&Ε. Η μελέτη της λειτουργικής απόδοσης των τραπεζών, που συμμετείχαν σε συμφωνίες εξαγορών, γίνεται με τη μέθοδο αξιολόγησης βάσει λογιστικών στοιχείων, με την ανάλυση έντεκα χρηματοοικονομικών δεικτών. Η θεωρία που διέπει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και η παρουσίαση των εμπειρικών αποτελεσμάτων μιας σειράς σχετικών ερευνών, πλαισιώνουν την παρούσα εργασία.

Ευρήματα: Τα ευρήματα έδειξαν ότι η ανακοίνωση της απόφασης για μια επικείμενη συγχώνευση ή εξαγορά έχει μικρή, αλλά θετική επίδραση στην απόδοση των μετοχών για την πλειοψηφία των τραπεζών, ενώ η λειτουργική απόδοση για τις περισσότερες αγοράστριες τράπεζες δεν βελτιώθηκε μετά τις εξαγορές.

Περιορισμοί έρευνας / επιπτώσεις: Η συμπεριφορά των επενδυτών επηρεάζεται πολλές φορές από κερδοσκοπικές ενέργειες, τυχαία γεγονότα και λανθασμένες προσδοκίες. Μικροοικονομικοί και μακροοικονομικοί παράγοντες ενδέχεται να επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, όπως επίσης και τις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών, με αποτέλεσμα ο ερευνητής να οδηγείται σε μη ασφαλή συμπεράσματα.

Πρωτοτυπία / αξία: Η παρούσα εργασία αναδεικνύει τη σημαντικότητα ύπαρξης υγιούς και ασφαλούς οικονομικού κλίματος, μέσα στο οποίο οι ενδιαφερόμενοι θα επενδύουν και θα επιχειρούν. Επίσης, τονίζεται η σημασία του χρόνου, που απαιτείται για να επιτευχθούν θετικές συνέργειες από τις Σ&Ε.

Λέξεις κλειδιά: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Συστημικές Τράπεζες, Αποδοτικότητα, Ανακοινώσεις, Τιμές Μετοχών.

ABSTRACT

Purpose - The purpose of this paper is to study the effect of the announcement regarding the decision to carry out a merger or acquisition, on the performance of the bank shares of four systemic Greek banks. The time frame for the study is the period between 2004 and 2014. Furthermore, the operating efficiency of five acquiring banks, which achieved agreements during the three years from 2006 to 2008, is also discussed.

Design/methodology/approach - Using OLS methodology, a simple econometric model is estimated in order to examine bank's stock price reaction to the announcement of M&A deals. The study of the operating efficiency of banks, that participated in acquisition agreements, is approached using the operating performance methodology and analysing eleven financial ratios. The theory governing mergers and acquisitions and the review of empirical results of a series of relevant research, framing this work.

Findings - The findings of the research have demonstrated that the announcement of the decision for an impending merger or acquisition has a small but positive effect on stock performance for the majority of banks, while the operating efficiency of most acquiring banks has not improved after the acquisitions. The results coincide with those of the international literature.

Limitations - The behavior of investors is often influenced by speculation, random events and wrong expectations. Microeconomic and macroeconomic factors may affect share prices, as well as the financial statements of banks, so the researcher is led to uncertain conclusions.

Originality / value - This work highlights the importance of a safe and healthy economic climate to exist, in which stakeholders will invest and operate. Also stresses the importance of the time, required to achieve positive synergies from M & A.

Key words: Mergers and Acquisitions, Systemic Banks, Efficiency, Announcements, Stock Prices.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....**ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....**ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

ABSTRACT**ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....**ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....**ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

1. ΟΡΙΣΜΟΙ – ΕΙΔΗ**ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

2.ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .**ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

2.1 ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ.. **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

2.1.1 ΠΡΩΤΟ ΚΥΜΑ..... **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

2.1.2 ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΥΜΑ (ΔΕΚΑΕΤΙΑ 1920) **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

2.1.3 ΤΡΙΤΟ ΚΥΜΑ (ΔΕΚΑΕΤΙΑ 1960) **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

2.1.4 ΤΕΤΑΡΤΟ ΚΥΜΑ **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

2.1.5 ΠΕΜΠΤΟ ΚΥΜΑ..... **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

2.1.6 ΕΚΤΟ ΚΥΜΑ **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

2.2 ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

2.3 ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΈΝΩΣΗ..... **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

3. ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ... **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

3.1 ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (EFFICIENCY THEORY).... **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

- 3.1.1 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΕΙΕΣ (OPERATIONAL SYNERGIES) .. **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 3.1.2 ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΕΙΕΣ (MANAGERIAL SYNERGIES)..... **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 3.1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΕΙΕΣ (FINANCIAL SYNERGIES)
..... **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 3.2 ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΜΟΝΟΠΩΛΙΟΥ (MONOPOLY THEORY) . **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 3.3 ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΕΠΙΔΡΟΜΕΑ (RAIDER THEORY) **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 3.4 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (VALUATION THEORY) .. **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 3.5 ΘΕΩΡΙΑ «ΤΟΥ ΧΤΙΣΙΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΑΥΤΟΚΡΑΤΟΡΙΑΣ» (EMPIRE BUILDING THEORY) **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 3.6 ΕΞΕΛΙΚΤΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ (PROCESS THEORY) **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 3.7 ΘΕΩΡΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΙΑΤΑΡΑΧΩΝ (ECONOMIC DISTURBANCE THEORY) **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 4.ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ
.....**ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 4.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 4.2 Σ & Ε ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 4.2.1 Η ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΤΟΥ 90 **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 4.2.2. Η ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΤΟΥ 2000 **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 4.2.3 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 4.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ **ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**
- 4.3.1. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ..... **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 4.3.2 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ..... **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 4.3.3 ALPHA BANK **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**
- 4.3.4 EUROBANK **Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.**

4.4 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΑ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
4.5 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
4.5.1 ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ.....	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
4.5.2 ΠΑΝΕΛΛΗΝΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
4.6 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ Σ & Ε ΣΤΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
5.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ Σ & Ε	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
5.1.1. ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (ACCOUNTING BASED OPERATIONAL PERFORMANCE EVALUATION)	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
5.1.2. ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΑΝΤΩΝ (ABNORMAL RETURNS OR EVENT STUDIES METHODOLOGY)	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
5.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
5.2.1 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ Σ & Ε ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
5.2.2 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ Σ & Ε ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ. Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.	
6. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
6.1. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
6.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.
7. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.

**7.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ..... ΣΦΑΛΜΑ!
ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

**7.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ - ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ..... ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.**

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ....ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1	9
Διάγραμμα 2	13
Διάγραμμα 3	16
Διάγραμμα 4	20
Διάγραμμα 5	42
Διάγραμμα 6	44

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1	19
Πίνακας 2	34
Πίνακας 3	36
Πίνακας 4	37
Πίνακας 5	40
Πίνακας 6	70
Πίνακας 7	77
Πίνακας 8	77
Πίνακας 9	78
Πίνακας 10	78
Πίνακας 11	80

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στις επιδόσεις της οικονομίας κάθε χώρας. Την τελευταία 25ετία με την παγκοσμιοποίηση, την είσοδο της χώρας μας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος, πραγματοποιήθηκε ο μεγαλύτερος αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ & Ε) στον κλάδο των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ο συνεχώς αυξανόμενος ανταγωνισμός είχε ως αποτέλεσμα την απελευθέρωση του κανονιστικού πλαισίου και τον εκσυγχρονισμό του ελληνικού τραπεζικού τομέα. Συνέπεια αυτών, ήταν να υφίστανται τραπεζικοί όμιλοι και μικρότερα ιδρύματα, που συνέβαλαν στην εκκίνηση της ελληνικής οικονομίας, στη χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών και στη δημιουργία ενός κλίματος ευημερίας, το οποίο τυγχάνει σήμερα έντονης αμφισβήτησης.

Επτά χρόνια μετά τη χρεοκοπία της Lehman Brothers, που πυροδότησε την παγκόσμια χρηματοπιστωτική και δημοσιονομική κρίση, οι ελληνικές τράπεζες ούσες ο πυρήνας του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος, επηρεάστηκαν από τις μακροοικονομικές και μικροοικονομικές συνθήκες της χώρας, που επηρέασαν άμεσα τη λειτουργία και αποδοτικότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Την τελευταία τριετία ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος αναδιατάχθηκε ριζικά με τις τράπεζες να επιδίδονται σε σημαντικές κινήσεις συγκέντρωσης.

Κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής κρίσης, η ανακοίνωση της πρόθεσης μιας τράπεζας να αποκτήσει μια άλλη τράπεζα, θα μπορούσε να ερμηνευθεί ως ένδειξη οικονομικής υγείας, με την έννοια πως η Διοίκηση του δυνητικού αγοραστή θα προχωρούσε στη διαδικασία μιας εξαγοράς μόνο αν είχε εμπιστοσύνη στη δύναμη της τράπεζας για την οποία είναι υπεύθυνη. Οι επιτροπές που ρυθμίζουν άλλωστε θέματα ανταγωνισμού δεν επιτρέπουν σε μια τράπεζα με έλλειψη κεφαλαίων και ρευστότητας να προχωρήσει στην απόκτηση μιας άλλης, ειδικά κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Επιπλέον, πολλές είναι οι οντότητες που αναγκάζονται να πουλήσουν στοιχεία του ενεργητικού, με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας και της κεφαλαιακής τους επάρκειας. Αναμένεται, λοιπόν, από τους επενδυτές να αντιδρούν θετικά στην ανακοίνωση της εξαγοράς, η οποία μπορεί να ερμηνευθεί ως ένδειξη της

οικονομικής ισχύος, που επιτρέπει στην αγοράστρια τράπεζα να εκμεταλλευτεί τις αδυναμίες των ανταγωνιστών της.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να φωτίσει την επίδραση των Σ & Ε στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Αρχικά, παρουσιάζονται πέντε συμφωνίες εξαγορών, που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 2006-2008, με τη μελέτη να επικεντρώνεται στην ανάλυση έντεκα αριθμοδεικτών, που ελήφθησαν από τις οικονομικές καταστάσεις των αγοραζουσών τραπεζών, δύο χρόνια πριν και δύο χρόνια μετά τις συμφωνίες. Έπειτα, διερευνάται η ύπαρξη θετικής ή μη σχέσης της ανακοίνωσης μιας πραγματοποιηθείσας συγχώνευσης ή εξαγοράς με την απόδοση των μετοχών των τεσσάρων ελληνικών συστημικών τραπεζών, δηλαδή των Alpha Bank, Eurobank, Εθνική Τράπεζα και Τράπεζα Πειραιώς, κατά την περίοδο 2004-2014, εφαρμόζοντας τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων .

Η πορεία των τραπεζικών μετοχών παραδοσιακά επηρέαζε την τάση του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ, με αποτέλεσμα η διακύμανσή τους να αποτελεί συστηματικά αντικείμενο μελέτης. Είναι σημαντικό, λοιπόν, που μελετάται η αντίδραση των τραπεζικών μετοχών στις ανακοινώσεις, λαμβάνοντας υπόψη ότι οι επενδυτές επενδύουν και οι ασκούντες τη διοίκηση επιχειρούν σε ένα ιδιαίτερα εύθραυστο και ρευστό οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον. Η συμπεριφορά των τραπεζικών μετοχών στην ανακοίνωση μια συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι τέτοια, που αναδεικνύει τη σπουδαιότητα ύπαρξης ευρωστίας και καλού οικονομικού κλίματος. Ένα ομαλό οικονομικό κλίμα θα μπορούσε να συμβάλει στην καλλιέργεια ορθολογικών προσδοκιών και ορθολογικών διοικητικών αποφάσεων. Επιπρόσθετα, τα αποτελέσματα τονίζουν την ανάγκη να αντιληφθούν μέτοχοι και διοικούντες ότι οι επιπτώσεις των Σ&Ε δεν γίνονται άμεσα αντιληπτές, αλλά απαιτείται χρόνος ώστε να υπάρξουν θετικές συνέργειες. Επιπλέον, τα συμπεράσματα θα ήταν εποικοδομητικά για την ανάλυση της απόδοσης και άλλων κλάδων της εγχώριας οικονομίας ή άλλων μεσαίων οικονομιών, που υφίστανται παρόμοιες διαρθρωτικές αλλαγές.

Η παρούσα εργασία διαρθρώνεται σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος δομείται από τα κεφάλαια 1 έως 3, όπου περιγράφεται η θεωρία που διέπει γενικά τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, το κεφάλαιο 4, όπου παρουσιάζονται οι Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα από το 1990 έως σήμερα, με ιδιαίτερη αναφορά στις τέσσερις συστημικές τράπεζες, και τέλος το κεφάλαιο 5, στο οποίο

πραγματοποιείται επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας, σχετικά με την επίδραση των Σ&Ε στην αποδοτικότητα των τραπεζών καθώς και την επίδραση των ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών. Στο δεύτερο μέρος πραγματοποιείται μια εμπειρική μελέτη, που εκτείνεται στα κεφάλαια 6 και 7, όπου περιγράφονται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τα αποτελέσματα της έρευνας. Στο τέλος παρατίθενται χρήσιμα συμπεράσματα.

1. ΟΡΙΣΜΟΙ – ΕΙΔΗ

Κατά τον Κυριαζή (2007) τα είδη των Σ & Ε κατηγοριοποιούνται με βάση διάφορα κριτήρια όπως:

A) Τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης.

Με βάση το Ν.2190/20 υπάρχουν δύο είδη:

- Συγχώνευση (merger). Με τον όρο συγχώνευση νοείται η μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων σε μια άλλη έναντι ανταλλάγματος. Οι εταιρείες που μεταβιβάζουν την περιουσία τους λύνονται και οι μέτοχοί τους συχνά μένουν συνιδιοκτήτες στην καινούρια οντότητα που δημιουργείται, συμμετέχοντας πλέον στο μετοχικό κεφάλαιο της νέας εταιρείας (Αθανάσογλου & Μπρισίμης, 2004). Οι εταιρείες που συγχωνεύονται, ενώνουν και διανέμουν τα περιουσιακά τους στοιχεία με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτύχουν με τη συνένωσή τους κοινούς στόχους (Sudarsanam, 2010).
- Εξαγορά (acquisition). Κατά την εξαγορά μια επιχείρηση αγοράζει το ενεργητικό ή τα μερίδια μιας άλλης και οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης παύουν να είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης, η οποία πλέον γίνεται θυγατρική της αγοράστριας, υφίσταται δηλαδή σαν υποκείμενο δικαίου, έναντι χρηματικού ποσού.

Με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ 3), σχεδόν όλες οι μορφές των επιχειρηματικών μετασχηματισμών ενοποίησης, ανεξάρτητα από τη μορφή του ανταλλάγματος, θεωρούνται εξαγορές, εκτός από την περίπτωση εκείνη που δεν μπορεί να αναγνωριστεί ποια είναι η εξαγοράστρια και ποια η εξαγοραζόμενη, και αναγνωρίζεται μόνον η μέθοδος της απόκτησης/εξαγοράς (purchase/acquisition method).

B) Με βάση τον τρόπο προσφοράς εξαγοράς διακρίνονται σε:

- Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer). Η αγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημόσια πρόσκληση για αγορά του πλειοψηφικού συνήθως πακέτου της εταιρείας στόχου, σε συγκεκριμένη τιμή και ημερομηνία. Στην περίπτωση αυτή, δεν απαιτείται έγκριση των διοικητικών στελεχών ούτε γενική συνέλευση των μετόχων.

- Συγχώνευση (Merger)
- Proxy Fights¹ (προσπάθεια μερίδας μετόχων ή μελών της διοίκησης να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και του Δ.Σ., προτρέποντας τους μικρομετόχους να ψηφίσουν μέσω πληρεξουσίων).

Γ) Με βάση τη διάθεση (mood) της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης εταιρείας διακρίνονται σε:

- Εχθρική (Hostile): Πρόκειται για εξαγορές, με αγορά των μετοχών σε τιμές πολύ υψηλότερες από την πραγματική τους αξία, με σκοπό να καμφθούν οι αντιρρήσεις της εξαγοραζόμενης και να αποκτηθεί η μετοχική πλειοψηφία από την εξαγοράζουσα.
- Φιλική (Friendly): Πρόκειται για συμφωνίες κατά τις οποίες η επιχείρηση που αγοράζεται εκφράζει τη σύμφωνη πρόθεσή της να απορροφηθεί.

Δ) Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας διακρίνονται σε:

- Συσχετισμένες (Related mergers) που αφορούν στρατηγική συσχετισμένης διαφοροποίησης και χωρίζονται σε:
 1. Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers) που αφορούν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας. Αναφέρεται στις περιπτώσεις εκείνες, όπου οι προς συγχώνευση εταιρείες συμμετέχουν στον ίδιο κλάδο παραγωγής, με αποτέλεσμα η ποικιλία της παραγωγής των αγαθών και των υπηρεσιών τους να μη μεταβάλλεται ουσιαστικά μετά τη συγχώνευση. Η οριζόντια ολοκλήρωση αποτελεί έναν άμεσο και γρήγορο τρόπο για την είσοδο μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά. Έτσι συνοπτικά, τα κυριότερα πλεονεκτήματα της οριζόντιας συγχώνευσης αποτελούν: α) ο συνεχώς μειούμενος ανταγωνισμός στις αγορές που δραστηριοποιείται η νέα εταιρεία, β) η αδιάκοπη διεύρυνση του χαρτοφυλακίου αγαθών και υπηρεσιών της και γ) η παράλληλη διαφοροποίηση της ποιότητας των τελικών προϊόντων.
 2. Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers), που αφορούν σε διαφορετικά στάδια της αυτής παραγωγικής διαδικασίας, είτε προς τα εμπρός είτε προς τα πίσω. Με την κάθετη συγχώνευση προς τα εμπρός, ουσιαστικά επιχειρείται η διατήρηση των εμπορικών κερδών μέσα στην επιχείρηση, με την παράλληλη αποφυγή της διαρροής των κερδών της προς τους εμπορικούς συνεργάτες –

¹ Με το σύστημα αυτό, ο ιδρυτής της General Motors έχασε τη διοίκηση της εταιρείας το 1915.

μεσάζοντες της παραγωγικής της διαδικασίας. Αντίστοιχα, η κάθετη συγχώνευση προς τα πίσω παρέχει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να αναλάβει δραστηριότητες που ως εκείνη τη στιγμή αποτελούσαν προ-στάδιο της παραγωγικής της δραστηριότητας. Η κάθετη ολοκλήρωση δημιουργεί στην επιχείρηση μια δυνατότητα ελιγμού και ευελιξίας τόσο σε θέματα ποιότητας, όσο και ποιοτικού ελέγχου των επιμέρους ενδιάμεσων υποπροϊόντων που χρησιμοποιεί στην παραγωγική της διαδικασία.

- Ασυσχετίστες (unrelated mergers ή conglomerates), που αφορούν σε κλάδους δραστηριότητας που δε σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους. Συνήθως πρόκειται για συγχωνεύσεις επιχειρήσεων οι οποίες παράγουν διαφορετικά προϊόντα (συγχωνεύσεις επέκτασης προϊόντων) ή ασκούν την ίδια δραστηριότητα, αλλά σε διαφορετικές αγορές (συγχωνεύσεις επέκτασης αγορών).

Οι αγγλοσαξονικές χώρες χρησιμοποιούν πλούσια ορολογία για να περιγράψουν τα είδη των εξαγορών ή επιχειρηματικών μετατροπών. Έτσι στη διεθνή βιβλιογραφία συναντάμε τους όρους:

- Takeovers: Πρόκειται για εξαγορές, που γίνονται από επιχειρήσεις, των οποίων το μέγεθος είναι σημαντικά μεγαλύτερο από αυτό της εξαγοραζόμενης. Όταν η εξαγορά γίνεται από μικρότερη από την εξαγοραζόμενη ή όταν δημόσια επιχείρηση εξαγοράζεται από μια ιδιωτική, τότε πρόκειται για αντίστροφη εξαγορά (reverse takeover). Αυτό συνήθως συμβαίνει, όταν η δημόσια ή η μεγαλύτερη σε μέγεθος επιχείρηση, εμφανίζει σημάδια στασιμότητας και αδράνειας, ενώ η αγοράστρια είναι δυναμική, επιθυμώντας γρήγορη ανάπτυξη.
- MBOs (Management Buyouts): Απόκτηση ελέγχου που γίνεται από μια ομάδα επενδυτών που μπορεί να περιλαμβάνει διευθυντικά στελέχη και προσωπικό της επιχείρησης που πρόκειται να εξαγοραστεί.
- LBOs (Leveraged Buyouts): Απόκτηση ελέγχου από τα διευθυντικά στελέχη ή όμιλο επενδύσεων με τη χρήση δανεισμού (επενδυτικές τράπεζες, ομόλογα με υψηλές αποδόσεις αλλά χαμηλές διασφαλίσεις) Συνήθως τα δανειακά κεφάλαια ξεπερνούν το 75% της χρηματοδότησης.
- Reverse LBOs: Προσφορά μετοχών στο κοινό με δημόσια εγγραφή, με είσοδο εκ νέου στο χρηματιστήριο εταιρείας που αρχικά είχε γίνει ιδιωτική κατόπιν LBO.

Επίσης, υπάρχουν και οι αποσχίσεις εταιρειών (divestments), που αποτελούν αντίθετες κινήσεις των Σ & Ε και διακρίνονται σε:

- Sell – offs: Αποσχίσεις (πωλήσεις) τμημάτων ή επιχειρηματικών μονάδων.
- Spin – offs: Απόσχιση θυγατρικής από μητρική και δημιουργία νέας ανεξάρτητης εταιρείας.
- Split – offs: Μεταβίβαση των μετοχών της θυγατρικής σε κάποιους από τους μετόχους της μητρικής, μέσω ανταλλαγής των μετοχών που κατέχουν στη μητρική.
- Split – ups: Διαμελισμός της μητρικής σε πολλές ξεχωριστές εταιρείες και παύση ύπαρξής της.
- Carve – outs: Η μητρική μειώνει το ποσοστό ιδιοκτησίας της σε θυγατρική με δημόσια εγγραφή της θυγατρικής.

2.ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

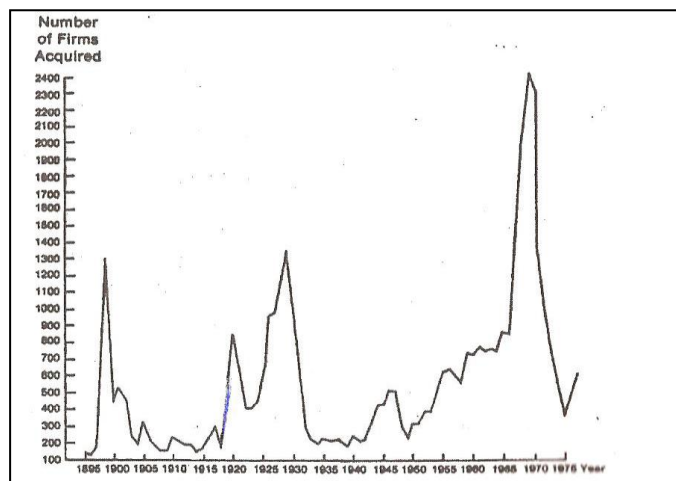
Μια από τις χαρακτηριστικότερες πτυχές του φαινομένου των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ότι αυτές εμφανίζονται σε εκρήξεις ή, όπως αποκαλούνται στη διεθνή βιβλιογραφία, σε κύματα. Τα κύματα των Σ & Ε πρωτοεμφανίστηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες, χώρα με τη μεγαλύτερη ιστορία σε συγχωνεύσεις. Στη συνέχεια, στις αρχές της δεκαετίας του '60 εμφανίστηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο και πιο πρόσφατα παρατηρήθηκαν και στην υπόλοιπη Ευρώπη. Τα αίτια πρόκλησης των κυμάτων και οι λόγοι που αυτά υποχωρούν δεν είναι πλήρως κατανοητοί, αν και έχουν αναπτυχθεί αρκετές θεωρίες που επεξηγούν τους παράγοντες που τα προκαλούν. Μια παράμετρος, που πιθανόν σχετίζεται με το φαινόμενο των κυμάτων των συγχωνεύσεων, είναι ότι τα κύματα συχνά παρατηρούνται κατά τη διάρκεια αναδιαρθρώσεων των κλάδων, καθώς παρατηρείται διαφορετικοί βιομηχανικοί κλάδοι να υφίστανται ασυνήθιστα έντονη δραστηριότητα συγχωνεύσεων σε διαφορετικές στιγμές (Sudarsanam, 2010). Άλλοι παράγοντες, που εξηγούν το φαινόμενο των κυμάτων, είναι οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες, που έχουν να κάνουν με πληροφορική, τηλεπικοινωνίες κλπ, η φιλελευθεροποίηση των αγορών και μακροοικονομικοί παράγοντες (Κυριαζής, 2007).

2.1 ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ

Παραπάνω έγινε αναφορά στο γεγονός ότι οι Ηνωμένες Πολιτείες έχουν μακράν τη μεγαλύτερη ιστορία σε αριθμό συγχωνεύσεων, οι οποίες κρατάνε από τη δεκαετία του 1890. Στο Διάγραμμα 1 διακρίνεται η πορεία των συγχωνεύσεων, σε αριθμητικούς όρους, από το 1890 έως το 1978, και γίνεται αντιληπτό ότι υπάρχουν τρεις χρονικές στιγμές κορύφωσης των συγχωνεύσεων των αμερικανικών επιχειρήσεων. Αυτές είναι το 1899 (πρώτο κύμα), το 1929 (δεύτερο κύμα) και το 1970 (τρίτο κύμα). Κατά τον Sudarsanam (2010) τα τρία κύματα χαρακτηρίζονται ως συγχωνεύσεις για μονοπώλιο (1890-1905), συγχωνεύσεις για ολογοπώλιο (δεκαετία του '20), συγχωνεύσεις για μεγέθυνση (δεκαετία του '60).

Διάγραμμα 1

Κύματα Συγχωνεύσεων Η.Π.Α., 1890-1978



Πηγή: M.S.Salter and W.A.Weinhold, *Diversification Through Acquisitions* (New York: The Free Press, 1979). Παρατίθεται από τον Sudarsanam S. *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges*. (Pearson Education Limited, 2010) σελ. 17

Βασικό χαρακτηριστικό των κυμάτων ήταν ότι εμφανίζονταν σε περιόδους οικονομικής ευημερίας και γρήγορα αυξανόμενων επιπέδων των τιμών του χρηματιστηρίου, κορυφώνονταν σε περιόδους που οι δείκτες του Χρηματιστηρίου ήταν στα ύψη και υποχωρούσαν με τις περιόδους οικονομικής ύφεσης που ακολουθούσαν τις περιόδους οικονομικής ανάκαμψης (Gilson και Black 1995).

2.1.1 ΠΡΩΤΟ ΚΥΜΑ

Το πρώτο κύμα εμφανίστηκε σε μια περίοδο οικονομικής ανάκαμψης, έπειτα από μια δεκαετία οικονομικής στασιμότητας. Στην περίοδο αυτή, η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε σε ποσοστό 100% και εκτιμάται ότι στο κύμα αυτό συγχωνεύσεων ενεπλάκη το 15% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και των εργαζομένων του βιομηχανικού κλάδου. Κύριο χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου ήταν οι οριζόντιες συνενώσεις (horizontal consolidation) με αμερικανικές επιχειρήσεις κολοσσούς, όπως η General Electric, η Eastman Kodak, η American Can, η American Tobacco και η DuPont, να πρωτοστατούν.

Λόγω της χαλαρότητας του αντιμονοπωλιακού νόμου της περιόδου, περίπου 71 ολιγοπωλιακές επιχειρήσεις μετατράπηκαν μέσω των συγχωνεύσεων σε μονοπωλιακές και πάνω από 1800 επιχειρήσεις εξαφανίστηκαν μέσω των συνενώσεων. Από τις 93 συγχωνεύσεις, για τις οποίες υπάρχουν στοιχεία, οι 72 κατείχαν τουλάχιστο το 40% του μεριδίου της αγοράς και οι 42 το 70% στον κλάδο τους (Sudarsanam, 2010). Στον Πίνακα 1 του Παραρτήματος παρατίθενται ποσοστιαία και κατά τύπο οι Σ & Ε κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος στις Η.Π.Α.

2.1.2 ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΥΜΑ (ΔΕΚΑΕΤΙΑ 1920)

Το δεύτερο κύμα είχε σαφέστατα μικρότερη επίδραση από το πρώτο κύμα, με το σύνολο των κεφαλαίων που συγχωνεύτηκαν να μην υπερβαίνουν το 10% των συνολικών κεφαλαίων. Εμφανίστηκε μετά τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο σε μια περίοδο που η αύξηση των μονοπωλίων, που δημιουργήθηκαν στην περίοδο του πρώτου κύματος, προκαλούσε τεράστια ανησυχία γεγονός που οδήγησε στην εφαρμογή αυστηρότερων αντιμονοπωλιακών νόμων².

Το δεύτερο κύμα ακολούθησε την οικονομική ανάπτυξη και την έκρηξη στην αγορά μετοχών της δεκαετίας του 1920. Αν και εξαφανίστηκαν 12.000 επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, η επίδραση στη δομή της αγοράς δεν ήταν ιδιαίτερα δραματική. Το δεύτερο κύμα παρουσίασε την ολιγοπωλιακή δομή σε πολλούς κλάδους. Κατέρρευσε το 1929 με το Χρηματιστηριακό Κραχ και στα επόμενα τέσσερα χρόνια, μέσα σε ένα κλίμα παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης, πολλές από τις επιχειρήσεις, που συγχωνεύτηκαν στην περίοδο αυτή, χρεοκόπησαν.

2.1.3 ΤΡΙΤΟ ΚΥΜΑ (ΔΕΚΑΕΤΙΑ 1960)

Με το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου ξεκίνησε μια σταθερά αυξανόμενη τάση συγχωνεύσεων και εξαγορών, η οποία κορυφώθηκε στα μέσα της δεκαετίας του '60. Οι συγχωνεύσεις κατά τη διάρκεια του τρίτου κύματος δεν ήταν μεγάλες, με μικρές

² Το 1911 το Ανώτατο Αμερικανικό δικαστήριο ζήτησε τη διάλυση της Standard Oil και τα μονοπώλια θεωρήθηκαν παράνομα.

επιχειρήσεις – αγοραστές και με έναν αντιμονοπωλιακό νόμο αρκετά αυστηρό,³ όταν με τη συγχώνευση μειώνονταν ο βαθμός ανταγωνισμού στον εκάστοτε κλάδο. Συχνό ήταν το φαινόμενο μικρού μεγέθους επιχειρήσεις να εξαγοράζουν εταιρείες μεγαλύτερου μεγέθους (Gaughan, 2011). Επρόκειτο για συγχωνεύσεις που στόχο είχαν τη μεγέθυνση, μέσω της επέκτασης σε αγορές νέων προϊόντων, με σκοπό την αποφυγή του κινδύνου που προκαλεί η απασχόληση σε έναν και μόνο κλάδο δραστηριότητας. Μεγάλος αριθμός συγχωνεύσεων ήταν συνδεδεμένος με εξωγενείς παράγοντες, όπως οι ριζικές αλλαγές που προκάλεσε η κατασκευή σιδηροδρόμων ή η ανακάλυψη του ηλεκτρικού (Gilson και Black 1995). Το τέλος του τρίτου κύματος ήρθε με την πετρελαϊκή κρίση του 1973 και την επακόλουθη οικονομική επιβράδυνση.

2.1.4 ΤΕΤΑΡΤΟ ΚΥΜΑ

Η πετρελαϊκή κρίση του 1979 και η βαθιά ύφεση στις αρχές της δεκαετίας του '80 δεν επέτρεψαν παρά μόνο μια μικρή αναβίωση της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και εξαγορών στα τέλη του '70. Στα μέσα του '80 πλέον οι Ηνωμένες Πολιτείες βιώνουν το τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων, το οποίο χαρακτηρίζεται από επιθετικές συγχωνεύσεις και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων (divestitures). Ο μεγαλύτερος όγκος συγχωνεύσεων πραγματοποιήθηκε σε συγκεκριμένους κλάδους της βιομηχανίας. Για παράδειγμα, οι εταιρείες πετρελαίου πρωτοστάτησαν, συμμετέχοντας σε ποσοστό 21,6% στο σύνολο των Σ & Ε σε αξία, κατά την περίοδο 1981-1985. Ακολούθησαν οι φαρμακευτικές εταιρείες και οι αεροπορικές. Στον Πίνακα 2 του Παραρτήματος παρουσιάζονται οι 10 μεγαλύτερες σε αξία εξαγορές κατά τη δεκαετία του '80.

Στην περίοδο αυτή εμφανίζονται φυσικά ή νομικά πρόσωπα (corporate raiders), που εξαγοράζουν εταιρείες – στόχους, με σκοπό είτε να τις εκσυγχρονίσουν είτε να εκποιήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία και μετά να τις διαλύσουν, με απώτερο στόχο πάντα την επίτευξη υψηλού και γρήγορου κέρδους. Πολλές ήταν οι περιπτώσεις εξαγορών, που σχεδιάστηκαν ώστε να πουληθούν, λίγο μετά, οι μετοχές των εξαγοραζόμενων σε πολύ υψηλότερες τιμές από αυτές που αγοράστηκαν αρχικά.

³ Νόμος Celler – Kefauver Act (1950)

Κατά το διάστημα που διήρκεσε το τέταρτο κύμα, σημαντικό ρόλο διαδραμάτισαν και οι επενδυτικές τράπεζες καθώς και νομικές εταιρείες, που παρείχαν καινοτόμα προϊόντα, τεχνικές και συμβουλές σχεδιασμένα για τις ανάγκες και των δύο μερών που συμμετείχαν στην εκάστοτε εξαγορά (Gaughan, 2011). Στη δεκαετία του '80 εμφανίστηκαν ομόλογα που υπόσχονταν υψηλή απόδοση, αλλά με ασθενείς διασφαλίσεις (junk bonds), τα οποία αποτέλεσαν εργαλείο χρηματοδότησης πολλών εξαγορών⁴.

Κάποιες από τις μεγάλες συμφωνίες της δεκαετίας του '80 χρηματοδοτήθηκαν με εξωτερικό δανεισμό (leveraged buyouts). Έτσι μικρές σε μέγεθος επιχειρήσεις μπορούσαν πλέον να πλειοδοτήσουν για την εξαγορά μεγαλύτερων εταιρειών – στόχων και ιδιωτικές να αποκτήσουν δημόσιες, αναπτύσσοντας ταυτόχρονα αμυντικές ή επιθετικές στρατηγικές μέσα σε ένα πλαίσιο αντιμονοπωλιακών μέτρων.

Ένα εξίσου σημαντικό χαρακτηριστικό του τέταρτου κύματος ήταν ότι η επεκτατική συμπεριφορά των επιχειρήσεων μέσω των Σ & Ε δεν περιοριζόταν μόνο στις εγχώριες εταιρείες, αν και οι Ηνωμένες Πολιτείες παρείχαν ένα σταθερό πολιτικό και οικονομικό κλίμα, το οποίο κρίνονταν ελκυστικό από επιχειρήσεις εκτός Η.Π.Α. να επεκταθούν στο αμερικανικό έδαφος. Αξιοσημείωτος ήταν ο αριθμός εξαγορών που έγιναν πέρα από τα σύνορα της Αμερικής, που είχαν σαν στόχο να επωφεληθούν τις διακυμάνσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ δολαρίου και λοιπών νομισμάτων.

Το τέταρτο κύμα έληξε το 1989, όταν ξεκίνησε μια μέτριας έκτασης ύφεση το 1990. Σε αυτή την κατάληξη συνεπικύρησε και η κατάρρευση της αγοράς επισφαλών ομολόγων τα οποία χρηματοδοτούσαν εξαγορές αυτής της περιόδου.

2.1.5 ΠΕΜΠΤΟ ΚΥΜΑ

Μετά από ένα διάστημα ύφεσης (1990-1991), η αμερικανική οικονομία ανασυντάχθηκε βιώνοντας τη μακροβιότερη μεταπολεμικά περίοδο μεγέθυνσής της, με τις επιχειρήσεις να προσπαθούν να επεκταθούν και να αναπτυχθούν μέσω Σ & Ε (Διάγραμμα 2). Την ίδια περίοδο, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών τους έφτασε σε νέα υψηλά επίπεδα. Το πέμπτο κύμα καλύπτει τη δεκαετία του 1990 και είναι το μεγαλύτερο όλων, τόσο από πλευράς αριθμού συναλλαγών όσο και από πλευράς

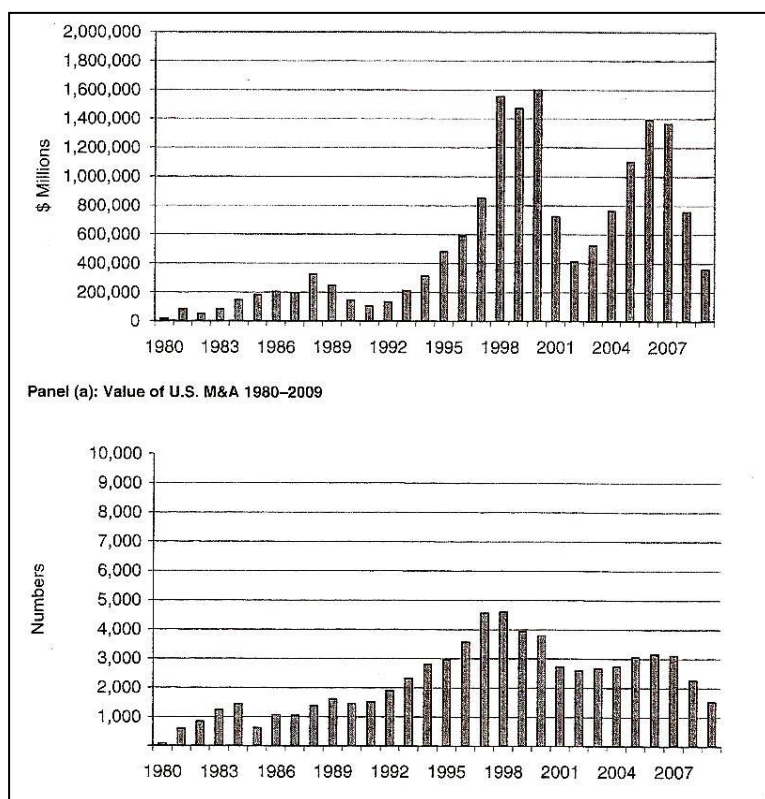
⁴ Πρωτοπόρος της δημιουργίας και ανάπτυξης αυτών των ομολόγων υπήρξε η επενδυτική τράπεζα Drexel Burnham Lambert, η οποία χρεοκόπησε όταν η αγορά ομολόγων κατέρρευσε.

αξιών. Κατά τον (Sudarsanam, 2010) τα βασικά χαρακτηριστικά του πέμπτου κύματος ήταν:

- Η επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων.
- Η παγκοσμιοποίηση προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών.
- Η δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, όπως η νομισματική ένωση της Ε.Ε., η Βορειοαμερικανική συμφωνία ελεύθερων συναλλαγών (NAFTA), ο Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου, οι οποίοι ενθάρρυναν την κινητικότητα εμπορευμάτων και κεφαλαίων.
- Η φιλελευθεροποίηση των αγορών, οι ιδιωτικοποιήσεις του τραπεζικού κλάδου, του κλάδου υγείας καθώς και επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας
- Η αναδιάρθρωση κλάδων, που ήταν σε φάση ωριμότητας, όπως τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανία, βιομηχανία τροφίμων κλπ.
- Η ανάπτυξη νέων τεχνολογιών (τηλεπικοινωνίες, διαδίκτυο, δορυφορική τηλεόραση)

Διάγραμμα 2

Σ & Ε σε Η.Π.Α (1980-2009) σε αξίες και αριθμούς



Πηγή: Mergerstat Review, 2009 και Thomson Securities Financial Data. Παρατίθεται από τον Gaughan P. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2011) σελ.64

Εξαιτίας της ανάπτυξης των νέων τεχνολογιών και της φιλελευθεροποίησης των αγορών, πρωτοστάτησαν σε Σ & Ε οι κλάδοι των τραπεζών και των τηλεπικοινωνιών, που συμμετείχαν κατά 26,5% στο σύνολο των συμφωνιών κατά την περίοδο 1993-2004.

2.1.6 ΕΚΤΟ ΚΥΜΑ

Το 2001 ξεκίνησε με μια περίοδο ύφεσης που διήρκεσε περίπου οχτώ μήνες. Μετά το τέλος της σύντομης σε διάρκεια ύφεσης, η αμερικανική οικονομία εισήλθε σε μια περίοδο ανάκαμψης ότι αφορά τη δραστηριότητα σε Σ & Ε. Τα βασικά χαρακτηριστικά της ήταν τα χαμηλά επιτόκια και η μεγάλη ρευστότητα, τουλάχιστον έως το 2007, που έδωσαν την ώθηση σε εταιρείες ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου (private equity firms) να προβούν σε εξαγορές με χρήση δανεισμού, καθώς αυτός κατέστη φθηνός. Σημαντική εξέλιξη αυτής της περιόδου ήταν η υιοθέτηση του νόμου Sarbanes – Oxley Act (SOX) το 2002, που επέβαλε αυστηρότερους κανόνες στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, μετά από τα σκάνδαλα, που είχαν ξεσπάσει σε οντότητες που συμμετείχαν σε εξαγορές, όπως η WorldCom, η Tyco και η Enron.

2.2 ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟ ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Η αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου υπήρξε, παραδοσιακά, η μεγαλύτερη, σε συμφωνίες εγχώριων και διεθνών εξαγορών και συγχωνεύσεων, μετά την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών, γεγονός που την έκανε να αποτελεί ξεχωριστό αντικείμενο μελέτης και αναφοράς από την υπόλοιπη Ευρώπη. Για τη δεκαετία 1991-2001 πραγματοποιήθηκε το 31,4% του συνόλου των Σ & Ε της Ευρώπης, με το Α.Ε.Π. του να υπολογίζεται στο 13% του συνόλου του Ευρωπαϊκού Α.Ε.Π., όταν τα αντίστοιχα ποσοστά για τη Γερμανία για παράδειγμα ήταν 16% και 28%, στη Γαλλία 14% και 18%, στην Ιταλία 6% και 13% και στην Ισπανία 5% και 7%.

Κατά τη μεταπολεμική περίοδο (1945 – τέλη '50) δεν παρατηρήθηκε αξιοσημείωτη δραστηριότητα Σ & Ε. Στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 60 τοποθετείται το πρώτο κύμα Σ & Ε στο Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ ακολουθούν το δεύτερο κύμα στις αρχές του 70, το τρίτο την περίοδο 1984-1989, το τέταρτο στα τέλη του 90 και το πέμπτο στα μέσα της δεκαετίας του 2000.

Στο πρώτο κύμα που κορυφώθηκε το 1968 παρατηρήθηκαν οριζόντιες συγχωνεύσεις, που οφείλονταν στον αυστηρό αντιμονοπωλιακό νόμο. Το δεύτερο κύμα, με την έξαρσή του να τοποθετείται στο 1972, χαρακτηρίστηκε επίσης από οριζόντιες συγχωνεύσεις, σε μικρότερη όμως κλίμακα, μιας που αυξήθηκε ο αριθμός των ασυσχέτιστων συγχωνεύσεων (conglomerate mergers). Η εμφάνιση των αμερικάνικων επενδυτικών τραπεζών στο City του Λονδίνου, που ειδικεύονταν σε τακτικές φιλικών εξαγορών και νέες τεχνικές χρηματοδότησης, όπως εξαγορές με τη χρήση δανεισμού (LBOs), είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθεί ο ρυθμός φιλικών εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο του τρίτου κύματος (1989). Παρόμοια χαρακτηριστικά διακρίνει κανείς και στο τέταρτο κύμα συγχωνεύσεων, με τη διαφορά ότι ο αριθμός των συγχωνεύσεων είναι κατά πολύ μεγαλύτερος σε σχέση με τις προηγούμενες περιόδους. Τα πέμπτο κύμα ήταν αποτέλεσμα ιδιωτικοποιήσεων των αγγλικών επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας και μεγάλου αριθμού αποσχίσεων. Αυτή την περίοδο η Vodafone έγινε η μεγαλύτερη εταιρεία κινητής τηλεφωνίας, μετά την εξαγορά της αμερικανικής Air touch και της γερμανικής Mannesmann. Η εξαγορά της τελευταίας, όπως φαίνεται και στον Πίνακα 3 του Παραρτήματος, υπήρξε η ακριβότερη παγκοσμίως έως και σήμερα.

2.3 ΤΑ ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΈΝΩΣΗ

Η Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 κρατών – μελών αποτελεί σήμερα τη μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου σε επίπεδο Α.Ε.Π. Το 2013⁵ το Α.Ε.Π. της Ε.Ε. υπολογίζεται πάνω από 13 τρις € έναντι του Α.Ε.Π. των Η.Π.Α. που υπολογίζεται λίγο πάνω από τα 12 τρις €.

Η εικοσαετία 1980-2000 ήταν για την Ευρώπη μια περίοδος συνεχών αλλαγών στη σφαίρα των πολιτικών, οικονομικών και κοινωνικών θεσμών με σημαντικότερη αλλαγή αυτή της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Το τέλος του Ψυχρού πολέμου, η πτώση του τοίχους του Βερολίνου, η νομισματική Ένωση και η ένταξη νέων κρατών μελών στην Ε.Ε. είναι ιστορικά γεγονότα που συνοδεύτηκαν από την απελευθέρωση των αγορών και ένα έντονο κύμα ιδιωτικοποιήσεων που απέβλεπε στην βελτίωση του ανταγωνισμού στις χώρες μέλη (Sudarsanam, 2010). Οι τεχνολογικές αλλαγές στον κλάδο της πληροφορίας, στις τηλεπικοινωνίες και στη βιοτεχνολογία προκάλεσαν

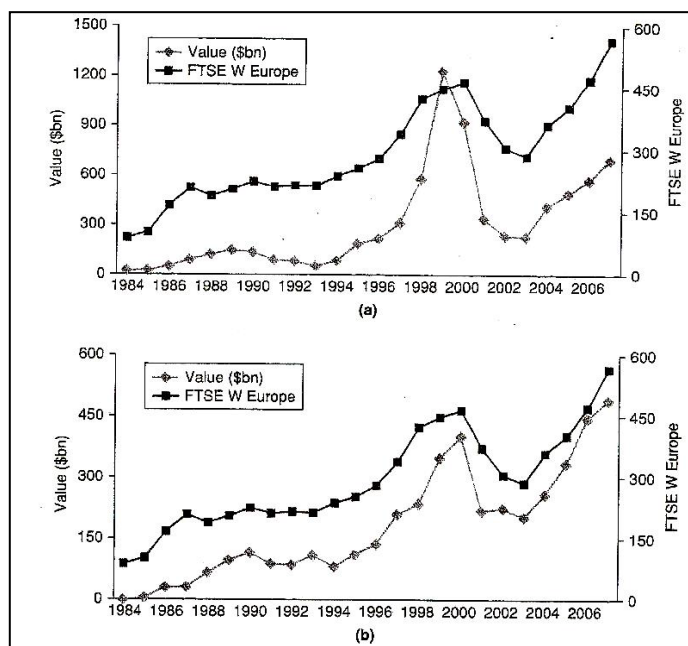
⁵http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_the_European_Union#cite_noteGDP_and_main_components_-_Current_prices-8

νέες ευκαιρίες για ανάπτυξη, με τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις να πρωτοστατούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Από το 1984 παρατηρείται μια σημαντική αύξηση του ρυθμού Σ & Ε από τις ευρωπαϊκές οικονομικές οντότητες. Από το Διάγραμμα 3 φαίνεται ότι στην Ε.Ε. έλαβαν χώρα δύο κύματα Σ & Ε, που συνέπεσαν χρονικά με αυτά των Ηνωμένων Πολιτειών. Ένα μικρότερο κύμα πραγματοποιήθηκε κατά την περίοδο 1986-1992 ενώ ένα μεγαλύτερο την περίοδο 1996-2002. Στο πρώτο κύμα η συνολική αξία των συγχωνεύσεων εκτοξεύτηκε από τα 50 δις \$ το 1986 στα 147 δις \$ το 1989, ενώ το 1993 κύλησε στα 52 δις \$, έτος καμπίς για την έναρξη του δεύτερου κύματος με την αξία των συγχωνεύσεων να εκτοξεύεται στα 1231 δις \$ το 1999. Ό, τι αφορά τις αποσχίσεις, η δραστηριότητα αυτή ήταν αυξημένη στην Ε.Ε. σε σχέση με το παρελθόν, με το ρόλο όμως των αποσχίσεων στην Ευρώπη κατά τη διαδικασία επιχειρηματικών διαρθρώσεων να είναι μικρότερος από ότι στις Η.Π.Α. Η ιδιωτικοποίηση επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας όπως της Deutsche Telecom, France Telecom και Vivendi μαζί με τα τραπεζικά ιδρύματα, έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία του κύματος του 1990.

Διάγραμμα 3

Κύματα συγχωνεύσεων (a) και αποσχίσεων (b) στην Ευρώπη, 1984-2007



Πηγή: Thomson Reuters Παρατίθεται από τον Sudarsanam S. Creating value from mergers and acquisitions: The challenges. (Pearson Education Limited, 2010) σελ. 23

Με τη νέα χιλιετία παρατηρήθηκε νέα έξαρση Σ & Ε που διήρκησε μέχρι και το 2007 με το ενδιαφέρον των επιχειρήσεων να μην περιορίζεται μόνο στο εσωτερικό της χώρας που εδρεύουν, αλλά και σε χώρες της Ε.Ε καθώς και σε χώρες εκτός Ε.Ε. Έτσι οι διεθνείς εξαγωγές αυξήθηκαν από 22% το 1991 στο 33% το 2007, ενώ οι συγχωνεύσεις με επιχειρήσεις εκτός Ε.Ε. αυξήθηκαν από 8% το 1992 στο 17% το 2007. Ταυτόχρονα, την ίδια δεκαετία (2004), ψηφίστηκε από το Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο η 13^η Οδηγία του Εμπορικού νόμου, η οποία έθεσε το κανονιστικό πλαίσιο το οποίο διέπει τις Σ & Ε στην Ε.Ε. και υιοθετήθηκε από τα μέλη της το 2006.

3. ΤΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Διάφορες θεωρίες έχουν αναπτυχθεί στην προσπάθεια να ερμηνευθούν τα αίτια που προκαλούν την έντονη δραστηριότητα των Σ & Ε. Τις περισσότερες φορές οι μελετητές αναλώνονται στην εξήγηση των κινήτρων της Διοίκησης της αγοράστριας εταιρείας σωρευτικά ή διαζευκτικά με τα κίνητρα των μετόχων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, παραγνωρίζοντας τα κίνητρα των λοιπών ενδιαφερομένων (stakeholders), οι οποίοι μπορεί να επηρεάζονται εξίσου από μια τέτοια δραστηριότητα. Αυτή η προσέγγιση ενισχύεται από το γεγονός ότι η απόφαση μιας συγχώνευσης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη διοικητική ομάδα της αγοράστριας επιχείρησης και τους μετόχους της επιχείρησης στόχου (Bösecke, 2009).

Δύο είναι για τον Gaughan (2011) τα στρατηγικά κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε δραστηριότητες συγχωνεύσεων ή εξαγορών. Το πρώτο είναι η μεγέθυνση (growth). Όντας η επέκταση της επιχείρησης με εσωτερική ανάπτυξη μια αργή και αβέβαιη διαδικασία, οι Σ & Ε είναι ένας άμεσος και γρηγορότερος τρόπος ανάπτυξης, αν και ενέχει εξίσου αβεβαιότητες. Μέσω των Σ & Ε ενδυναμώνεται η επιχείρηση με την αύξηση της δύναμής της στην αγορά, με τη δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας, με την αύξηση των κερδών ανα μετοχή, με τη διεύρυσή της σε νέους κλάδους και νέες αγορές καθώς και με τη γεωγραφική της επέκταση σε άλλες χώρες και ηπείρους. Το δεύτερο κίνητρο είναι οι συνέργειες (synergies). Με την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης δημιουργούνται δυνατότητες συνεργειών που κατά τη διάρκεια της αρχικής διαπραγμάτευσης δεν θα μπορούσαν να υπολογιστούν. Νέοι επιχειρηματικοί σχεδιασμοί, οι οποίοι μπορούν να οδηγήσουν σε επιπρόσθετα στρατηγικά οφέλη, μπορούν μακροχρόνια να αποκαλυφθούν και αυξημένη αποτελεσματικότητα επιτυγχάνεται μέσω των συνεργειών.

Ο Trautwein (1990) κατηγοριοποίησε τα κίνητρα των Σ & Ε σε επτά βασικές θεωρητικές εξηγήσεις (Πίνακας 1). Κάποιες από αυτές αντιμετωπίζουν τη δραστηριότητα των Σ & Ε, ως συνέπεια λογικής επιλογής. Η διοίκηση μιας εταιρείας αποφασίζει να προβεί στην απόκτηση μιας άλλης είτε προκειμένου να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης (με αυτό τον τρόπο ενεργεί προς όφελος των μετόχων) ή για δικό της συμφέρον (κατά παρέκκλιση των συμφερόντων των μετόχων).

Πίνακας 1

Κίνητρα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Σ & Ε ως ορθολογική επιλογή	Επικέντρωση στα συμφέροντα των μετόχων	Μεγιστοποίηση κερδών μέσω συνεργειών	Θεωρία της αποτελεσματικότητας
		Μεταβίβαση πλούτου μέσω των καταναλωτών	Θεωρία του μονοπωλίου
		Μεταβίβαση πλούτου μέσω των μετόχων της επιχείρησης στόχου	Θεωρία του επιδρομέα
		Μεγιστοποίηση κερδών μέσω ιδιωτικής πληροφόρησης	Θεωρία της αποτίμησης
	Επικέντρωση στα συμφέροντα των διοικούντων	Θεωρία «του χτισίματος της αυτοκρατορίας»	
Σ & Ε ως αποτέλεσμα διαδικασιών			Εξελικτική Θεωρία
Σ & Ε ως μακροοικονομικό φαινόμενο			Θεωρία των οικονομικών διαταραχών

Πηγή: Trautwein, 1990 Παρατίθεται από την Bösecke K., Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances, (Wiesbaden, Gabler, 2009) σελ. 38

Οι συγχωνεύσεις από την άλλη πλευρά μπορεί να αντιμετωπιστούν, όχι σαν μια λογική επιλογή, αλλά σαν αποτέλεσμα μιας στρατηγικής διαδικασίας. Από μακροοικονομικής άποψης, οι συγχωνεύσεις μπορεί να εμφανιστούν ως αντίδραση σε μακροοικονομικές διαδικασίες, που προκαλούνται από οικονομικές διαταραχές (Gort, 1969).

3.1 ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (EFFICIENCY THEORY)

Οι θεωρητικές προσεγγίσεις που ερμηνεύουν τη θεωρία της αποτελεσματικότητας έχουν σαν αφετηρία τους την αρχική υπόθεση ότι οι διαχειριστές των επιχειρήσεων έχουν ως στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας των επιχειρήσεων που διοικούν, η οποία επιτυγχάνεται με τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) μέσω της

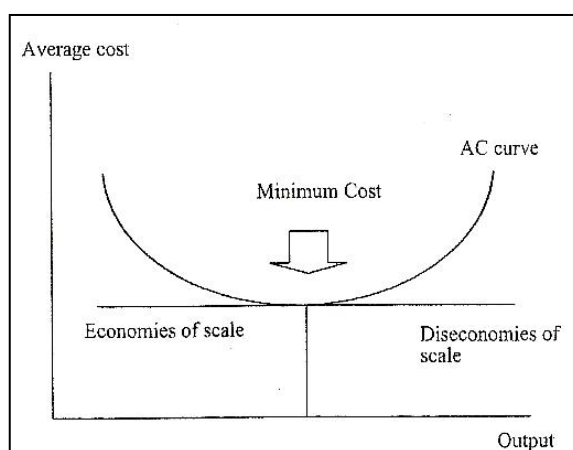
επίτευξης συνεργειών σε λειτουργικό (operational), διοικητικό (managerial) και χρηματοοικονομικό επίπεδο (financial).

3.1.1 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΕΙΕΣ (OPERATIONAL SYNERGIES)

Οι λειτουργικές συνέργειες μπορούν να προκύψουν κατά τον Κυριαζή (2007) από τις οικονομίες κλίμακας (economies of scales) και τις οικονομίες φάσματος ή εύρους προϊόντος (economies of scope). Οικονομίες κλίμακας επιτυγχάνονται, όταν οι επιχειρήσεις καταφέρνουν να μειώσουν το ανά μονάδα κόστος με την παραγωγή περισσότερων αγαθών ή υπηρεσιών και με τη εξειδίκευση (Διάγραμμα 4). Η εξειδίκευση σχετίζεται θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης και οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις επωφελούνται μέσω της εξειδίκευσης (ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, μάθηση μέσα από την πράξη). Οικονομίες φάσματος επιτυγχάνονται, όταν η από κοινού παραγωγή δύο προϊόντων είναι λιγότερο δαπανηρή από την παραγωγή των δυο προϊόντων χωριστά. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ύπαρξη κοινών εισροών (π.χ. δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη, τεχνογνωσία, δαπάνες διοίκησης κλπ), οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την παραγωγή πολλών προϊόντων χωρίς να προκαλείται ανάλογη αύξηση του κόστους παραγωγής.

Διάγραμμα 4

Θετικές και αρνητικές οικονομίες κλίμακας



Πηγή: Patrick Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (New Jersey, John Wiley and Sons, Inc, 2011) σελ.136.

Οικονομίες κλίμακας συναντάμε στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων, ενώ οι οικονομίες φάσματος επιτυγχάνονται με συγχωνεύσεις επιχειρήσεων με συσχετισμένες ή ασυσχέτιστες δραστηριότητες.

3.1.2 ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΕΙΕΣ (MANAGERIAL SYNERGIES)

Διοικητικές συνέργειες συμβαίνουν, όταν η διοίκηση της μία από τις εταιρείες που συγχωνεύονται, έχει ανώτερες ικανότητες και η άλλη επιχείρηση επωφελείται από αυτές. Μερικές φορές μια αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς μπορεί επίσης να επιφέρει μείωση των διαχειριστικών εξόδων. Το μοντέλο υποθέτει ότι το κύριο καθήκον της διοίκησης είναι να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης για τους μετόχους. Αν παραλείψει να το πράξει, ανταγωνίστριες ομάδες διοίκησης θα προσπαθήσουν να αναλάβουν την επιχείρηση, προκειμένου να αντικαταστήσουν την αναποτελεσματική διοικητική ομάδα και να επιτευχθούν υψηλότερες αποδόσεις (Bösecke, 2009). Στο βαθμό που οι διοικητικές ικανότητες είναι εξειδικευμένες, τότε αναμένεται ότι μπορούν να λειτουργήσουν καλύτερα σε οριζόντιες ή κάθετες συγχωνεύσεις, ενώ στο βαθμό που υπάρχουν, σε πιο γενικό επίπεδο (διοίκηση, σχεδιασμός, έλεγχος) μπορούν να πραγματοποιηθούν και σε ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (Κυριαζής, 2007).

3.1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΡΓΕΙΕΣ (FINANCIAL SYNERGIES)

Οι χρηματοοικονομικές συνέργειες προκύπτουν από:

- 1) φορολογικές ελαφρύνσεις που μπορούν να προέλθουν είτε από φορολογικά κίνητρα που παρέχει το κράτος (π.χ. μειωμένοι φορολογικοί συντελεστές για συγχωνεύσεις) είτε από τη μεταφορά ζημιών από τη μια επιχείρηση στην άλλη για τη μείωση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή.
- 2) μείωση του κόστους κεφαλαίου, το οποίο επιτυγχάνεται με τρεις τρόπους.
 - α) Με την επένδυση σε ασυσχέτιστες επιχειρήσεις, έτσι ώστε να μειωθεί ο συστημικός κίνδυνος του επενδυτικού χαρτοφυλακίου της επιχείρησης.
 - β) Με την αύξηση του μεγέθους της εταιρείας, καθώς μεγάλες επιχειρήσεις έχουν αυξημένη δανειακή ικανότητα (increased debt capacity) και συνεπώς πρόσβαση σε φθηνότερο κεφάλαιο .

γ) Με τη δημιουργία μιας εσωτερικής αγοράς κεφαλαίου στην οποία η επιχείρηση μπορεί να εκμεταλλευτεί μεγαλύτερη πληροφόρηση και ως εκ τούτου να διαθέτει τα κεφάλαια της πιο αποδοτικά (Trautwein, 1990).

3.2 ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΜΟΝΟΠΩΛΙΟΥ (MONOPOLY THEORY)

Σύμφωνα με τη θεωρία του μονοπωλίου, ο κύριος στόχος της απόκτησης άλλης επιχείρησης είναι η αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market power) κάτι που επιτυγχάνεται μέσω ενός υψηλού μεριδίου αγοράς και εισόδου σε αγορά με εμπόδια. Μέσω οριζόντιων συγχωνεύσεων μπορεί να επιτευχθεί αυξημένη κερδοφορία της ενιαίας επιχείρησης, καθώς αυτό οδηγεί σε μονοπωλιακά κέρδη (αύξηση της τιμής λόγω έλλειψης ανταγωνισμού). Κερδοφορία μπορεί επίσης να επιτευχθεί μέσω κάθετων συγχωνεύσεων καθώς η εξαγορά για παράδειγμα ενός βασικού προμηθευτή αυξάνει τα εμπόδια εισόδου στην αγορά. Ο κίνδυνος αυτός μετριάζεται από την ισχύ αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας.

3.3 ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΕΠΙΔΡΟΜΕΑ (RAIDER THEORY)

Κατά τη θεωρία αυτή μια εταιρεία – επιδρομέας (greenmailer) προβαίνει σε βίαιη εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης – στόχου με σκοπό τη ρευστοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού της και την άμεση αποκόμιση κερδών. Συνήθως οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας, προκειμένου να αποκτήσουν ξανά την πλειοψηφία, προχωρούν σε επαναγορά του πακέτου που μεθοδικά αγόρασε ο επιδρομέας (raider) σε τιμή μεγαλύτερη της αγοράς.

3.4 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (VALUATION THEORY)

Σύμφωνα με τη θεωρία της αποτίμησης, οι συγχωνεύσεις σχεδιάζονται και εκτελούνται από τους διοικούντες την αγοράστρια εταιρεία, οι οποίοι έχουν πληροφορίες ότι η αξία της εξαγοραζόμενης είναι ανώτερη από τη χρηματιστηριακή της αξία. Η αποκτούσα πιστεύει ότι είναι καλύτερα ενημερωμένη σχετικά με τα πιθανά πλεονεκτήματα που θα μπορούσαν να προκύψουν από μια συγχώνευση,

στηρίζοντας την άποψή της στο γεγονός ότι, τυχόν υποτίμηση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής της επιχείρησης – στόχου, οφείλεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση. Έτσι η υψηλότερη αξία που προσδίδεται σε μια εταιρεία – στόχο από έναν επίδοξο αγοραστή ενεργοποιεί την αγορά, καθώς και άλλους επίδοξους αγοραστές, ότι η πραγματική της αξία⁶ είναι μεγαλύτερη και συνεπώς υπάρχουν περιθώρια για κέρδη.

3.5 ΘΕΩΡΙΑ «ΤΟΥ ΧΤΙΣΙΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΑΥΤΟΚΡΑΤΟΡΙΑΣ» (EMPIRE BUILDING THEORY)

Η θεωρία αυτή στηρίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και της διοίκησης μιας επιχείρησης, που οφείλεται στη σύγκρουση συμφερόντων που συχνά έχουν οι διοικούντες της επιχείρησης με τους μετόχους της. Σύμφωνα με τη θεωρία, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων δεν είναι πάντα ο πρωταρχικός στόχος της διοίκησης, με τους πρώτους να μην μπορούν να ελέγξουν αποτελεσματικά την απόδοση των δεύτερων. Όταν οι διοικούντες δεν συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης έχουν ως βασικό τους κίνητρο την αύξηση των μισθών και των προνομίων τους σε βάρος της κερδοφορίας της επιχείρησης τους. Για τον Jensen (1986) η ύπαρξη Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Free Cash Flows), που συνεπάγονται χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και χαμηλό επίπεδο επενδυτικών ευκαιριών, ενθαρρύνει τους διοικούντες, αντί να διανείμουν αυξημένα μερίσματα, να εμπλέκονται σε δραστηριότητες εξαγορών, σε μια προσπάθεια ενίσχυσης και προβολής του γοήτρου, της δύναμης και της εξουσίας τους, δικαιολογώντας τις αποφάσεις τους ισχυριζόμενοι τα προσδοκώμενα οφέλη από τη μείωση του κόστους (Akhavain κλπ, 1997)

3.6 ΕΞΕΛΙΚΤΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ (PROCESS THEORY)

Η θεωρία των διεργασιών ασχολείται με τη διαδικασία λήψης στρατηγικών αποφάσεων, που δε στηρίζονται σε ορθολογικές επιλογές (rational choices), οι οποίες μπορεί να οφείλονται στην περιορισμένη ικανότητα των ατόμων να επεξεργαστούν

⁶ Η πραγματική αξία ισούται με το λόγο της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας προς το κόστος αντικατάστασής τους

τις πληροφορίες, στην ανορθολογική συμπεριφορά των συμμετεχόντων και σε σχεδιασμό συγκεκριμένων τακτικών (Bösecke, 2009). Η υπόθεση της αλαζονείας των διοικητικών στελεχών (Hubris Hypothesis), που αναπτύχθηκε από τον Roll (1986), στο βαθμό που δεν βασίζεται σε ορθολογική επιλογή, σχετίζεται με την θεωρία της εξέλιξης και δηλώνει ότι οι διαχειριστές συχνά υπερεκτιμούν την ικανότητα τους να αξιοποιούν τις συνέργειες. Κατά τον Roll τα διευθυντικά στελέχη των αγοραστριών επιχειρήσεων τείνουν να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές επιχειρήσεων λόγω λανθασμένης αποτίμησης, η οποία οφείλεται στην υπερβολική αισιοδοξία και εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους.

3.7 ΘΕΩΡΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΙΑΤΑΡΑΧΩΝ (ECONOMIC DISTURBANCE THEORY)

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι αγορές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά στις ανακοινώσεις καλών ή κακών πληροφοριών σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο. Η θεωρία αγνοεί την ύπαρξη μιας αποτελεσματικής αγοράς κεφαλαίων, καθώς οι μελλοντικές εξελίξεις επηρεάζονται από τον υψηλό βαθμό αβεβαιότητας που προκαλούν οι οικονομικές διαταραχές. Τα κύματα των συγχωνεύσεων προκαλούνται από διαταραχές, όπως τεχνολογικές αλλαγές ή αλλαγές στις τιμές ασφαλιστρών, οι οποίες με τη σειρά τους προκαλούν αλλαγές στις ατομικές προσδοκίες και αυξάνουν το γενικό επίπεδο αβεβαιότητας, οδηγώντας σε μη ορθολογική ψυχολογία των επενδυτών και της αγοράς.

4.ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

4.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα εξελίχθηκε παράλληλα με το σύγχρονο ελληνικό κράτος. Παλαιότερη και μεγαλύτερη εμπορική τράπεζα της χώρας, η Εθνική Τράπεζα (ΕΤΕ), ιδρύθηκε το 1841, και πολλές τράπεζες ακολούθησαν μετέπειτα. Κατά τη διάρκεια της άνθησης της δεκαετίας του 1920, ιδρύθηκαν πολλές νέες εμπορικές τράπεζες, λίγες όμως ήταν αυτές που επιβίωσαν από την οικονομική κρίση της δεκαετίας του 1930.

Τον Σεπτέμβριο του 1927, η Τράπεζα της Ελλάδος έγινε η κεντρική τράπεζα της χώρας, μετά από συνεργασία της τότε ελληνικής κυβέρνησης με την Κοινωνία των Εθνών και άρχισε να λειτουργεί το Μάιο του 1928. Έως τότε τις λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας κάλυπτε η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. Η τελευταία, λόγω του ασυμβίβαστου της άσκησης δημόσιας εξουσίας, όπως η έκδοση του χαρτονομίσματος, παράλληλα με τη δραστηριότητα εμπορικής τράπεζας, μεταβίβασε στη νέα, κεντρική, τράπεζα στοιχεία ενεργητικού (κυρίως χρυσό και ομόλογα του Δημοσίου) και παθητικού (το εκδοθέν χαρτονόμισμα και ιδίως τις καταθέσεις του Δημοσίου). Με τη σημερινή της μορφή, η Τράπεζα της Ελλάδος λειτουργεί από το 1938, ενώ από την 1^η Ιανουαρίου 2001 είναι ενταγμένη στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και λειτουργεί βάσει των αξόνων πολιτικής και των οδηγιών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Ε.Κ.Τ).

Κατά τη μεταπολεμική περίοδο, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ανέλαβε τη χρηματοδότηση των προγραμμάτων οικονομικής ανάπτυξης και εκβιομηχάνισης της χώρας. Όπως και σε πολλές άλλες ευρωπαϊκές χώρες, αναπτύχθηκε σταδιακά ένα λεπτομερές πλαίσιο οικονομικού παρεμβατισμού που περιόριζε την επέκταση και την ολοκλήρωση των τραπεζικών δομών, ενώ οι τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να παρέχουν πίστωση χαμηλού κόστους για τη βιομηχανική ανάπτυξη. Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη δεκαετία του 1980, κρίθηκε αναγκαία για την αναμόρφωση του συνόλου της οικονομίας. Η Ευρωπαϊκή Ένωση, με την ενοποίηση των αγορών κατά το δεύτερο ήμισυ της ίδιας περιόδου, προσέφερε την πρώτη ώθηση για την οικονομική απελευθέρωση, καθιστώντας τις ελληνικές τράπεζες ικανές να αντιμετωπίσουν τον διεθνή ανταγωνισμό. Η απελευθέρωση των

επιτοκίων και η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων κατά το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του 1990, άνοιξε το δρόμο για τη μακροοικονομική σταθεροποίηση, ενώ το πρόγραμμα σύγκλισης της ΟΝΕ παρείχε ένα πλαίσιο πειθαρχίας, που επέτρεψε να αποκατασταθεί η νομισματική σταθερότητα, για πρώτη φορά από το 1973. Η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος σε συνδυασμό με την υψηλή κερδοφορία οδήγησαν στην ίδρυση μικρών ιδιωτικών τραπεζών, με την ταυτόχρονη προσπάθεια των τραπεζών που ελέγχονταν από το Δημόσιο να εκσυγχρονιστούν και να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητά τους (Αθανάσογλου & Μπρισίμης, 2004). Οι αλλαγές στη δομή του τραπεζικού κλάδου εμφανίστηκαν κυρίως μέσω των ιδιωτικοποιήσεων και των διαδικασιών Σ & Ε, οι οποίες υπέστησαν τον περιοριστικό έλεγχο που υπαγόρευαν οι οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μετά από διαδικασίες αναδιάρθρωσης, στις οποίες περιλαμβάνονται συγχωνεύσεις, εξαγορές και εκκαθαρίσεις, στο τέλος του 2012 αριθμούσε 52 πιστωτικά ιδρύματα, ενώ σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος σήμερα στην Ελλάδα είναι εγκατεστημένα και λειτουργούν 40 πιστωτικά ιδρύματα⁷:

- 20 πιστωτικά ιδρύματα (10 εμπορικές και 10 συνεταιριστικές τράπεζες), τα οποία έχουν την καταστατική τους έδρα στην Ελλάδα, έχουν λάβει άδεια λειτουργίας και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος και υπάγονται στο καθεστώς αμοιβαίας αναγνώρισης σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.3601/2007⁸
- 15 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων, που έχουν την καταστατική τους έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εποπτεύονται από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής τους και υπάγονται στο καθεστώς αμοιβαίας αναγνώρισης σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.3601/2007
- 4 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων, που έχουν την καταστατική τους έδρα σε χώρα εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εποπτεύονται από την

⁷ Βλ. Παράρτημα Πίνακα 5

⁸ Με το νόμο αυτό ενσωματώθηκαν στην ελληνική τραπεζική νομοθεσία οι διατάξεις των Οδηγιών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, υπ' αριθμ. 2006/48/ΕΚ σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας από τα πιστωτικά ιδρύματα και 2006/49/ΕΚ για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων. Καταργήθηκε με το Ν. 4261/2014 (ΦΕΚ Α' 107/05-05-2014).

Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς δεν υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης, και

- 1 πιστωτικό ίδρυμα, που έχει εξαιρεθεί από τη εφαρμογή του Ν.3601/2007, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.

4.2 Σ & Ε ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Το παγκόσμιο πιστωτικό σύστημα έχει περάσει από μια διαδικασία αναδόμησης και επανατοποθέτησης σε βιομηχανικό και οργανωτικό επίπεδο, με τον τραπεζικό τομέα να έχει αποτελέσει το επίκεντρο αυτής της διαδικασίας. Οι τραπεζικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, η παγκοσμιοποίηση και διεθνοποίηση των τραπεζικών υπηρεσιών και προϊόντων, οι αλλαγές στις οργανωτικές δομές τους, οι καινοτομίες σε πρακτικές ανθρωπίνου δυναμικού, είναι μερικά από τα παραδείγματα των αλλαγών που πραγματοποιήθηκαν στα τραπεζικά ιδρύματα (Mylonidis & Kelnikola, 2005, Konstantopoulos κλπ., 2009).

Η ενοποίηση και απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η ενίσχυση της εποπτείας των τραπεζικών ιδρυμάτων, η ανάπτυξη νέων τεχνολογιών και πληροφορικών συστημάτων καθώς και η δημιουργία προσδοκίας ότι ο τραπεζικός κλάδος στην Ευρώπη είχε εισέλθει σε μια περίοδο αναδόμησης, ώθησαν την Ευρωπαϊκή Χρηματιστηριακή Αγορά να ασκήσει πιέσεις για αύξηση του μεγέθους των τραπεζικών ιδρυμάτων (Konstantopoulos κλπ., 2009). Το μέγεθος, άλλωστε, βελτιώνει τη θέση μιας τράπεζας στην αγορά και για πολλούς ερευνητές σχετίζεται θετικά με την απόδοση (Akhavain, et al. 1997, Halkos & Salamouris 2004). Οι Σ & Ε οδηγούν σε συνεχή αύξηση της αποδοτικότητας των μεγάλων τραπεζών, με την έννοια ότι όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος του συνόλου του ενεργητικού τόσο μεγαλύτερη είναι η αποδοτικότητα του ιδρύματος.

4.2.1 Η ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΤΟΥ 90

Η αποχώρηση της κράτους από τον τραπεζικό τομέα ήταν μια σημαντική εξέλιξη κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Μικρότερες και μεσαίες κρατικά ελεγχόμενες τράπεζες πωλήθηκαν σε ιδιώτες επενδυτές, με το μερίδιο του κράτους να συρρικνώνεται. Η δε βελτίωση των δομών εταιρικής διακυβέρνησης επέτρεψε έναν πιο αποτελεσματικό έλεγχο της διαχείρισης των ελληνικών τραπεζών από τους μετόχους. Μετά από διαδοχικές ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών, ένα κύμα συγχωνεύσεων

και εξαγορών από το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990 ενίσχυσε το βαθμό συγκέντρωσης του ελληνικού τραπεζικού τομέα. Κατά την πενταετία 1994-1999 ήταν τόσο έντονη η δραστηριότητα Σ & Ε, που πραγματοποιούνταν δύο τραπεζικές Σ & Ε την ημέρα, που αφορούσαν μεγάλου μεγέθους τραπεζικά ιδρύματα, ενώ την προηγούμενη πενταετία το ενδιαφέρον επικεντρώνονταν σε τράπεζες μικρότερου μεγέθους (Αθανάσογλου & Μπρισίμης, 2004). Οι κυριότερες κινήσεις συγχωνεύσεων της περιόδου αυτής ήταν:

- Η ανάληψη των εργασιών της Chase Manhattan στην Ελλάδα (1997) καθώς και η εξαγορά της Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης (1998), της Credit Lyonnais Greece (1998), της Χiosbank (1998) καθώς και των ελληνικών καταστημάτων της βρετανικής National Westminster (1999) από την Τράπεζα Πειραιώς.
- Η εξαγορά της Interbank (1996), της Τράπεζας Αθηνών (1998), της Τράπεζας Κρήτης (1998), της Τράπεζας Εργασίας και της Δωρικής Τράπεζας (1999) από την EFG Eurobank.
- Η εξαγορά της Ιωνικής Τράπεζας (1999) από την Alpha Bank.
- Η εξαγορά της Τράπεζας της Κεντρικής Ελλάδας (1998) από την Εγνατία Τράπεζα.
- Η συγχώνευση της Εθνικής Κτηματικής Τράπεζας (1998), η οποία, ένα χρόνο νωρίτερα, είχε συγχωνευθεί με την Εθνική Στεγαστική Τράπεζα, με την ΕΤΕ.

4.2.2. Η ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΤΟΥ 2000

Η ένταξη της χώρας στην Ευρωζώνη και η υιοθέτηση ενός κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος, που έθεσε τις βάσεις και τις προϋποθέσεις για τη δημιουργία μιας κοινής αγοράς, ήταν ικανές να ανατρέψουν τους όρους και τις συνθήκες λειτουργίας όλων των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων που λειτουργούσαν στην ελληνική επικράτεια. Η μείωση του κόστους συναλλαγών, η απομάκρυνση του συναλλαγματικού κινδύνου, που επηρέασε σε μεγάλο βαθμό τις προσόδους των τραπεζών και η μεταφορά του ελέγχου των εμπορικών τραπεζών και της άσκησης της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές κυβερνήσεις στην Κεντρική τράπεζα, έδωσαν την ώθηση στην ελληνική τραπεζική αγορά να επιδοθεί σε ένα κύμα Σ & Ε.

Έτσι στην επόμενη δεκαετία οι σημαντικότερες στρατηγικές κινήσεις Σ & Ε ήταν οι ακόλουθες:

- Το 2001 η Τράπεζα Πειραιώς εξαγόρασε τη ETBA, ενώ το ίδιο έτος η EFG Eurobank συγχωνεύτηκε με την Τέλεσις Επενδυτική Τράπεζα.
- Το 2002 η Τράπεζα Ασπίς αποκτά τα ελληνικά καταστήματα της ολλανδικής ABN AMRO.
- Το 2003 η Marfin Bank συγχωνεύεται με την Επενδυτική Τράπεζα.
- Το 2004 η γαλλική Société Generale αρκείται στην εξαγορά της Γενικής Τράπεζας.
- Το 2006 Credit Agricole αποκτά τον πλήρη έλεγχο της Εμπορικής Τράπεζας.
- Τη διετία 2006-2007 η Marfin Bank προχωρεί σε ενοποίηση των εργασιών της με την Εγνατία Τράπεζα και τη Λαϊκή Ελλάδα.

Κατά τη δεκαετία του 2000 οι ελληνικές τράπεζες επεκτάθηκαν ραγδαία και λόγω των εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ευρύτερο γεωγραφικό χώρο της ΝΑ Ευρώπης⁹. Βασικοί λόγοι ήταν:

- η ανάγκη για ισχυροποίηση της θέσης τους στην εγχώρια και ευρωπαϊκή αγορά,
- η ανάγκη επέκτασής τους σε αγορές εκτός Ελλάδας που παρουσίαζαν προοπτικές κερδοφορίας,
- η προσδοκία απόκτησης μεγέθους που θα τους επέτρεπε να αποκομίσουν οφέλη από οικονομίες κλίμακας,
- η δυνατότητα ευκολότερης πρόσβαση στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Ήδη από τη δεκαετία του 1990 σημαντική ήταν η επέκταση των ελληνικών τραπεζών στα Βαλκάνια, βελτιώνοντας τα εταιρικά τους δίκτυα, τις ευκαιρίες ανάπτυξής τους, και την επίτευξη σταθερότητας στην ευρύτερη περιοχή. Μεταξύ του 1990 και του 2002, οι ελληνικές τράπεζες επένδυσαν € 550 εκατομμύρια στα Βαλκάνια. Η Εθνική Τράπεζα, η Alpha Bank, η EFG Eurobank, η Εμπορική Τράπεζα και η Τράπεζα Πειραιώς είχαν σημαντική παρουσία στη Βουλγαρία, τη Ρουμανία, την Αλβανία, τη Σερβία και την Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας, έχοντας αποκτήσει τον έλεγχο των μεγάλων πιστωτικών ιδρυμάτων στις χώρες αυτές.

⁹ Βλ. Πίνακα 6 Παραρτήματος

4.2.3 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Στα τέλη του 2009, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήρθε αντιμέτωπο με ένα σύνολο ιδιαίτερα αντίξοων συνθηκών που είχαν να κάνουν με τη δυσμενή δημοσιονομική κατάσταση, την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, την αβεβαιότητα αναφορικά με την παραμονή της χώρας στην Ευρωζώνη, την αδυναμία πρόσβασης στις διεθνείς αγορές και τη σημαντική εκροή καταθέσεων.

Μέσα στη δίνη της δημοσιονομικής κρίσης, η ανάγκη για εξυγίανση των αδύναμων τραπεζικών ιδρυμάτων, υπήρξε επιτακτική, με σημαντικές κινήσεις αναδιάρθρωσης να πραγματοποιούνται τα τελευταία χρόνια.

Στα τέλη του 2011 ανακλήθηκε η άδεια λειτουργίας και τέθηκε σε ειδική εκκαθάριση η «Τ BANK ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ», της οποίας το υγιές τμήμα απορροφήθηκε από το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο Ελλάδος Α.Τ.Ε.

Το 2012 αναστάληκαν οι άδειες λειτουργίας των τριών συνεταιριστικών τραπεζών Λέσβου-Λήμνου, Φθιώτιδας και Αχαΐας, των οποίων τα περιουσιακά στοιχεία μεταβιβάστηκαν στην Εθνική Τράπεζα. Κατά το δεύτερο τρίμηνο του ίδιου έτους, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε επιλεγμένα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού της, υπό εκκαθάριση, Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος με τη διαφορά, που προέκυψε από την οριστική αποτίμηση των μεταβιβαζόμενων περιουσιακών στοιχείων, να καλύπτεται από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Τον Οκτώβριο του 2012 υπέγραψε συμφωνία με τη Société Générale για την απόκτηση του συνολικού ποσοστού της τελευταίας στη Γενική Τράπεζα, ενώ στα τέλη του ίδιου έτους ολοκληρώθηκε η εξαγορά της.

Στις αρχές του 2013 η Εθνική Τράπεζα απέκτησε το 85% των κοινών μετοχών της Eurobank, συγχώνευση η οποία αναστάλη, λόγω μη έγκρισής της από τις εποπτικές αρχές. Την ίδια περίοδο η Alpha Bank εξαγόρασε το σύνολο των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας από τη Crédit Agricole, ενώ η τράπεζα Πειραιώς υπέγραψε συμφωνία για την απόκτηση όλων των καταστημάτων στην Ελλάδα της Τράπεζας Κύπρου, της Cyprus Popular Bank και της Ελληνικής Τράπεζας συμπεριλαμβανομένων των καταθέσεων και δανείων τόσο αυτών όσο και των θυγατρικών τους στην Ελλάδα. Δύο μήνες μετά υπέγραψε συμφωνία, για απόκτηση του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου της Millennium Bank Ελλάδος. Μετά το

ναυάγιο της συγχώνευσης E.T.E – Eurobank, η E.T.E υπέβαλε πρόταση στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας για απόκτηση της First Business Bank και έγινε δεκτή. Τον Ιούλιο του ίδιου έτους η E.T.E. προχώρησε στην εξαγορά της Probank μιας και η τελευταία δεν κατάφερε να αντλήσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για την ανακεφαλαιοποίησή της. Η δε Eurobank, μέσω μιας ανοιχτής διαδικασίας υποβολής προσφορών, τον Ιούλιο του 2013, ολοκλήρωσε την εξαγορά της Νέας Proton Bank, αφού είχε προηγηθεί μέσα στο 2011 η σύστασή της τελευταίας ως μεταβατικό πιστωτικό ίδρυμα και η ταυτόχρονη ανάκληση της άδειας λειτουργίας της PROTON Τράπεζας Α.Ε. Ταυτόχρονα, προχώρησε στην εξαγορά του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος Α.Τ.Ε., το οποίο συστάθηκε μετά την ανάκληση της άδειας λειτουργίας του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος από την Τράπεζα της Ελλάδος. Το 2013 έκλεισε με την εκκαθάριση των συνεταιριστικών τραπεζών Δυτικής Μακεδονίας, Δωδεκανήσου και Ευβοίας και με τη μεταφορά των καταθέσεών τους στην Alpha Bank, μετά από προσφορά της τελευταίας.

Στις 30/05/2014 τα Διοικητικά Συμβούλια της Τράπεζας Πειραιώς και της Γενικής Τράπεζας ανακοίνωσαν την πρόθεση συγχώνευσης των δύο τραπεζών, ενώ στις 09/09/2014 καταχωρίστηκε στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ) το από 01/09/2014 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης δια Εξαγοράς της Γενικής Τράπεζας της Ελλάδος από την Τράπεζα Πειραιώς. Σύμφωνα με αυτό, η συγχώνευση θα συντελεστεί με εξαγορά της πρώτης από τη δεύτερη έναντι απόδοσης στους μετόχους της εξαγοραζόμενης του αντιτίμου των δικαιωμάτων τους, το ύψος του οποίου καθορίστηκε στα 6,86€ ανά μετοχή. Στις 30/09/2014 η Alpha Bank με δελτίο τύπου της ανακοίνωσε την εξαγορά της λιανικής τραπεζικής της Citibank και του Diners Club στην Ελλάδα.

Επιγραμματικά, η εξέλιξη των Σ & Ε στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα από τη δεκαετία του 1990 έως και σήμερα απεικονίζεται στον Πίνακα 7 του Παραρτήματος.

4.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα σημειώθηκε, με πρωτοφανή ταχύτητα, μια μεγάλη συγκέντρωση με τη δημιουργία τεσσάρων συστημικών τραπεζών¹⁰ και δύο μη συστημικών¹¹.

Η ανακεφαλαιοποίησή και αναδιάταξη του τραπεζικού συστήματος διαμόρφωσαν ένα νέο τοπίο στην τραπεζική αγορά με τη δημιουργία τεσσάρων μεγάλων και ισχυρών τραπεζικών ομίλων, οι οποίοι εξασφάλισαν την κεφαλαιακή τους επάρκεια με βάση την εκτίμηση των κεφαλαιακών τους αναγκών το 2012 και σύμφωνα με το πλαίσιο που είχε οριστεί στον Νόμο 3864/2010 και την 38/2012 Πράξη Υπουργικού Συμβουλίου. Οι ιδιώτες μέτοχοι διατήρησαν τη διοίκηση και τον έλεγχο στις τρεις από τις τέσσερις τράπεζες, καθώς η Eurobank ανακεφαλαιοποιήθηκε πλήρως από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ). Με την ανακεφαλαιοποίησή τους επιχειρήθηκε η ισχυροποίησή τους από άποψη κεφαλαίων και ρευστότητας και η κάλυψη των προβλημάτων που δημιούργησε το P.S.I. καθώς και η αύξηση των προβληματικών χρηματοδοτήσεων. Μακροπρόθεσμα καλλιεργείται η προσδοκία ότι τα τέσσερα αυτά ιδρύματα θα αποτελέσουν τους πυλώνες χορήγησης πιστώσεων στην οικονομία, αν και βραχυπρόθεσμα οι νέες χορηγήσεις είναι περιορισμένες, αφενός λόγω των σωρευμένων μη εξυπηρετούμενων δανείων, αφετέρου λόγω του μειωμένου ρυθμού εισροής καταθέσεων. Επιπρόσθετα, αποκτώντας τα υγιή τμήματα των υπό εξυγίανση τραπεζών καθώς και τις θυγατρικές των αποχωρούντων από την ελληνική αγορά ξένων τραπεζών, λειτουργούν ως πυλώνες σταθερότητας. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζα της Ελλάδος (Εκθεση του Διοικητή για το έτος 2013, Φεβρουάριος του 2014), το ενεργητικό των τεσσάρων συστημικών τραπεζών το Σεπτέμβρη του 2013 αποτελούσε το 91,6% του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος, έναντι 63,4% το 2009.

4.3.1. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η Εθνική Τράπεζα, με μακρόχρονη παρουσία στην ελληνική τραπεζική αγορά που χρονολογείται από το 1841, ηγείται ενός από τους μεγαλύτερους ομίλους χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα. Το 1880 εισήχθη στο Χρηματιστήριο

¹⁰ Ε.Τ.Ε., Τράπεζα Πειραιώς, Alpha Bank, Eurobank

¹¹ Attica Bank, Πανελλήνια Τράπεζα

Αθηνών, ενώ από το 1999 η μετοχή της διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Το 1953, η Τράπεζα συγχωνεύτηκε με την Τράπεζα Αθηνών, ενώ το 1998 απορρόφησε την «Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε». Το 2002 προχώρησε στη συγχώνευση με τη θυγατρική της ΕΤΕΒΑ Α.Ε. Το 2006 εξαγόρασε την Τουρκική Finansbank και την Σέρβικη Vojvodjanska Banka σε μια προσπάθεια ενίσχυσης της θέσης της σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Έτσι με παρουσία μέσω θυγατρικών σε Τουρκία, Βουλγαρία, ΠΓΔΜ, Ρουμανία, Σερβία, Αλβανία, Κύπρο, Μάλτα και Ν. Αφρική και μέσω υποκαταστημάτων σε Αίγυπτο και Ηνωμένο Βασίλειο, η Ε.Τ.Ε. παρέχει υψηλές υπηρεσίες τραπεζικής διαθέτοντας 1236 καταστήματα στο εξωτερικό.

Στις 10.05.2013, με απόφαση της Επιτροπής Μέτρων Εξυγίανσης της Τράπεζας της Ελλάδας, απέκτησε, χωρίς τίμημα, το υγιές τμήμα των στοιχείων ενεργητικού και των υποχρεώσεων της τράπεζας με το διακριτικό τίτλο First Business Bank, ενώ στις 26.07.2013 απέκτησε την επιχειρηματική δραστηριότητα, μέσω των «υγιών» περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων, της τράπεζας PROBANK ΑΕ.

Το 2006 συντελέστηκαν οι εξαγορές της τουρκικής Finansbank και της Σέρβικης Vojvodjanska Banka καθώς και η πώληση της θυγατρικής της National Bank of Greece (Canada) στη Scotia bank, υλοποιώντας έτσι μια στρατηγική απεμπλοκής της από δραστηριότητες σε ώριμες αγορές, κινήσεις που επηρέασαν και συνέβαλαν θετικά στα οικονομικά αποτελέσματα του ομίλου καθώς για την τετραετία μετά την εξαγορά τα στοιχεία του ισολογισμού παρουσίασαν σημαντική βελτίωση. Η ανοδική πορεία διακόπηκε κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης και από τα 2011 παρατηρείται μείωση των λογιστικών μεγεθών (Πίνακας 2).

Πίνακας 2

Επιλεγμένα οικονομικά στοιχεία ομίλου Ε. Τ.Ε. σε εκ. ευρώ 2004-2013

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Δάνεια και χορηγήσεις	34.640	33.613	47.406	58.383	72.388	78.460	80.583	76.132	73.453	70.097
Καταθέσεις	47.279	48.411	59.466	70.904	82.497	92.838	97.938	93.652	92.694	90.773
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.334	1.596	2.137	3.051	3.580	3.966	4.148	3.843	3.365	3.157
Λειτουργικά έξοδα	1.502	1.366	1.641	2.343	2.422	2.595	2.609	2.655	2.377	2.572
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	3.490	4.316	8.833	8.542	8.267	9.828	10.905	-253	-2.042	7.874
Κέρδη (Ζημιές) μετά φόρων	263	722	947	1.644	1.585	963	440	-	-2.131	807

Πηγή: Hellstat

Για το 2013 αν και έγινε προσπάθεια περιστολής των εξόδων, εντούτοις οι λειτουργικές δαπάνες αυξήθηκαν σε 2.572 εκ. ευρώ από 2.377 εκ. ευρώ το 2012, λόγω της αύξησης των δαπανών στην Τουρκία με το άνοιγμα 93 νέων υποκαταστημάτων της Finansbank μέσα στο έτος.

Τα ίδια κεφάλαια μετά από την ανακεφαλαιοποίηση της τράπεζας αυξήθηκαν σε σχέση με το 2012 κατά 9,91 δις ευρώ.

Ο όμιλος παρουσίασε καθαρά κέρδη μετά φόρων ύψους 807 εκατ. ευρώ κατά το έτος 2013, σε σχέση με σημαντικές ζημιές της χρήσης 2012 ύψους €2.131 εκατ. ευρώ, γεγονός που οφείλεται στον αντιλογισμό απομειώσεων του έτους 2012 που αφορούσαν απαιτήσεις από το ελληνικό δημόσιο και στη θετική συμβολή των αποτελεσμάτων της Finansbank.

4.3.2 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Όμιλος εταιρειών με παρουσία στην Ελλάδα και την ευρύτερη γεωγραφική περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916, αλλά η σύγχρονη διαδρομή της ξεκινά με την ιδιωτικοποίησή της στα τέλη του 1991. Μέσω μιας σειράς στρατηγικών κινήσεων, με σκοπό την εδραίωσή της στην εγχώρια αγορά και υλοποιώντας σχέδιο επέκτασής στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και Ανατολικής Μεσογείου, κατάφερε να εξελιχθεί στη μεγαλύτερη τράπεζα στην

Ελλάδα, κατέχοντας σήμερα ηγετική θέση στην ελληνική αγορά με μερίδια αγοράς 30% στα δάνεια και 29% στις καταθέσεις. Αναμφίβολα η Τράπεζα Πειραιώς πρωταγωνίστησε στην αναδιάταξη του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα, με σημαντικές κινήσεις συγκέντρωσης την τελευταία διετία. Σε αυτές περιλαμβάνεται η εξαγορά του «υγιούς» τμήματος της Αγροτικής Τράπεζας και της Γενικής Τράπεζας το 2012, η απορρόφηση των ελληνικών υποκαταστημάτων των τριών κυπριακών τραπεζών (Κύπρου, Cyprus Popular Bank-CPB και Ελληνικής) και η απόκτηση της Millennium Bank κατά το πρώτο εξάμηνο του 2013.

Η ανάληψη των εργασιών της Chase Manhattan στην Ελλάδα (1997) και οι εξαγορές της Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης (1998), της Xiosbank (1998) και της ETBA (2001) είναι μερικές από τις κινήσεις Σ&Ε που είχαν προηγηθεί κατά την προηγούμενη δεκαετία.

Μέσα από ένα εκτεταμένο δίκτυο καταστημάτων τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, ο όμιλος προσφέρει όλο το φάσμα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε όλους σχεδόν τους τομείς της αγοράς, δίνοντας προτεραιότητα στην εξυπηρέτηση επιχειρήσεων μεσαίου και μικρού μεγέθους, ενώ ταυτόχρονα πρωταγωνιστεί και σε αναπτυσσόμενους τομείς, όπως αυτοί της αγροτικής, της ηλεκτρονικής (winbank) και της πράσινης τραπεζικής (Green Banking), διαβλέποντας μελλοντικά τις προοπτικές και τη δυναμική τους.

Το 2012 ενσωματώθηκε το υγιές τμήμα της Αγροτικής Τράπεζας καθώς και τα αποτελέσματα της Γενικής Τράπεζας στα αποτελέσματα του ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς. Για το λόγο αυτό στοιχεία του ενεργητικού (χορηγήσεις) και στοιχεία του παθητικού (καταθέσεις) σημειώνουν αξιοσημείωτη βελτίωση. Η βελτίωση αυτή όμως δε συνοδεύεται από την αντίστοιχη αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους. Η συνεχιζόμενη οικονομική ύφεση, η κάμψη της ζήτησης για τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες, το αυξημένο κόστος άντλησης ρευστότητας, καθώς και η καθυστέρηση της διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης, που δεν επέτρεπε την αποκλιμάκωση του κόστους των καταθέσεων στην Ελλάδα είχαν ως αποτέλεσμα τα καθαρά έσοδα από τόκους να διαμορφωθούν σε €1.028 εκατ. το 2012 από €1.173 εκατ. ένα χρόνο πριν. Τα λειτουργικά έξοδα παρουσίασαν μείωση παρά τα κόστη που δημιουργήθηκαν από την πραγματοποίηση των εξαγορών (Πίνακας 3).

Πίνακας 3

Επιλεγμένα οικονομικά στοιχεία ομίλου Πειραιώς σε εκ. ευρώ 2004-2013

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Δάνεια και χορηγήσεις	11.951	17.671	23.053	32.901	40.661	38.681	41.627	35.950	53.045	78.294
Καταθέσεις	12.556	16.732	21.617	32.773	42.503	44.496	49.405	47.209	69.533	80.554
Καθαρά έσοδα από τόκους	441	559	715	917	1.160	1.105	1.188	1.173	1.028	1.662
Λειτουργικά έξοδα	456	533	607	749	903	899	843	958	966	1.738
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	1.269	1.608	1.832	3.310	3.025	3.614	3.274	-1.940	-2.324	8.543
Κέρδη (Ζημιές) μετά φόρων	176	283	456	651	331	206	20	-6.622	-521	2.516

Πηγή: Hellastat

Η σημαντική ενίσχυση των κεφαλαίων του ομίλου στη διαχειριστική περίοδο 2013 καθώς και η περαιτέρω βελτίωση των βασικών μεγεθών και της σύνθεσης του Ισολογισμού του (αύξηση δανείων και καταθέσεων, βελτίωση αποτελεσμάτων), είναι αποτέλεσμα της ανακεφαλαιοποίησης και της εξαγοράς τραπεζικών δραστηριοτήτων, που βελτίωσαν σημαντικά τη ρευστότητά του και κατ' επέκταση και την προοπτική της κερδοφορίας του.

Εκτός από τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της «υγιούς» ΑΤΕ bank καθώς και της Γενικής Τράπεζας, που είχαν ενσωματωθεί το 2012, έχουν συμπεριληφθεί επιπλέον τα στοιχεία των ελληνικών τραπεζικών δραστηριοτήτων των τριών κυπριακών τραπεζών Κύπρου, CPB και Ελληνικής καθώς και αυτά της Millennium Bank. Το σύνολο των καταθέσεων διαμορφώθηκε σε 80,554 εκ. ευρώ στις 31.12.2013, τα καθαρά έσοδα από τόκους διαμορφώθηκαν σε 1.662 εκ. ευρώ το 2013, ενώ τα συνολικά έξοδα λειτουργίας διαμορφώθηκαν στα 1.738 εκ. ευρώ. Στα έξοδα αυτά περιλαμβάνονται έκτακτα κόστη λόγω των εξαγορών και δαπάνες για πρόγραμμα αποχώρησης προσωπικού.

4.3.3 ALPHA BANK

Ο Όμιλος Alpha Bank είναι ένας από τους μεγαλύτερους ομίλους του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα, με ισχυρή παρουσία στην εγχώρια και τη διεθνή τραπεζική αγορά. Μητρική εταιρεία και βασική τράπεζα του ομίλου είναι η

Alpha Bank, η οποία ιδρύθηκε το 1879 από τον Ιωάννη Φ. Κωστόπουλο στην Καλαμάτα. Με τη σημερινή της μορφή και με δίκτυο άνω των 1.000 σημείων εξυπηρέτησεως στην Ελλάδα και δραστηριοποιούμενη παράλληλα στο Ηνωμένο Βασίλειο και σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, προσφέρει ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων σε ιδιώτες και σε μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις, παρέχοντας υπηρεσίες λιανικής τραπεζικής, τραπεζικής επιχειρήσεων, διαχείρισης κεφαλαίων καθώς επίσης ασφαλιστικές και κτηματομεσιτικές υπηρεσίες.

Την τελευταία τριακονταετία προχώρησε σε πολλές στρατηγικές κινήσεις για την εδραίωση της θέσης της στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Σημαντικός σταθμός στην πορεία της ήταν η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τραπέζης από την Alpha Τράπεζα Πίστεως το 1999 και η συγχώνευση με απορρόφηση των δύο τραπεζών ένα χρόνο μετά, υιοθετώντας τότε το σημερινό της όνομα. Πρόσφατα η πιο σημαντική κίνηση του ομίλου ήταν η απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εμπορικής Τραπέζης από την Credit Agricole την 01.02.2013 και η εξαγορά των εργασιών Λιανικής Τραπεζικής της Citibank, συμπεριλαμβανομένου του Diners Club στην Ελλάδα στις 30/09/2014.

Οι οικονομικές καταστάσεις της τράπεζας επηρεάστηκαν αρνητικά από τη δημοσιοοικονομική κρίση και τις συνθήκες αστάθειας. Το κλίμα αβεβαιότητας που επικρατεί αυτή την περίοδο απεικονίζεται στα λογιστικά στοιχεία του ομίλου (Πίνακας 4), ο οποίος καταγράφει τα χαμηλότερα κέρδη της δεκαετίας.

Πίνακας 4

Επιλεγμένα οικονομικά στοιχεία ομίλου Alpha Bank σε εκ. ευρώ 2004-2013

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Δάνεια και χορηγήσεις	27.601	32.132	36.860	45.582	53.535	56.508	51.702	46.683	43.962	54.245
Καταθέσεις	22.241	29.773	37.701	39.103	51.511	56.151	54.754	51.921	53.680	61.568
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.055	1.218	1.418	1.605	1.799	1.763	1.819	1.784	1.383	1.658
Λειτουργικά έξοδα	810	798	887	1.025	1.178	1.202	1.148	1.096	1.058	1.426
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	2.347	3.123	3.614	4.291	3.941	5.973	5.784	1.966	748	8.368
Κέρδη (Ζημιές) μετά φόρων	412	502	551	771	513	349	86	-3.810	-994	2.979

Πηγή: Hellastat

Ξεκίνησε μια προσπάθεια περικοπής δαπανών. Οι αμοιβές και τα έξοδα προσωπικού μειώθηκαν εξαιτίας αποχώρησης προσωπικού από τα ελληνικά υποκαταστήματα λόγω συνταξιοδότησης. Η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας και κατ' επέκταση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της ζήτησης νέων δανείων, γεγονός που συνεχίστηκε και τα επόμενα έτη. Ό,τι αφορά όμως τα έσοδα από τόκους δεν προέκυψαν σημαντικές μεταβολές στα πλαίσια της προσπάθειας από μέρους της τράπεζας να διαχειριστεί τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Κατά τη διετία 2010-2011 σημειώθηκε μείωση στην καταθετική βάση της τράπεζας λόγω του κύματος εκροών τραπεζικών καταθέσεων στο εξωτερικό κατά 2,8 δις ευρώ, η οποία θα ήταν μεγαλύτερη αν δεν αντισταθμίζονταν με την αύξηση των καταθέσεων στα καταστήματα του εξωτερικού, καθώς παρατηρήθηκε μείωση των υπολοίπων των λογαριασμών στο εσωτερικό και αύξηση των υπολοίπων στο εξωτερικό.

Τα αποτελέσματα κατά το έτος 2013 εμφανίζονται σαφώς βελτιωμένα, αν και δεν είναι δυνατή η σύγκριση των λογιστικών μεγεθών μεταξύ των ετών, λόγω της συγχώνευσης με τη Εμπορική τράπεζα. Ύστερα από μια ζημιογόνα διετία καταγράφονται κέρδη μετά φόρων ύψους 2.979 εκ. ευρώ, ενσωματώνοντας τη θετική επίδραση αρνητικής υπεραξίας που προέκυψε από τη συγχώνευση με την Εμπορική τράπεζα.

Καταγράφηκε, επίσης, αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων, η οποία οφείλεται στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση κοινών μετοχών υπέρ του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, στην αύξησή του με καταβολή μετρητών, στη μη διανομή κερδών και στην αγορά από τη Credit Agricole ομολόγου εκδόσεως Alpha Bank ύψους 150 εκατομμυρίων ευρώ μετατρέψιμο σε μετοχές.

Εξαιτίας της ολοκλήρωσης της εξαγοράς του συνόλου των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας, προκλήθηκαν κόστη συνένωσης ύψους 27,4 εκατομμυρίων ευρώ, ενώ ακόμα η τράπεζα λόγω της συνένωσης προέβη σε κεφαλαιουχικές δαπάνες ύψους 16,2 εκ. ευρώ, γεγονότα που οδήγησαν στην αύξηση των δαπανών. Όσον αφορά τη διαχείριση του ανθρωπίνου δυναμικού, πραγματοποιήθηκε η μετάπτωση των στοιχείων της πρώην Εμπορικής Τραπέζης στο Σύστημα Διοικητικής Πληροφορήσεως Στοιχείων Προσωπικού της Alpha Bank και για το λόγο αυτό οι σχετικές δαπάνες εμφανίζονται υψηλότερες στις οικονομικές καταστάσεις.

4.3.4 EUROBANK

Έχοντας ιδρυθεί το 1990 με την ονομασία Ευρωεπενδυτική Τράπεζα Α.Ε., ο όμιλος Eurobank πολύ σύντομα πρωταγωνίστησε στην ελληνική τραπεζική αγορά με μια σειρά καίριων επενδυτικών κινήσεων, που περιλάμβανε συγχωνεύσεις και εξαγορές τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό. Ιδιαίτερη σημασία στην ιστορική διαδρομή του ομίλου κατείχε η εξαγορά (1998) και η μετέπειτα (1999) συγχώνευσή της με την Τράπεζα Κρήτης καθώς και η εξαγορά του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος και της Νέας Proton Bank το 2013. Μέσω των εξαγορών η Eurobank με ένα δίκτυο 600 καταστημάτων και επιχειρηματικών κέντρων, έχει αναπτύξει σημαντική παρουσία σε 7 χώρες εκτός Ελλάδας, εστιάζοντας αρχικά στα μέλη της Ευρωζώνης, όπως Ηνωμένο Βασίλειο (Λονδίνο), Κύπρο και Λουξεμβούργο, όπου παρέχει υπηρεσίες private banking καθώς επίσης στη Βουλγαρία, Ρουμανία, Σερβία και Ουκρανία, όπου παρέχει υπηρεσίες λιανικής και επενδυτικής τραπεζικής, ασφαλιστικές υπηρεσίες και υπηρεσίες διαχείρισης κεφαλαίων. Πριν από την εξαγορά του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος και της Νέας Proton Bank είχαν προηγηθεί δύο ανακοινώσεις που ενημέρωναν το επενδυτικό κοινό για επικείμενη συγχώνευση της Eurobank με μεγάλα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα. Η πρώτη αφορούσε τη συγχώνευση της Eurobank με την Alpha Bank¹² και η δεύτερη τη συγχώνευσή της με την Ε.Τ.Ε¹³.

Το έτος 2011 ήταν το σημείο καμπής όσον αφορά τα οικονομικά αποτελέσματα του ομίλου (Πίνακας 5). Τα συνεχή κέρδη της προηγούμενης επταετίας, διαδέχτηκαν ζημιές χρήσης ύψους 5.656 εκ. ευρώ. Σε αυτές περιλαμβάνονταν έκτακτες ζημιές απομείωσης από έκθεση σε χρέος Ελληνικού Δημοσίου και λοιπές μη επαναλαμβανόμενες ζημιές αποτίμησης. Τα καθαρά έσοδα από τόκους διαμορφώθηκαν σε €1.965 εκατ. ευρώ πιθανώς, λόγω του αυξημένου κόστους

¹² Τον Αύγουστο του 2011 αναγγέλθηκε η συγχώνευση της Eurobank με την Alpha Bank, που εγκρίθηκε από τις Γενικές Συνελεύσεις των δύο τραπεζών καθώς επίσης από τις εποπτικές αρχές. Η συγχώνευση δεν ευοδώθηκε, αφού είχε προηγηθεί σύγκλιση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Alpha Bank τον Απρίλιο του 2012 με θέμα τη ματαίωση της συγχώνευσης

¹³ Τον Απρίλιο του 2013, οι αρμόδιες εποπτικές αρχές αποφάσισαν ότι οι δύο τράπεζες θα έπρεπε να ανακεφαλαιοποιηθούν πλήρως και ανεξάρτητα η μία από την άλλη, γεγονός που οδήγησε στην αναστολή των διαδικασιών συγχώνευσής τους.

χρηματοδότησης και της μετατόπισης του χαρτοφυλακίου των δανείων προς κατηγορίες χαμηλότερου κινδύνου. Για να αντισταθμιστεί η μείωση των εσόδων έγινε προσπάθεια περιορισμού των δαπανών. Καθώς οι καταθέσεις υποχωρούσαν σημαντικά στην Ελλάδα, αποτέλεσμα της ύφεσης και της αβεβαιότητας, η επιβράδυνση της εκροής καταθέσεων το δεύτερο εξάμηνο του 2011 καθώς και η αύξηση των καταθέσεων στις τράπεζες του ομίλου στο εξωτερικό, περιόρισαν τις επιπτώσεις με τις καταθέσεις του ομίλου να διαμορφώνονται στα 68,39 δις ευρώ.

Πίνακας 5

Επιλεγμένα οικονομικά στοιχεία ομίλου Eurobank σε εκ. ευρώ 2004-2013

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Δάνεια και χορηγήσεις	21.964	29.617	36.984	50.215	60.491	60.621	61.427	55.082	47.864	48.177
Καταθέσεις	23.569	30.036	38.630	48.917	64.373	66.254	71.059	68.390	62.571	68.634
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.094	1.372	1.597	2.004	2.385	2.341	2.103	1.965	1.461	1.294
Λειτουργικά έξοδα	772	890	1.062	1.374	1.566	1.471	1.280	1.125	1.059	1.080
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	2.180	3.399	3.624	5.359	4.623	6.314	6.094	875	-655	4.523
Κέρδη (Ζημιές) μετά φόρων	352	504	607	831	677	316	117	-5.656	-1.359	-1.139

Πηγή: Hellastat

Το 2013, μετά από τη διετή κάμψη καταγράφεται αύξηση στα Ίδια Κεφάλαια, λόγω της πλήρους κάλυψης της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου από το ΤΧΣ, με εισφορά ομολόγων κυριότητας του ιδίου και έκδοσης του Ευρωπαϊκού ΤΧΣ.

Σημειώνεται, επίσης, μια μικρή αύξηση στις χορηγήσεις και στις καταθέσεις, όπου περιλαμβάνονται και τα στοιχεία του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου και της Proton Bank.

Τα καθαρά έσοδα από τόκους ανήλθαν σε €1.294 εκατ. ευρώ από €1.461 εκατ. το 2012, κυρίως λόγω του αυξημένου κόστους χρηματοδότησης (υψηλότερο κόστος καταθέσεων και απόκλιση μεταξύ του επιτοκίου της ΕΚΤ και του euribor) και της καθυστέρησης στην ανακεφαλαιοποίηση της τράπεζας. Η συνεχιζόμενη μείωση των εσόδων μετριάστηκε από τη διατήρηση σε χαμηλά επίπεδα του λειτουργικού κόστους, με τη Διοίκηση να έχει σχεδιάσει ένα πρόγραμμα εθελούσιας εξόδου για

τους εργαζόμενους της τράπεζας και της πλειοψηφίας των θυγατρικών της καθώς και για τους εργαζομένους στη Νέα Proton στην Ελλάδα.

4.4 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΑ

Πέρα από την παρουσίαση των οικονομικών μεγεθών των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης των τεσσάρων πιστωτικών ιδρυμάτων, επιχειρείται η αξιολόγηση της αποτελεσματικότητάς τους μέσω αριθμοδεικτών. Ενδεικτικά στην παρούσα ενότητα (Πίνακας 4.4.1 και Πίνακας 4.4.2) παρουσιάζονται τρεις αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (ROA, ROE και Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους) σε βάθος χρόνου δεκαετίας.

Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA) μετράει το βαθμό αξιοποίησης του ενεργητικού, την ικανότητα δηλαδή της τράπεζας να μετατρέπει το ενεργητικό της σε καθαρά κέρδη. Ο δείκτης παρουσιάζεται ως εξής:

$ROA = \text{Κέρδη προ Φόρων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}^{14}$, ενώ παραλλαγή του είναι ο:

$ROA = \text{Κέρδη μετά φόρων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$

Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) είναι το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών κερδών πριν ή μετά από φόρους προς το μέσο όρο (Μ.Ο.) των ιδίων κεφαλαίων και παρέχει πληροφορίες για τη απόδοση των τοποθετήσεων των επενδυτών και απεικονίζουν τη δυνατότητα των επενδύσεών τους να πραγματοποιούν κέρδη (Θάνος Γ. & Θάνος Ι., 2012).

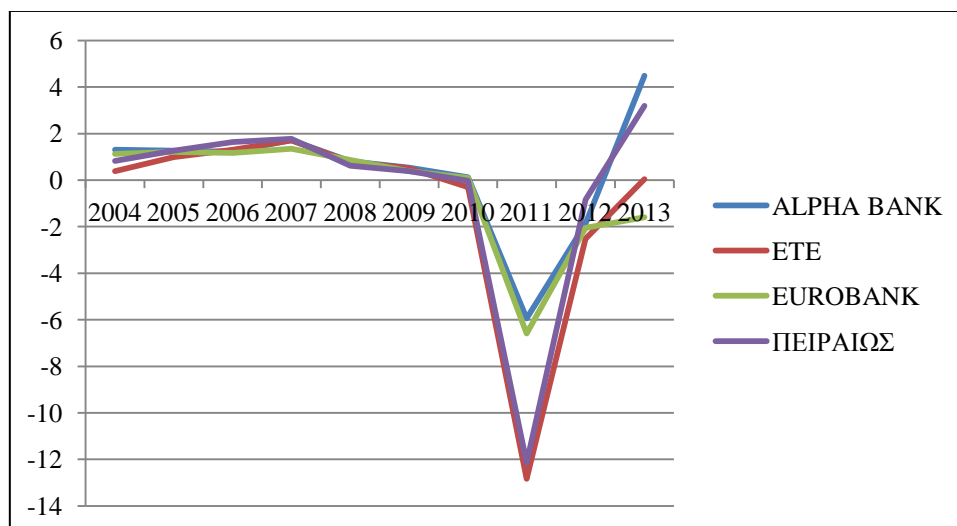
$ROE = \text{Κέρδη προ Φόρων} / \text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}$, παραλλαγή του οποίου είναι και ο εξής: $ROE = \text{Κέρδη μετά Φόρων} / \text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}$.

Στον Πίνακα 12 του Παραρτήματος παρουσιάζεται η απόδοση του ενεργητικού και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα για τον προσδιορισμό της κερδοφορίας των τραπεζών από το 2004 έως το 2013. Η σχηματική απεικόνιση του εν λόγω πίνακα στο Διάγραμμα 5 φανερώνει ότι η συμπεριφορά της απόδοσης του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων στη δεκαετία είναι περίπου ίδια, με τους δύο δείκτες να

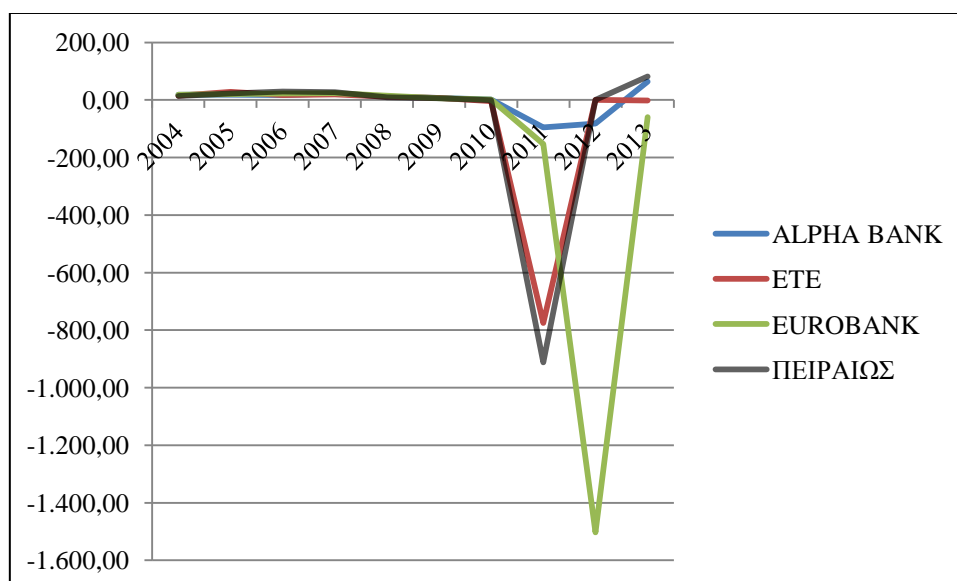
¹⁴ Για μια πιο ακριβή προσέγγιση το σύνολο του ενεργητικού θα πρέπει να λαμβάνεται ο μέσος όρος του ενεργητικού έναρξης και του ενεργητικού λήξης.

ακολουθούν πτωτική πορεία και την τριετία 2010-2012 να καταγράφονται οι χειρότερες επιδόσεις.

Διάγραμμα 5
Δείκτης ROA για τα έτη 2004-2013



Δείκτης ROE για τα έτη 2004-2013



Πηγή: Ιστοσελίδες Τραπεζών

Μάλιστα, μπορεί να χωριστεί η δεκαετία σε δύο υποπεριόδους, την περίοδο 2004-2007, οπότε η κατάσταση της κερδοφορίας έχει αυξητικές ή σταθερές τάσεις, και την περίοδο 2008-2012, οπότε η οικονομική κρίση επηρεάζει αρνητικά τους δείκτες ROA

και ROE των περισσότερων τραπεζών λόγω της μειωμένης κερδοφορίας και των ζημιών. Οι αυξημένοι δείκτες το 2007 σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια οφείλονται στην προσπάθεια της ελληνικής κυβέρνησης να ενισχύσει τις ελληνικές τράπεζες με πακέτα στήριξης, τα οποία συνέβαλαν στη βελτίωση των δεικτών τη χρονιά εκείνη.

Πιο συγκεκριμένα, για την περίοδο 2004-2007, για την Εθνική Τράπεζα και την Τράπεζα Πειραιώς παρατηρείται αυξητική τάση του δείκτη ROA και αυξητική τάση του δείκτη ROE για τη Eurobank, ενώ κατά την περίοδο 2008-2012, λόγω της αρνητικής επίδρασης της οικονομικής κρίσης στα αποτελέσματα χρήσης, έχουμε αρνητικούς δείκτες.

Ο δείκτης περιθωρίου κέρδους υπολογίζεται, εάν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους με τις πωλήσεις (έσοδα) της χρήσης. Δηλαδή:

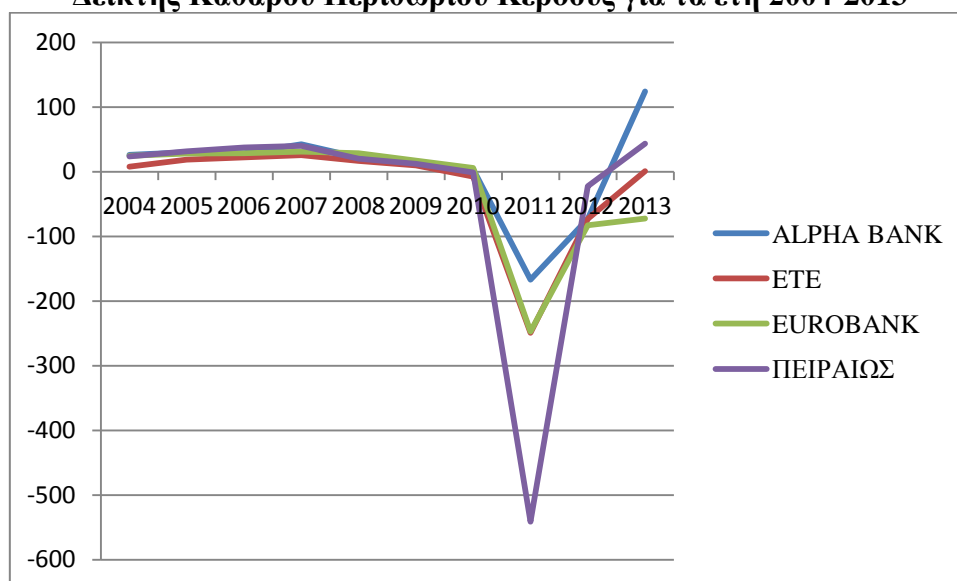
Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους = Καθαρά Κέρδη/ Σύνολο Εσόδων

και δείχνει το ποσοστό καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

Από τον Πίνακα 13 του Παραρτήματος, ο οποίος απεικονίζεται σχηματικά στο Διάγραμμα 6 εξάγεται το συμπέρασμα ότι οι τράπεζες εμφανίζουν τα καλύτερα αποτελέσματά τους τα έτη 2005-2007. Τα έτη 2008 και 2009 τα καθαρά κέρδη συρρικνώνονται, επειδή τα έσοδα μειώνονται και τα έξοδα αυξάνονται. Έτσι παρατηρούμε ότι για όλες τις τράπεζες παρουσιάζεται μείωση του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους, πράγμα που υπογραμμίζει ότι η οικονομική και πολιτική κρίση είχαν κάνει φανερά τα σημάδια τους.

Αξιοσημείωτο, ό, τι αφορά την επίδραση των Σ & Ε στην αποδοτικότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων, είναι ότι η Εθνική Τράπεζα με τις μεγαλύτερες επενδύσεις σε πολλές χώρες των Βαλκανίων δεν εμφανίζει ικανοποιητικές τιμές περιθωρίου κέρδους κατά τα έτη 2008 και 2009 (δεύτερο και τρίτο έτος αντίστοιχα μετά την εξαγορά της τουρκικής Finansbank και της σέρβικης Vojvodjanska Banka), πράγμα που σημαίνει ότι ίσως δεν εφαρμόζονται οικονομίες κλίμακας, για να επωφεληθεί η τράπεζα από πιθανές μειώσεις κόστους.

Διάγραμμα 6
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους για τα έτη 2004-2013



Πηγή: Ιστοσελίδες Τραπεζών

Από το 2010 έως το 2012 ο δείκτης παρουσιάζει αρνητικό πρόσημο και καταλήγει στο -541,48% της Τράπεζας Πειραιώς το 2011. Η αποθαρρυντική εικόνα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος ενισχύεται αν αναλογιστεί κανείς ότι για το ίδιο έτος η Alpha Bank είχε δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους -166,86%, που ήταν και η καλύτερη επίδοση. Το πολύ χαμηλό επίπεδο εξηγείται κατά κύριο λόγο από την εθελοντική συμμετοχή των τραπεζών στην απομείωση των ελληνικών ομολόγων στα πλαίσια του PSI για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους. Όσον αφορά τη βελτίωση των δεικτών για το έτος 2013, δεν είναι ξεκάθαρο αν η αύξηση οφείλεται στη συγκέντρωση που επιτεύχθηκε κατά τα έτη 2011-2012 ή σε άλλους παράγοντες.

4.5 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

4.5.1 ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ

Η τράπεζα Αττικής ιδρύθηκε το 1925, όμως ουσιαστικά άρχισε να δραστηριοποιείται το 1964, όταν εξαγοράστηκε από τον όμιλο εταιρειών της Εμπορικής Τράπεζας και εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τον Ιούνιο του 1997 η Εμπορική Τράπεζα μεταβίβασε μέρος των μετοχών της στο Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ) και στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, ενώ τον Σεπτέμβριο του 2002 μεταβίβασε στο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο

περίπου το 17% των μετοχών που διατηρούσε έως τότε. Σήμερα βασικός μέτοχος εξακολουθεί και είναι το ΤΣΜΕΔΕ με ποσοστό 50,88%, ενώ το υπόλοιπο ανήκει σε ιδιώτες οι οποίοι δεν κατέχουν πάνω από 5% ο καθένας. Η Attica Bank είναι η μοναδική τράπεζα, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, που δεν ανακεφαλαιοποιείται από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Η Attica Bank, μέσω των 70 υποκαταστημάτων της, δραστηριοποιείται κυρίως στη χρηματοδότηση μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στην αγορά ιδιωτών.

4.5.2 ΠΑΝΕΛΛΗΝΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η Πανελλήνια Τράπεζα είναι εμπορική Τράπεζα και αποτελεί τη φυσική εξέλιξη του νέου ελληνικού χρηματοοικονομικού Συνεταιριστικού Τομέα. Ξεκίνησε την λειτουργία της το 2001 με έδρα το Χολαργό Αττικής. Μέτοχοί της είναι οι 16 ελληνικές συνεταιριστικές τράπεζες και 13 Πιστωτικοί Συνεταιρισμοί με την Παγκρήτια Συνεταιριστική Τράπεζα, την Συνεταιριστική Τράπεζα Χανίων, την Αχαϊκή Συνεταιριστική Τράπεζα και τη Συνεταιριστική Τράπεζα Δωδεκανήσου, να κατέχουν το 73,1% των μετοχών της. Με τη συμμετοχή της Γερμανικής κεντρικής συνεταιριστικής τράπεζας DZ BANK AG, με ποσοστό 12%, το μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας υπερβαίνει τα 80 εκατομμύρια Ευρώ.

4.6 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Σύμφωνα με το ελληνικό νομικό πλαίσιο, η συγχώνευση ανώνυμων εταιρειών πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρείας. Ο βασικός νόμος που διέπει τις συγχωνεύσεις είναι ο Ν. 2190/20 και συγκεκριμένα τα άρθρα 68-89, που ορίζουν θέματα διαδικασίας, διατυπώσεων, εκτίμησης και μεταβίβασης περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευθέντων εταιρειών. Από αυτά, τα άρθρα 81-89 περιγράφουν ρητά τις διαδικασίες που σχετίζονται με θέματα διάσπασης εταιρειών.

Οι διατάξεις που ορίζουν τα θέματα περί συγχώνευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι αυτές του άρθρου 16 του Ν 2515/1997, το οποίο κατάργησε τις διατάξεις των άρθρων 1-15 του Ν. 2292/1953 1953 "Περί συγχωνεύσεως ανωνύμων τραπεζιτικών εταιρειών". Σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν.2515/97 ρυθμίζονται τυπικά, διαδικαστικά και φορολογικά θέματα καθώς και θέματα εκτίμησης και μεταβίβασης περιουσιακών στοιχείων των υπό συγχώνευση τραπεζών. 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. Δύναται όμως αντί της εκτίμησης από την Επιτροπή του άρθρου 9 να γίνει ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των υπό συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως αυτά εμφανίζονται σε ισολογισμούς τους που συντάσσονται για το σκοπό αυτόν και μεταφέρονται ως στοιχεία του ισολογισμού του απορροφώντος ή νέου πιστωτικού ιδρύματος. Στην περίπτωση αυτή, η εκτίμηση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων γίνεται από έναν τουλάχιστον ορκωτό ελεγκτή, που ορίζεται για το σκοπό αυτό από κάθε πιστωτικό ίδρυμα που συμμετέχει στη συγχώνευση.

Με τις διατάξεις των άρθρων 52-55 του Ν.4172/2013 ρυθμίστηκαν φορολογικά θέματα για τις συγχωνευθείσες επιχειρήσεις, που έχουν τη φορολογική τους κατοικία στην Ελλάδα ή σε κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το άρθρο 52 ορίζει ότι κατά τη διαδικασία μεταβίβασης κλάδου δραστηριότητας (εισφοράς ενεργητικού) μεταξύ εταιρειών, δεν φορολογείται η υπεραξία, που υπολογίζεται βάσει της διαφοράς μεταξύ της πραγματικής αξίας των μεταβιβαζομένων στοιχείων ενεργητικού και παθητικού και της λογιστικής αξίας. Η λήπτρια εταιρεία μπορεί να πραγματοποιεί τις αποσβέσεις των στοιχείων του ενεργητικού σύμφωνα με τους κανόνες που θα ίσχυαν για την εισφέρουσα εταιρεία, εάν δεν είχε γίνει η εισφορά ενεργητικού και μπορεί να αναλάβει αποθεματικά και προβλέψεις της εισφέρουσας εταιρείας, τα οποία απολάμβαναν φορολογικές απαλλαγές και τα οποία σχετίζονται με τον κλάδο ή τους κλάδους δραστηριότητας που μεταβιβάζονται και υπό τις προϋποθέσεις που θα ίσχυαν για την εισφέρουσα εταιρεία, εάν δεν είχε γίνει η μεταβίβαση. Η λήπτρια εταιρεία αναλαμβάνει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της εισφέρουσας εταιρείας ως προς τα εν λόγω αποθεματικά και προβλέψεις.

Σύμφωνα με το άρθρο 53, στην περίπτωση της ανταλλαγής μετοχών, όπως ορίζεται η αποκτώσα εταιρεία μπορεί να προβεί σε χρηματική καταβολή έναντι της έκδοσης ή μεταβίβασης τίτλων, υπό την προϋπόθεση ότι η χρηματική καταβολή δεν θα υπερβαίνει το δέκα (10%) της ονομαστικής αξίας, ή, αν δεν υπάρχει ονομαστική αξία, το δέκα τοις εκατό (10%) της λογιστικής αξίας των τίτλων. Ο μέτοχος ή εταίρος της αποκτώμενης εταιρείας δεν υπόκειται, κατά το χρόνο της ανταλλαγής μετοχών, σε φόρο για την υπεραξία που αποκτά λόγω της ανταλλαγής, με εξαίρεση το τμήμα που αντιστοιχεί, κατ' αναλογία, σε τυχόν χρηματική καταβολή. Επίσης, δεν αποδίδει

στους τίτλους που λαμβάνει ως αντάλλαγμα, μεγαλύτερη αξία από τη λογιστική αξία που είχαν οι ανταλλασσόμενοι τίτλοι αμέσως πριν την ανταλλαγή μετοχών. Η αποκτώσα εταιρεία αποτιμά τους τίτλους που λαμβάνει από τον μέτοχο στην αγοραία τους τιμή κατά το χρόνο της ανταλλαγής.

Με το άρθρο 54 οι υπεραξίες, που προκύπτουν από τη συγχώνευση ή τη διάσπαση επιχειρήσεων και υπολογίζονται βάσει της διαφοράς μεταξύ της πραγματικής αξίας των μεταβιβαζομένων στοιχείων ενεργητικού και παθητικού και της λογιστικής αξίας τους, δεν φορολογούνται. Η λήπτρια εταιρεία, που ορίζεται ως η υφιστάμενη ή νέα εταιρεία στην οποία μεταβιβάζονται όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού των εισφερουσών εταιρειών κατά τη διάλυσή τους με αντάλλαγμα την έκδοση ή τη μεταβίβαση στους μετόχους ή εταίρους της εισφέρουσας εταιρείας τίτλων του εταιρικού κεφαλαίου της λήπτριας εταιρείας, διενεργεί αποσβέσεις των στοιχείων του ενεργητικού σύμφωνα με τους κανόνες που θα ίσχυαν για την εισφέρουσα εταιρεία, εάν δεν είχε λάβει χώρα η συγχώνευση ή η διάσπαση. Η λήπτρια εταιρεία μπορεί επίσης να μεταφέρει και να αναλαμβάνει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της εισφέρουσας εταιρείας ως προς τα αποθεματικά και τις προβλέψεις που σχηματίστηκαν από την εισφέρουσα εταιρεία, με τις φορολογικές απαλλαγές και τους όρους που θα ίσχυαν για την εισφέρουσα εταιρεία, εάν η μεταβίβαση δεν είχε λάβει χώρα. Αντίστοιχα, μπορεί να μεταφέρει τις ζημίες της εισφέρουσας εταιρείας, υπό τους ίδιους όρους που θα ίσχυαν για την εισφέρουσα εταιρεία, εάν η συγχώνευση ή η διάσπαση δεν είχε λάβει χώρα.

Με το άρθρο 55 ορίζεται πως δεν υπόκεινται σε φορολόγηση οι υπεραξίες που προκύπτουν κατά τη μεταφορά από την Ελλάδα σε άλλο κράτος – μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης της καταστατικής έδρας μιας ευρωπαϊκής εταιρείας (SE) ή μιας ευρωπαϊκής συνεταιριστικής εταιρείας (SCE). Η μόνιμη εγκατάσταση που δημιουργείται κατ' εφαρμογή των διατάξεων της προηγούμενης παραγράφου, εξακολουθεί να υπολογίζει αποσβέσεις επί της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που προσαρτώνται σε αυτή, με τους ίδιους όρους και προϋποθέσεις ως εάν δεν είχε γίνει η μεταφορά της καταστατικής έδρας.

Με τα άρθρα 1 έως και 166 του Ν.4261/2014 αποσκοπείται η ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 26ης Ιουνίου 2013 «σχετικά με την πρόσβαση στη

δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της Οδηγίας 2002/87/EK και για την κατάργηση των Οδηγιών 2006/48/EK και 2006/49/EK» (EE L 176). Ειδικότερα, θεσπίζονται κανόνες σχετικά με: α) την ανάληψη και άσκηση της δραστηριότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων, β) τις εποπτικές αρμοδιότητες και τα εργαλεία για την προληπτική εποπτεία των ιδρυμάτων από τις αρμόδιες αρχές, γ) την προληπτική εποπτεία των ιδρυμάτων από τις αρμόδιες αρχές κατά τρόπο συμβατό προς τους κανόνες που προβλέπονται στον Κανονισμό (EE) αριθ. 575/2013 (EE L 176), δ) τις απαιτήσεις δημοσιοποίησης όσον αφορά την προληπτική ρύθμιση και εποπτεία των ιδρυμάτων. Με τον παρόντα νόμο καταργήθηκε ο Ν. 3601/2007, που ενσωμάτωνε στην ελληνική τραπεζική νομοθεσία τις διατάξεις των Οδηγιών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, υπ' αριθμ. 2006/48/EK σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας από τα πιστωτικά ιδρύματα (L 177/30.6.2006) και 2006/49/EK για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων.

5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ Σ & Ε ΣΤΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ

5.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ Σ & Ε

Κατά τους (Pilloff & Santomero, 1996) οι περισσότερες ακαδημαϊκές μελέτες προσεγγίζουν την ανάλυση των επιδράσεων των τραπεζικών Σ & Ε, εφαρμόζοντας δύο κατηγορίες εμπειρικών μεθόδων .

5.1.1. ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (ACCOUNTING BASED OPERATIONAL PERFORMANCE EVALUATION)

Με τη μέθοδο αυτή, χρησιμοποιούνται λογιστικά στοιχεία, προκειμένου να συγκριθεί η προ και μετά συγχώνευσης απόδοση των επιχειρήσεων και να καθοριστεί το αντίκτυπο στο κόστος, τα έσοδα και το κέρδος. Το δυνατό σημείο αυτής της προσέγγισης είναι ότι η οικονομική απόδοση μπορεί να μετρηθεί άμεσα, με τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται να λαμβάνονται εύκολα και να γίνονται κατανοητά. Οι υπερασπιστές αυτής της μεθοδολογίας υποστηρίζουν ότι τα λογιστικά στοιχεία μετρούν τις πραγματικές συνθήκες απόδοσης, όχι προσδοκίες επενδυτών και είναι επομένως πιθανό να είναι κάπως πιο αξιόπιστα από τις αποδόσεις των μετοχών. Επίσης, επιχειρείται μία εις βάθος ανάλυση της πραγματικής επίπτωσης των συγχωνεύσεων, όπως αυτή αποτυπώνεται στις λογιστικές καταστάσεις, ενώ αποφεύγονται παράλληλα προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες εταιρείες (Κυριαζής, 2007).

Παρά ταύτα, οι μελέτες των λογιστικών στοιχείων έχουν διάφορα μειονεκτήματα. Αν και τα λογιστικά στοιχεία είναι σχεδιασμένα να μετρούν την πραγματική απόδοση, εντούτοις μπορεί υπό μια έννοια να θεωρηθούν ανακριβή, λόγω του ότι τα στοιχεία αυτά είναι βασισμένα σε ιστορικά στοιχεία που συχνά αγνοούν την παρούσα αγοραία αξία. Επιπλέον, οι αλλαγές που επέρχονται στους δείκτες των οικονομικών καταστάσεων στην πριν και μετά συγχώνευσης περίοδο μπορούν να μην οφείλονται μόνο σε αυτή καθαυτή τη συγχώνευση, αλλά και σε άλλα γεγονότα που επέδρασαν παράλληλα, κατά τη διάρκεια της περιόδου που ερευνάται. Η αποτυχία του ερευνητή να τα αναγνωρίσει και να τα λάβει υπόψη του μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα συμπεράσματα σχετικά με τις αλλαγές που επιφέρουν οι Σ & Ε (Pilloff & Santomero, 1996). Επίσης, η υποκειμενικότητα στην επιλογή του κατάλληλου μέτρου ελέγχου

της απόδοσης, στην επιλογή του μέτρου σύγκρισης (benchmark) για την απόδοση και στην επιλογή του κατάλληλου χρονικού ορίζοντα μέτρησης¹⁵, είναι επίσης σημαντικά μειονεκτήματα.

5.1.2. ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΑΝΤΩΝ (ABNORMAL RETURNS OR EVENT STUDIES METHODOLOGY)

Η δεύτερη προσέγγιση εκτίμησης της ωφέλειας των Σ & Ε, που εφαρμόστηκε για πρώτη φορά από τους Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969), αξιολογεί την αντίδραση του χρηματιστηρίου στις ανακοινώσεις συγχώνευσης, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι οι μετοχές των τραπεζών αυτών είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά. Βασική παραδοχή αποτελεί η υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν πλήρως τις προσδοκίες των επενδυτών με βάση τη διαθέσιμη πληροφόρηση και οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση του γεγονότος.

Οι υπερασπιστές της μεθόδου αυτής υποστηρίζουν ότι τα λογιστικά στοιχεία, που χρησιμοποιούνται στην πρώτη μέθοδο, είναι αναξιόπιστα και ότι η αντίδραση της αγοράς είναι πιθανό να είναι ένας καλύτερος δείκτης των πραγματικών οικονομικών αποτελεσμάτων της αναγγελθείσας διαπραγμάτευσης. Οι περισσότερες μελέτες εξετάζουν τις μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) των αγοραστριών και των εταιρειών –στόχων χωριστά, ενώ άλλες αναλύουν τη συνολική μεταβολή της ωφέλειας των μετόχων.

Η μέθοδος αυτή εκφράζει ποσοτικά τη δημιουργία αξίας, που η αγορά εκτιμά ότι θα επιφέρει η συγχώνευση στην επιχείρηση. Επίσης, συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις (actual returns) των εμπλεκόμενων μερών, κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης του γεγονότος (bid), μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής του, με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις (expected returns) στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, που έχουν υπολογισθεί βάσει των ιστορικών στοιχείων μιας περιόδου, που κυμαίνεται στα 3-5 έτη προ του γεγονότος (event). Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων (abnormal return), όταν είναι θετική, σημαίνει ότι η συγχώνευση δημιουργεί αξία, όταν είναι αρνητική, σημαίνει ότι η συγχώνευση καταστρέφει αξία, ενώ όταν είναι μηδενική, η συγχώνευση έχει ουδέτερη επίδραση.

¹⁵ Σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών, οι οποίες εκφράζουν άμεσα τις προσδοκίες της αγοράς, οι επιπτώσεις των συγχωνεύσεων δεν απεικονίζονται άμεσα στις λογιστικές καταστάσεις.

Η μη κανονική απόδοση δίδεται από τον τύπο:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt}) \text{ όπου}$$

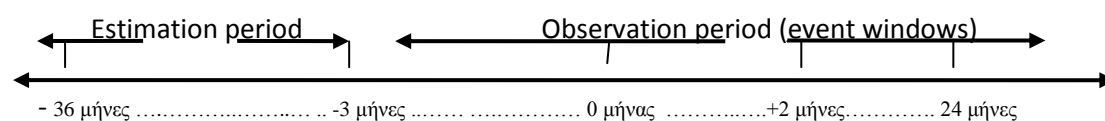
$j = 1, 2, 3, \dots, N$ μετοχές του δείγματος,

$t = 1, 2, 3, \dots, T$ μήνες ή ημέρες,

R_{jt} = αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα,

$E(R_{jt})$ = προβλεπόμενες αποδόσεις μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα.

Στην προσέγγιση αυτή υπάρχουν δύο χρονικές περίοδοι: η περίοδος υπολογισμού (estimation period) και η περίοδος παρατήρησης (observation period), η οποία μπορεί να καταταμηθεί σε υποπεριόδους (event windows). Συνήθως η περίοδος υπολογισμού τελειώνει 1-3 μήνες πριν από την ημερομηνία του γεγονότος, που τοποθετείται στο σημείο 0 (event day/month), ώστε να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της προεξόφλησης του γεγονότος του bid από τη αγορά που μπορεί να οφείλεται σε διαρροή πληροφοριών. Κατά τον Κυριαζή (2007) η παραπάνω περιγραφή μπορεί να απεικονιστεί σχηματικά ως εξής:



Πηγή: Κυριαζής Δ., *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές* (Αθήνα, Εκδόσεις Σμπίλια, 2007) σελ.44.

Όπως κάθε μεθοδολογία, έτσι και οι μελέτες, που στηρίζονται στις τιμές των μετοχών, έχουν ατέλειες λόγω του ότι βασίζονται σε προσδοκίες της αγοράς για μη πραγματοποιημένα γεγονότα. Οι επικριτές της τονίζουν, παράλληλα, ότι οι περισσότερες μελέτες μετρούν τις αποδόσεις για πολύ μικρή χρονική περίοδο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Δεν είναι, επίσης, πάντα ξεκάθαρο πώς ορίζεται η ημερομηνία του γεγονότος (event period), όπως επίσης είναι ασαφής και ο προσδιορισμός του ενδεδειγμένου αριθμού ημερών πριν την ανακοίνωση, που είναι ικανός να μειώσει τον κίνδυνο διαρροής πληροφοριών. Σύγχυση πολλές φορές επικρατεί και στην ερμηνεία αποτελεσμάτων που έχουν να κάνουν με τις μη κανονικές αποδόσεις κατά την μετά συγχώνευση περίοδο, λόγω του γεγονότος ότι οι αποδόσεις μπορεί να οφείλονται σε γεγονότα άσχετα και σε παράγοντες εξωγενείς. Η απόδοση των μετοχών δεν είναι ο καθοριστικός παράγοντας για την εκτίμηση της απόδοσης, δεδομένου ότι οι τιμές των μετοχών είναι πολλές

φορές το αποτέλεσμα κερδοσκοπικών ενεργειών, λανθασμένων προσδοκιών ή απλά ένα παιχνίδι της τύχης (Maditinos, et al., 2009).

Λόγω των παραπάνω περιορισμών μια συνδυασμένη προσέγγιση έχει προκύψει στη διεθνή βιβλιογραφία, που ενσωματώνει και επεκτείνει τις δύο βασικές μεθόδους ανάλυσης. Διάφορες μελέτες αναλύουν όχι μόνο τη σχέση μεταξύ της δραστηριότητας συγχωνεύσεων και των μεταβολών στα λογιστικά στοιχεία και τις αποδόσεις του χρηματιστηρίου, αλλά πηγαίνουν ένα βήμα παρακάτω με το να μετρούν το συσχετισμό μεταξύ των αλλαγών στα λογιστικά στοιχεία και των μη κανονικών αποδόσεων, αποσκοπώντας να εξετάσουν τη δυνατότητα της αγοράς να προβλέψει με ακρίβεια και να διακρίνει τις συγχωνεύσεις, που πρόκειται να επιφέρουν θετικές αλλαγές στην απόδοση των επιχειρήσεων από αυτές που θα αποτύχουν.

5.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

5.2.1 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ Σ & Ε ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

Παραπάνω είδαμε ότι οι λόγοι που οδηγούν σε Σ & Ε τραπεζών κατηγοριοποιούνται πρώτον σε αυτούς που μεγιστοποιούν την αξία των μετοχών και δεύτερον αυτούς που αφορούν τους διοικούντες και λοιπούς ενδιαφερόμενους, των οποίων τα κίνητρα δεν είναι πάντα ίδια με αυτά των μετόχων. Η μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών γίνεται μέσω της ισχυροποίησης της θέσης του εκάστοτε οργανισμού στην αγορά και μέσω της μεγιστοποίησης της αποτελεσματικότητας του σε επίπεδο κόστους – κερδών (Αθανάσογλου & Μπρισίμης 2004). Στη βιβλιογραφία, η επίδραση των Σ & Ε στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών, μελετάται είτε με τη σύγκριση της απόδοσης των τραπεζών πριν και μετά τη συγχώνευση είτε με τη μελέτη της αντίδρασης των τραπεζικών μετοχών στην ανακοίνωση της συγχώνευσης. Στην πρώτη περίπτωση, διαδεδομένη είναι η μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης χρηματοοικονομικών δεικτών βάσει των στοιχείων των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης (operating performance method). Στη δεύτερη περίπτωση, η ανάλυση γίνεται με τη χρήση της μεθόδου των επιχειρηματικών συμβάντων (event study method). Λόγω της έλλειψης συσχέτισης, μεταξύ των μεταβολών στα λογιστικά στοιχεία μέτρησης της απόδοσης και των αποδόσεων των μετοχών γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης της συγχώνευσης, η αγορά αδυνατεί να προβλέψει την επιτυχία ή την αποτυχία μιας συγχώνευσης (Pilloff & Santomero, 1996).

Παρακάτω γίνεται μια απόπειρα εκτενούς παρουσίασης μελετών σχετικών με την αποδοτικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων, ενώ συνοπτική παράθεσή τους γίνεται στους πίνακες 14 και 15 του Παραρτήματος.

Οι Cornett & Tehranian (1992) συγκέντρωσαν λογιστικά δεδομένα 30 μεγάλων τραπεζικών συγχωνεύσεων, που πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α κατά την περίοδο 1982-1987, με σκοπό να εντοπίσουν αλλαγές στην οικονομική αποδοτικότητα των τραπεζών. Διαπίστωσαν ότι με τις συγχωνεύσεις βελτιώθηκε ο δείκτης ταμειακών ροών, λόγω της ικανότητας των νέων τραπεζών να προσελκύουν καταθέσεις και δάνεια καθώς επίσης βελτιώθηκε η παραγωγικότητα των εργαζομένων και ο ρυθμός ανάπτυξης των περιουσιακών στοιχείων. Τα αποτελέσματά τους ταυτίζονται με αυτά

των Healy at al (1992), οι οποίοι βρήκαν ότι οι συγχωνευμένες επιχειρήσεις¹⁶ είχαν σημαντική βελτίωση στο δείκτη λειτουργικών ταμειακών ροών, που προέκυψε από την αύξηση της παραγωγικότητας των περιουσιακών στοιχείων, χωρίς να επιβαρύνονται μακροπρόθεσμα οι επιδόσεις των επιχειρήσεων.

Ο Rhoades (1993) χρησιμοποίησε ένα δείγμα 898 τραπεζών στο οποίο περιλαμβάνονταν τράπεζες που συμμετείχαν σε οριζόντιες συγχωνεύσεις και ιδρύματα που δε συμμετείχαν, κατά την περίοδο 1981-1986, με σκοπό να μελετήσει αν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις οδηγούν σε κερδοφορία των ιδρυμάτων. Προχώρησε α) στη σύγκριση των μεταβολών των αριθμοδεικτών εξόδων των τραπεζών που συγχωνεύτηκαν σε σχέση με αυτές που δε συγχωνεύτηκαν και β) ανέλυσε την πιθανότητα μεταβολής της αποτελεσματικότητας των συγχωνευμένων έναντι των μη συγχωνευμένων τραπεζών. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις τραπεζών, δεν είχαν σημαντική επίδραση στην αποδοτικότητά τους και δεν οδήγησαν σε αύξησή της, σε σχέση με άλλες τράπεζες που δε συμμετείχαν σε τέτοιες συμφωνίες. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι τράπεζες που μεγενθύνονται ξαφνικά, ιδιαίτερα αυτές με μεγάλο αριθμό υποκαταστημάτων, επιβαρύνονται με τεράστιες δαπάνες. Επιπλέον, οι εξαγοράζουσες τράπεζες φάνηκαν να είναι πιο αποτελεσματικές από τις τράπεζες στόχους.

Ο Shaffer (1993) ερεύνησε την επίδραση των μεγάλων συγχωνεύσεων στο συνολικό κόστος των τραπεζών, σε ένα δείγμα αμερικανικών ιδρυμάτων με ενεργητικό άνω του ενός δις δολαρίων, μελετώντας την επιμέρους συνεισφορά της κλιμάκωσης (scale), του φάσματος προϊόντος (scope) και της διοικητικής αποτελεσματικότητας (X efficiency). Τα ευρήματά του έδειξαν ότι η μείωση του κόστους στη μετά συγχώνευση περίοδο ήταν πιθανή να συμβεί στο 50% των περιπτώσεων Σ & Ε και σίγουρα όχι στις πολύ μεγάλες τράπεζες, που το ενεργητικό τους ξεπερνούσε τα 10 δις δολάρια. Επίσης, κατέληξε πως αν μια τράπεζα χαμηλού κόστους μπορεί να μεταδώσει την δική της διοικητική αποδοτικότητα ή αλλιώς αποδοτικότητα X (X efficiency) και στην συνεταίρο της, τότε η διαδικασία της συγχώνευσης είναι δυνατόν να οδηγήσει σε μείωση του κόστους για τη νέα ενοποιημένη τράπεζα.

¹⁶ Ο 50 μεγαλύτερες εξαγορές που έλαβαν χώρα σε Αμερικανικό έδαφος κατά την περίοδο Ιανουάριος 1979 – Ιούνιος 1984.

Παρόμοια είναι και η μελέτη των Akhaverin κλπ (1997), οι οποίοι ασχολήθηκαν επίσης με τις συγχωνεύσεις μεγάλων αμερικανικών τραπεζικών ιδρυμάτων αξιολογώντας την αποδοτικότητά τους. Βρήκαν ότι οι τράπεζες που προχώρησαν σε Σ & Ε είχαν μια στατιστικά σημαντική αύξηση της κερδοφορίας τους σε σχέση με άλλες μεγάλες τράπεζες. Η βελτίωση προήλθε από μια αύξηση των εσόδων που σε μεγάλο βαθμό οφείλονταν σε χρεόγραφα που ενεχυριάζονταν με σκοπό την εξόφληση δανείων. Τράπεζες, οι οποίες πριν τη συγχώνευση ήταν λιγότερο αποδοτικές, βελτίωσαν τις επιδόσεις τους με τη συγχώνευση, καθώς τα περιθώρια εξέλιξης ήταν μεγαλύτερα.

Ο Vander Venet (1996) σε έρευνά του, λαμβάνοντας ένα δείγμα 492 Σ & Ε πιστωτικών ιδρυμάτων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας κατά την περίοδο 1988-1993, εκ των οποίων οι 422 ήταν εγχώριες και οι 70 διασυνοριακές, μελέτησε τη συμπεριφορά μιας σειράς αριθμοδεικτών, που απεικονίζουν το βαθμό κερδοφορίας και αποτελεσματικότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, τρία χρόνια πριν και τρία χρόνια μετά την επίτευξη της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Στην πλειοψηφία των εγχώριων εξαγορών οι εξαγοράστριες δεν καταφέρνουν να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα των τραπεζών – στόχων, των οποίων οι επιδόσεις είναι σαφέστατα κατώτερες των πρώτων. Ακόμα και στις περιπτώσεις που γίνεται εξαγορά του συνόλου της τράπεζας στόχου, που οι δύο πλευρές από άποψη κερδοφορίας είναι κοντά, οι δείκτες μέτρησης της αποτελεσματικότητας επιδεινώνονται. Κατά τον Vander Venet αυτά τα αποτελέσματα οφείλονται σε ατυχείς και απερίσκεπτες επιλογές εξαγορών από τους διοικούντες, που στόχος τους είναι αποκλειστικά η αύξηση του μεγέθους του πιστωτικού ιδρύματος, με σκοπό την ενίσχυση της θέσης του στην τοπική αγορά. Αντίθετα, στην περίπτωση εγχώριων συγχωνεύσεων, μεταξύ ισοδύναμων ιδρυμάτων, των οποίων οι επιδόσεις είναι χαμηλές στην περίοδο πριν τη συγχώνευση, τα επίπεδα κερδοφορίας και αποτελεσματικότητας βελτιώνονται κατά την περίοδο μετά τη συγχώνευση. Στην περίπτωση των διασυνοριακών Σ & Ε η βελτίωση των δεικτών των οικονομικών καταστάσεων έχει να κάνει με την ικανότητα των εξαγοραστριών τραπεζών να εφαρμόσουν τη διοικητική τους εμπειρία και τεχνογνωσία στην εξαγοράζουσα τράπεζα. Λόγω των επιθετικών πολιτικών χρηματοδότησης και δανεισμού που ακολουθούν, παρατηρείται ότι οι δείκτες κερδοφορίας είναι χαμηλοί, τουλάχιστον τα πρώτα χρόνια μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά.

Ο Rhoades (1998) επιχείρησε μια επισκόπηση εννέα τραπεζικών συγχωνεύσεων στις αρχές της δεκαετίας του 1990, που μελετήθηκαν από εννέα διαφορετικούς ερευνητές. Κοινό χαρακτηριστικό τους ήταν ότι επρόκειτο για μεγάλες τράπεζες που πριν τη συγχώνευση είχαν υποστεί σημαντικές περικοπές δαπανών. Τα επίπεδα αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας ερμηνεύτηκαν με τη χρήση οικονομικών δεικτών και όχι με κάποιο στατιστικό μοντέλο εξαιτίας του περιορισμένου αριθμού παρατηρήσεων. Αναλύθηκαν τουλάχιστον 16 οικονομικοί δείκτες, από τους οποίους 7 αριθμοδείκτες δαπανών, 2 κερδοφορίας και 5 αριθμοδείκτες ισολογισμού. Οι τελευταίοι επιλέχθηκαν, ώστε να ερμηνεύσουν την επίδραση στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών, παραγόντων που δε σχετίζονταν με αυτές καθεαυτές τις συγχωνεύσεις. Έγινε σύγκριση των δεικτών πριν και μετά τη συγχώνευση σε βάθος χρόνου τριετίας. Οι περισσότερες από τις εξαγοράστριες τράπεζες, πριν τη συγχώνευση, ήταν οι πιο αποτελεσματικές του κλάδου, ενώ η πλειοψηφία των τραπεζών στόχων την ίδια περίοδο ήταν οι λιγότερο αποτελεσματικές του κλάδου. Οι συγχωνεύσεις οδήγησαν σε μείωση του κόστους, κυρίως από τις περικοπές σε δαπάνες αμοιβών προσωπικού, οι οποίες όμως δεν οδήγησαν απαραίτητα σε βελτίωση των δεικτών αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας των συγχωνευμένων ιδρυμάτων.

Οι Αθανάσογλου & Μπρισίμης (2004), μέσω αριθμοδεικτών, εξέτασαν την επίδραση των Σ & Ε, που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ ελληνικών εμπορικών τραπεζών κατά την περίοδο 1994-2002, στην αποτελεσματικότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Κατατάσσοντας τις τράπεζες σε ομάδες ανάλογα με το μέγεθός τους, ανέλυσαν την εξέλιξη και τη διασπορά δεικτών κόστους και κερδών και υπολόγισαν την αποτελεσματικότητα των τραπεζών, συγκρίνοντας τους δείκτες με αυτούς των τραπεζών που εμφάνιζαν την καλύτερη επίδοση. Επίσης, προχώρησαν στη σύγκριση των δεικτών, πριν και μετά τη συγχώνευση, με τις αντίστοιχες επιδόσεις τραπεζών που δε συμμετείχαν σε Σ & Ε, και μελέτησαν τη διαπίστωση ύπαρξης ή όχι οικονομικών κλίμακας. Από την έρευνά τους προέκυψε ότι οι Σ & Ε που έγιναν έως το 2000 βελτίωσαν την αποτελεσματικότητα κόστους καθώς και την αποτελεσματικότητα κερδών των τραπεζών, που προέκυψαν από αυτές κατά την περίοδο 2000-2002. Οι συγχωνευμένες τράπεζες βελτίωσαν τις επιδόσεις τους ως προς τα έσοδα, τα λειτουργικά έξοδα και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE). Σε αυτό το αποτέλεσμα συνέβαλε η αύξηση της παραγωγικότητας της

εργασίας. Τα οφέλη που προέκυψαν από τις Σ & Ε, ως προς την αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών, αφορούσαν τράπεζες κυρίως μικρού και μεσαίου μεγέθους. Αυτές χαρακτηρίζονταν από την ύπαρξη οικονομίων κλίμακας, σε αντίθεση με τις μεγάλου μεγέθους τράπεζες, στις οποίες επικρατούσαν αρνητικές οικονομίες κλίμακας.

Οι Halkos & Salamouris (2004), αντίθετα, τονίσαν, πως όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του ενεργητικού τόσο καλύτερες είναι οι επιδόσεις μιας τράπεζας. Μέσω της ανάλυσης εμπορικών τραπεζών – μέλών της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών κατά την τριετία 1997-1999, έδειξαν ότι κατά την εν λόγω περίοδο υπήρξαν διακυμάνσεις στις επιδόσεις των τραπεζών και ότι η αύξηση της αποδοτικότητας συνοδεύτηκε με μείωση του αριθμού των μικρών τραπεζών μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, που υλοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, είχαν ανάμικτα αποτελέσματα σχετικά με την αποτελεσματικότητα. Σε ορισμένες περιπτώσεις, παρατηρήθηκε βελτιωμένη απόδοση, ενώ σε άλλες περιπτώσεις το αποτέλεσμα ήταν το αντίθετο.

Οι Belen et al. (2004) ανέλυσαν την απόδοση των τραπεζών σχετικά με το αν η εξαγοράζουσα είναι τράπεζα ή μη τραπεζικός οργανισμός, χρησιμοποιώντας δεδομένα από ένα δείγμα 1629 τραπεζών, όπου σημειώθηκαν 181 εξαγορές. Από την έρευνά τους διαπίστωσαν ότι οι εξαγορές μπορούν να οδηγήσουν σε κερδοφορία μακροπρόθεσμα. Η βελτίωση στην απόδοση έρχεται με μία καθυστέρηση τουλάχιστον δύο ετών. Λόγω του καθολικού χαρακτήρα του ευρωπαϊκού χαρακτήρα του τραπεζικού συστήματος, όπου μια γκάμα πολλών και διαφοροποιημένων προϊόντων δεν θεωρείται πρόσθετο πλεονέκτημα, οι εξαγορές από μη τραπεζικούς οργανισμούς, που είχαν ως στόχο τη δημιουργία ομίλων με ετερογενείς δραστηριότητες, δεν είχαν μεγάλη κερδοφορία σε σχέση με τις συμφωνίες που έγιναν μεταξύ αμιγώς τραπεζικών ιδρυμάτων.

Οι Mylonidis & Kelnikola (2005) μελέτησαν ένα δείγμα εννέα τραπεζών που ήρθαν σε συμφωνία εξαγοράς ή συγχωνεύσεως κατά την περίοδο 1999-2000 και τεσσάρων που δεν εμπλέχτηκαν στην παραπάνω δραστηριότητα, συγκρίνοντας δείκτες αποδοτικότητας των δύο ομάδων. Εξέτασαν, επίσης, τη μεταβολή των αριθμοδεικτών στην πριν και μετά συγχώνευση περίοδο σε βάθος χρόνου τριετίας (1997-1999 και 2000-2003), συμπεραίνοντας ότι οι εξαγοράζουσες και εξαγοραζόμενες τράπεζες δε

βελτιώνουν με τη συγχώνευση τους δείκτες κερδοφορίας, λειτουργικής αποδοτικότητας και εργασιακής παραγωγικότητας. Εντούτοις, συγκρίνοντας τους με αυτούς των μη συγχωνευμένων τραπεζών, συμπεραίνουν ότι οι συγχωνεύσεις επιδρούν θετικά στη λειτουργική απόδοση των πρώτων, με τη ρευστότητα όμως να επιδεινώνεται στην μετά συγχωνεύσεων περίοδο.

Αντίθετα, οι Liargovas & Repousis (2011), σε ένα δείγμα 6 Σ & Ε ελληνικών τραπεζών κατά την περίοδο 1996-2004 και χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της συγκριτικής ανάλυσης χρηματοοικονομικών δεικτών, διαπίστωσαν ότι η λειτουργική απόδοση δεν βελτιώθηκε μετά από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, ενώ υπήρχαν αμφιλεγόμενα αποτελέσματα κατά τη σύγκριση των συγχωνευμένων τραπεζών με την ομάδα των μη-συγχωνευμένων. Όλοι οι δείκτες μειώθηκαν σε διαφορετικό όμως επίπεδο σημαντικότητας.

Οι Altunbas και Marques (2008) πραγματοποίησαν μια εμπειρική μελέτη σε ένα εκτενές δείγμα 262 Σ & Ε ευρωπαϊκών τραπεζών, που έλαβαν χώρα την περίοδο 1992 έως 2001, χρησιμοποιώντας τις λογιστικές πληροφορίες. Σκοπός τους ήταν η μελέτη της επίδρασης των στρατηγικών και των διοικητικών αποφάσεων στην απόδοση των συγχωνευμένων τραπεζών. Παρατήρησαν, καταρχάς, ότι μεγάλες και αποδοτικές τράπεζες τείνουν να συγχωνεύονται με σχετικά μικρότερες και καλύτερα κεφαλαιοποιημένες τράπεζες και ότι υφίσταται βελτίωση στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών μετά τη συγχώνευση ή εξαγορά, ιδιαίτερα στις διασυνοριακές συναλλαγές. Επίσης, η ύπαρξη ταύτισης ή προσέγγισης των στόχων και στρατηγικών μεταξύ των εταίρων οδηγεί στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των συγχωνευμένων τραπεζών. Έντονες διαφορές στις στρατηγικές παρατηρούνται συνήθως στις διασυνοριακές Σ & Ε. Στις περιπτώσεις των εγχώριων, η ύπαρξη διαφορών στις στρατηγικές χορηγήσεων, καταθέσεων και κερδών, έχει αρνητικές συνέπειες στην απόδοση των τραπεζών, ενώ στις περιπτώσεις των διασυνοριακών ανομοιομορφία στις στρατηγικές των χορηγήσεων και του πιστωτικού κινδύνου βελτιώνουν τις επιδόσεις. Αντίθετα, διαφορές που υπάρχουν σε στρατηγικές κεφαλαιοποίησης, τεχνολογίας και καινοτομίας, βελτιώνουν τις επιδόσεις των εγχώριων συμφωνιών, ενώ δυσχεραίνουν τις επιδόσεις στις περιπτώσεις διασυνοριακών εξαγορών.

Ο Rezitis (2008) μελέτησε το βαθμό στον οποίο οι Σ & Ε στην ελληνική τραπεζική αγορά επηρεάζουν την αποδοτικότητα και παραγωγικότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ως δείγμα του χρησιμοποίησε 10 τράπεζες, εκ των οποίων 4 κρατικές και 6 ιδιωτικές για το χρονικό διάστημα (1993-2004). Από αυτές 5 συμμετείχαν σε συμφωνία Σ & Ε και 5 όχι. Οι Σ & Ε είχαν μάλλον αρνητικά αποτελέσματα στην αποδοτικότητα και τη συνολική αύξηση της παραγωγικότητας των ελληνικών τραπεζών. Η αποδοτικότητα των τραπεζών που συγχωνεύτηκαν μειώθηκε στην μετά τη συγχώνευση περίοδο, ενώ αυτή των μη συγχωνευμένων, αυξήθηκε κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου. Η μείωση στη συνολική παραγωγικότητα των συγχωνευμένων τραπεζών για την περίοδο μετά τη συγχώνευση αποδίδεται στη μείωση της αποδοτικότητας – αποτυχία παραγωγής του προϊόντος που αρχικά σχεδιαζόταν (technical inefficiency)- και στην εξάλειψη των οικονομικών κλίμακας. Για τον ίδιο, απαιτείται χρόνος, ώστε να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα σχετικά με την επίδραση των Σ & Ε στην αποδοτικότητα, καθώς μακροπρόθεσμα φαίνεται πως οι επιδόσεις των συγχωνευμένων τραπεζών βελτιώνονται.

Βασιζόμενος στα παραπάνω συμπεράσματα ο Rezitis (2010) επανήλθε με επόμενη μελέτη του, από την οποία εξήγαγε το συμπέρασμα ότι, βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον, στόχος των τραπεζών είναι η κερδοφορία μέσω της ενίσχυσης της θέσης τους στην αγορά, παρά η αύξηση της αποτελεσματικότητας και η μείωση του κόστους. Παράλληλα, βρήκε ότι οι Σ & Ε ενίσχυσαν την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών τραπεζών για την περίοδο 1995-2004.

Οι Sirioroulos & Tziogkidis (2010), εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία της Περιβάλλουσας Ανάλυσης Δεδομένων (Data Envelopment Analysis) και μελετώντας τις οικονομικές καταστάσεις των ελληνικών τραπεζών, την περίοδο 1995 – 2003, προσπάθησαν να περιγράψουν την αντίδραση των τραπεζικών ιδρυμάτων σε σημαντικά γεγονότα, όπως οι Σ & Ε, οι ιδιωτικοποιήσεις, η κρίση του 1999 του Χρηματιστηρίου Αθηνών και να μελετήσουν τις αλλαγές που επήλθαν στην αποτελεσματικότητα των ελληνικών τραπεζών. Τα συμπεράσματά τους συγκλίνουν με αυτά του Rezitis (2008), καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις η αποδοτικότητα μειώνεται τα 1-2 πρώτα χρόνια, ενώ μακροπρόθεσμα, μετά από μια περίοδο προσαρμογής, δείχνουν να λειτουργούν αποτελεσματικά στις νέες συνθήκες.

Οι Halkos & Tzeremas (2013), χρησιμοποιώντας την ίδια μεθοδο, υπολόγισαν και αξιολόγησαν εκ των προτέρων την αποδοτικότητα, σε επίπεδο λειτουργικών κερδών, μια πιθανής τραπεζικής συγχώνευσης ή εξαγοράς. Συγκεκριμένα μελέτησαν 45 πιθανές Σ & Ε την περίοδο 2007-2011 και βρήκαν ότι, στην πλειοψηφία τους οι δυνητικές Σ & Ε, ένα χρόνο πριν και ένα χρόνο μετά την έναρξη της οικονομικής κρίσης, δεν είναι ικανές να επιφέρουν κέρδη βραχυπρόθεσμα. Τα αποτελέσματα αυτά δεν ισχύουν για το έτος 2011, που το κλίμα αναστρέφεται, με τις πιθανές Σ & Ε να οδηγούν σε λειτουργικά κέρδη σε σύντομο χρονικό διάστημα. Τέλος, διαπίστωσαν πως η συγχώνευση δύο αποδοτικών τραπεζών δεν οδηγεί πάντα σε μια αποδοτική νέα συγχωνευμένη τράπεζα.

Οι Bernad et al. (2010) αξιολόγησαν τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην παραγωγικότητα των ισπανικών ταμειουτηρίων κατά την περίοδο 1986-2004. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι βελτιώσεις στην παραγωγικότητα έχουν να κάνουν με την ταυτότητα της τράπεζας, μιάς και καλύτερες επιδόσεις είχαν μόνο οι μισές περιπτώσεις Σ & Ε. Το γεγονός οφείλεται στην αποτυχία κάποιων τραπεζών να αντιμετωπίσουν τις διαδικασίες ολοκλήρωσης και στην ανεπάρκεια κάποιων διευθυντικών στελεχών να αξιολογήσουν και να εκμεταλευτούν τις ευκαιρίες που μπορούν να παρουσιαστούν από μια συμφωνία Σ & Ε.

5.2.2 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ Σ & Ε ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ

Οι Baradwaj et al.(1990) σε μία σύγκριση εχθρικών και φιλικών εξαγορών την περίοδο 1980-1987, διαχωρίζουν τις ανακοινώσεις των εχθρικών εξαγορών από αυτές των φιλικών, λόγω της διαφορετικής επίδρασης στον πλούτο των μετόχων, ό, τι αφορά ιδιαίτερα τις τράπεζες στόχους. Οι τελευταίες βιώνουν υπέρ κανονικές αποδόσεις που είναι σημαντικά μεγαλύτερες από αυτές των τραπεζών στόχων στις φιλικές συγχωνεύσεις. Από την άλλη, για τις αγοράζουσες τράπεζες τόσο στις εχθρικές συναλλαγές όσο και στις φιλικές, παρατηρούνται αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Το αποτέλεσμα πάντως ήταν ότι οι εχθρικές εξαγορές τραπεζών παράγουν πλούτο, περισσότερο από τις φιλικές εξαγορές τραπεζών.

Οι Houston & Ryngaert (1994), σχετικά με ένα δείγμα 153 ανακοινώσεων τραπεζικών Σ & Ε που διαπραγματεύτηκαν δημόσια την περίοδο 1985-1991, συμπέραναν ότι δεν υπάρχει θετική απόδοση των τιμών της πλειοδότης τράπεζας και της τράπεζας στόχου συγκεντρωτικά κατά την ανακοίνωση της συμφωνίας. Οι θετικές αποδόσεις των εξαγοραζόμενων ακυρώνονται από τις αρνητικές αποδόσεις των πλειοδοτών. Για τους ίδιους αυτά τα αποτελέσματα οφείλονται στο γεγονός ότι δεν παράγονται πραγματικές συνέργειες. Και ενώ μέσα στο δείγμα υπάρχει ένα σύνολο συμφωνιών που είναι καλές, με μεγάλες ευκαιρίες για εξοικονόμηση κόστους, εντούτοις υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός συμφωνιών που οφείλεται σε απερίσκεπτες ενέργειες και υπερβολικά αισιόδοξες εκτιμήσεις των διοικούντων. Επίσης, λόγω του γεγονότος ότι οι εξαγορές με δημόσια προσφορά χρηματοδοτούνται μέσω των μετοχών, η ανακοίνωση εξαγοράς μπορεί να στέλνει μήνυμα στην αγορά ότι η μετοχή της εξαγοράζουσας είναι υπεριτιμημένη.

Παρόμοια ήταν τα συμπεράσματα των Houston et al. (2001) οι οποίοι, λαμβάνοντας ένα δείγμα 64 συγχωνεύσεων μεγάλων τραπεζών της περιόδου 1985-1996, υπολόγισαν τις υπερκανονικές αποδόσεις των συμμετεχόντων στις συμφωνίες και διαπίστωσαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές υπερ-κανονικές αποδόσεις για τις εξαγοράζουσες τράπεζες και στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις για τις εξαγοραζόμενες. Συνεπώς, η αξία των μετοχών των πρώτων μειώθηκε και των δεύτερων αυξήθηκε, ενώ οι αξίες των μετοχών των συγχωνευμένων πλέον ιδρυμάτων μετά την ανακοίνωση είχαν μία μικρή αύξηση. Η βελτίωση αυτή συνοδεύτηκε με μια αύξηση του αριθμού των εγχώριων συγχωνεύσεων και μια αύξηση των συναλλαγών, στις οποίες η διοίκηση προβλέπει εξοικονόμηση του κόστους και αύξηση των εσόδων.

Οι Cybo-Ottone & Murgia (2000) μελέτησαν 54 Σ & Ε σε 14 Ευρωπαϊκές Χώρες την περίοδο 1988-1997 και βρήκαν θετική και σημαντική αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών των τραπεζών κατά την περίοδο των ανακοινώσεων, σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των περισσότερων εμπειρικών μελετών, που αφορούσαν την αμερικανική αγορά. Τα θετικά αποτελέσματα προήλθαν κυρίως από τις εγχώριες συγχωνεύσεις και από τη διαφοροποίηση των τραπεζικών από τα ασφαλιστικά προϊόντα.

Ο Becher (2000), για την περίοδο 1980-1997, ερεύνησε 558 περιπτώσεις ανακοινώσεων Σ & Ε. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν θετική επίδραση των Σ & Ε στη δεκαετία του 1990. Σε μια περίοδο χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης 36 ημερών οι εξαγοραζόμενες τράπεζες αποκόμησαν κέρδη, οι εξαγοράζουσες είχαν στατιστικά σημαντικές υπερ κανονικές αποδόσεις και οι ενοποιημένες νέες τράπεζες είχαν σταθερά θετική απόδοση, η οποία όπως αποδείχτηκε παρέμενε σταθερή ανεξάρτητα από την περίοδο χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης. Τα συμπεράσματα του Becker είναι συνεπή με τη λογική ότι οι τραπεζικές συγχωνεύσεις συμβαίνουν για λόγους συνεργειών και όχι για λόγους ισχύος και οικοδόμησης μιας αυτοκρατορίας. Βέβαια με το πέρασμα του χρόνου και όσο πιο κοντά πλησίαζε η ημερομηνία της ανακοίνωσης τα αποτελέσματα διαφοροποιούνταν, με τις τράπεζες στόχους να εξακολουθούν να έχουν θετικές αποδόσεις, αλλά σε μικρότερο ποσοστό, ενώ οι πλειοδότες είχαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις.

Οι Amihud, et al. (2002) μελέτησαν τα αποτελέσματα που είχαν οι διασυνοριακές τραπεζικές Σ & Ε στις αποδόσεις των τραπεζών, σε αντιδιαστολή με αυτές που δε συμμετείχαν σε τέτοιες συμφωνίες, μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Με δείγμα 214 Σ & Ε, που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1985-1998, κατέληξαν πως οι μη κανονικές ή υπερ-κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών τραπεζών ήταν αρνητικές, κατά μέσο όρο -1%, με τις τελευταίες να αποδεικνύεται ότι υπερτιμούν την αξία των τραπεζών στόχων και να πληρώνουν πολλά για την απόκτησή τους. Η ανακοίνωση των διασυνοριακών Σ & Ε φαίνεται πως δεν πείθει τους μετόχους των τραπεζών ακόμη και αν υφίστανται θετικές συνέργειες.

Ο Nida Dilshad (2013) υποστηρίζει πως για τις εξαγοράζουσες τράπεζες η αγορά αντιδρά, αρχικά, αρνητικά στην εξαγγελία των εξαγορών, ενώ στη συνέχεια και για μικρό χρονικό διάστημα τείνουν να παρουσιάζουν καθαρή παρούσα αξία. Κατά την ημέρα της ανακοίνωσης οι υπερ κανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές, σε αντίθεση με αυτές των τραπεζών – στόχων που κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης παρουσίασαν θετική απόδοση 3,28%. Μετά την ημερομηνία αυτή παρατηρείται συνεχής μείωση των αποδόσεων. Την ανάγκη για εξέταση μεγαλύτερου χρονικού διαστήματος τόνισε ο μελετητής, καθώς τα πραγματικά οφέλη γίνονται αντιληπτά μακροπρόθεσμα.

Οι Cornett & Tehranian (1992) υπολόγισαν τις υπερ-κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης 30 αμερικανικών εξαγορών, την περίοδο 1982 -1987 και βρήκαν έντονη συσχέτιση αυτών με τους δείκτες απόδοσης και ταμειακών ροών. Για συγχωνεύσεις μεγάλων τραπεζών, βρήκαν ότι οι προσδοκίες βελτίωσης της αποδοτικότητας των τραπεζών, ενσωματώνονται στις τιμές των μετοχών κατά την περίοδο της ανακοίνωσης.

Οι Scholtens & R. De Wit (2004), ερεύνησαν ανακοινώσεις Σ & Ε στην Ε.Ε και στις Η.Π.Α., την περίοδο 1990-1999 και βρήκαν ότι οι τράπεζες - στόχοι απολαμβάνουν σημαντικές θετικές μη κανονικές αποδόσεις, ενώ οι αγοραστές απολαμβάνουν, λιγότερο σημαντικές ή και μηδαμινές αποδόσεις. Στη σύγκριση των δύο αγορών εντόπισαν, πως ναι μεν και στις δύο αγορές οι τράπεζες στόχοι απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις και οι αγοράστριες αρνητικές, αλλά τα ποσοστά διέφεραν σημαντικά. Στις Η.Π.Α οι στόχοι κέρδιζαν πολύ υψηλές αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης όμως στην ευρωπαϊκή αγορά ήταν αισθητά μικρότερες. Οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων ιδρυμάτων κέρδιζαν περισσότερα από τους μετόχους των αγοραστών, η διαφορά όμως ήταν μικρή.

Οι Bessler & Murtagh (2002) εξέτασαν την επίδραση των ανακοινώσεων γενικά, είτε πρόκειται για ανακοινώσεις εξαγορών, είτε για κυβερνητικές ανακοινώσεις – κανονισμούς, σε δύο περιπτώσεις τραπεζικών συγχωνεύσεων στον Καναδά, που γνωστοποιήθηκαν τον Ιανουάριο και Απρίλιο του 1998. Στην πρώτη περίπτωση, όπως ήταν αναμενόμενο, παρατηρήθηκαν θετικές αποδόσεις για την εξαγοράζουσα και την εξαγοραζόμενη, ενώ στη δεύτερη περίπτωση τα αποτελέσματα ήταν εντελώς διαφορετικά, με τις υπερκανονικές αποδόσεις να παρουσιάζονται αρνητικές για τις τράπεζες που εμπλέκονταν στη συμφωνία και για τις υπόλοιπες που δεν εμπλέκονταν. Ό, τι αφορά την ανακοίνωση της κυβέρνησης σχετικά με τις αλλαγές που θα επέρχονταν στην καναδική νομοθεσία Σ & Ε, φάνηκε ότι αυτή επέδρασε αρνητικά στο σύνολο του τραπεζικού κλάδου.

Η Havrylychuk (2004) μελέτησε τη μέση αντίδραση των μετοχών 17 περιπτώσεων Σ & Ε στην Πολωνία την περίοδο 1997-2001. Για άλλη μια φορά τα αποτελέσματα ήταν συνεπή με άλλες μελέτες που τεκμηριώνουν την ύπαρξη υψηλών αποδόσεων για τις τράπεζες στόχους. Παράλληλα βρήκε ότι ο βαθμός ολοκλήρωσης παίζει σημαντικό ρόλο στην αποδοτικότητα των ιδρυμάτων, καθώς οι περισσότερες τράπεζες βελτίωσαν

την κερδοφορία τους μέσω της μείωσης του κόστους, της αύξησης της παραγωγικότητας των συντελεστών και της αυξημένης παρουσίας τους στην αγορά. Οι εξαγορές αποδείχτηκαν λιγότερο επιτυχημένες από τις συγχωνεύσεις λόγω της αδυναμίας των εξαγοραζουσών τραπεζών να μεταφέρουν στους στόχους τις δικές τους βέλτιστες πρακτικές.

Οι Mylonidis & Kelnikola (2005) ερεύνησαν την επίδραση των Σ & Ε τεσσάρων συμφωνιών για εξαγορές ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων, με τη μέθοδο της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων. Βρήκαν ότι για τις ελληνικές τράπεζες, είτε πρόκειται για τις εξαγοράζουσες είτε για τις εξαγοραζόμενες, οι συμφωνίες για συγχώνευση ή εξαγορά είναι σε γενικές γραμμές επιτυχημένες, δημιουργώντας αξία σε καθαρή βάση. Στην έρευνά τους οι θετικές αποδόσεις των μετόχων των τραπεζών-στόχων αγγίζαν το 14,3%, ενώ για τις εξαγοράζουσες μικρότερη μεν αλλά θετική απόδοση (4,9%) σε αντιδιαστολή με προγενέστερες εμπειρικές μελέτες που αφορούσαν τον τραπεζικό κλάδο κυρίως των Ηνωμένων Πολιτειών. Τα ευρήματά τους συμπίπτουν με αυτά του Rhoades (1998), που μέσω μιας επισκόπησης 9 μελετών, καταλήγει ότι η αγορά αντιδρά θετικά στην είδηση της εξαγοράς με θετικές αποδόσεις για την πλειοψηφία των εξαγοραζόμενων ιδρυμάτων. Τα αποτελέσματα για τις εξαγοράζουσες είναι αμφίρροπα, με την καθαρή αξία όμως να βελτιώνεται για τις μισές περιπτώσεις εξαγορών.

Θετικές ήταν και οι υπερκανονικές αποδόσεις στις περιπτώσεις ανακοινώσεων Σ & Ε ελληνικών εμπορικών τραπεζών κατά τη διετία 1998-1999, στη μελέτη των Αθανάσογλου κλπ. (2005). Το αξιοσημείωτο στην έρευνα ήταν ότι, ενώ τα αποτελέσματα για τις εξαγοραζόμενες δεν απέκλιναν από αυτά άλλων μελετών, εντούτοις, οι εξαγοράζουσες εμφάνισαν σημαντικά υψηλότερες υπερκανονικές αποδόσεις, περίπου 5 φορές υψηλότερες, από εκείνες των τραπεζών στόχων. Τα υψηλά αυτά ποσοστά εντοπίστηκαν κυρίως στην προ συγχωνεύσης περίοδο και εξηγούνται αφενός από το γεγονός ότι οι τράπεζες που συμμετείχαν σε Σ & Ε δραστηριοποιούνταν στην ίδια αγορά, προσφέροντας ομοειδή τραπεζικά προϊόντα, αφετέρου από τις προσδοκίες των μετόχων ότι οι Σ & Ε θα προκαλούσαν αύξηση του πλούτου τους.

Οι Campa & Hernando (2006), μελετώντας 172 ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών που έλαβαν χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση κατά την περίοδο 1998-2002,

κατέληξαν πως οι αποδόσεις των μετόχων των τραπεζών στόχων είναι θετικές κόντá στην ημερομηνία ανακοίνωσης και με μικρή διάρκεια, ενώ αντίθετα οι αποδόσεις των εξαγοραζουσών είναι αρνητικές. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών μετά την ανακοίνωση δε συσχετίζονται με τις βελτιώσεις στην απόδοση και την αποτελεσματικότητα, που πραγματοποιούνται μετά τη συγχώνευση.

Ο Rosen (2006) εξέτασε τις επιπτώσεις των Σ & Ε στις μετοχές των εξαγοραζουσών τραπεζών. Μελετώντας 6259 περιπτώσεις Σ & Ε μεταξύ 1982 και 2001 βρήκε ότι, όταν η αγορά αντιδρά θετικά στις ανακοινώσεις Σ & Ε, τότε συνεχίζει να αντιδρά με τον ίδιο τρόπο και στη συνέχεια, με τις τιμές των μετοχών των αγοραστριών τραπεζών να τείνουν να αυξάνουν, όταν η ανακοίνωση γίνεται σε ένα θετικό εν γένει χρηματιστηριακό κλίμα και σε μια αγορά που αντιδρά καλά σε τέτοιες ανακοινώσεις. Ωστόσο, από την έρευνα του προέκυψε ότι εξαγορές που ανακοινώθηκαν σε μια θετική για Σ & Ε αγορά, οδήγησαν μακροπρόθεσμα – σε διάστημα 3 ετών - σε πτώση των τιμών των μετοχών για τις εξαγοράζουσες τράπεζες. Οι προσδοκίες των επενδυτών παίζουν σημαντικό ρόλο. Όταν οι τελευταίοι προσδοκούν ότι οι συγχωνεύσεις θα οδηγήσουν σε συνέργειες, τότε αντιδρούν θετικά στις ανακοινώσεις, ενώ όταν οι προσδοκίες τους είναι αποτέλεσμα υπέρμετρης αισιοδοξίας και δεν βασίζονται στην πραγματικότητα, τότε οι βραχυπρόθεσμες θετικές αποδόσεις αναστρέφονται μακροπρόθεσμα.

Οι Liargovas & Repousis (2011) μελετώντας 9 περιπτώσεις Σ & Ε την περίοδο 1996-2008 έδειξαν ότι οι τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές γενικά δεν έχουν επιπτώσεις και δεν δημιουργούν πλούτο. Όμως 10 μέρες πριν την ανακοίνωση παρατηρήθηκε ότι οι μέτοχοι έλαβαν θετικές αποδόσεις, όπως θετικές ήταν οι αποδόσεις για συμφωνίες που αφορούσαν οριζόντιες συγχωνεύσεις και αποσχίσεις τραπεζών. Με βάση τα αποτελέσματά τους προτείνουν την ανάγκη δημιουργίας ενός θεσμικού μηχανισμού για τη μείωση των πιθανών διαρροών πληροφοριών πριν από μια συγχώνευση ή εξαγορά που πρόκειται να πραγματοποιηθεί.

Οι Asimakopoulos & Athanasoglou (2013) μελέτησαν την επίδραση της ανακοίνωσης Σ & Ε σε ευρωπαϊκές τράπεζες, για την περίοδο 1990-2004, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μια τέτοια ανακοίνωση, ιδιαίτερα όταν πρόκειται για διασυνοριακές Σ & Ε, δεν προσθέτει αξία στην περιουσία των μετόχων της αποκτώσας τράπεζας, γεγονός που

οφείλεται στην προτίμηση των μετόχων οι τράπεζά τους να δραστηριοποιείται στην εγχώρια αγορά. Επιπρόσθετα, για την αγοράζουσα τράπεζα, αρνητικές αποδόσεις παρατηρούνται, όταν η εξαγοραζόμενη δεν είναι εισηγμένη σε μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ θετικές παρατηρούνται, όταν οι τράπεζες στόχοι είναι εισηγμένες τράπεζες, μικρές σε μέγεθος και λιγότερο κερδοφόρες, με σημαντικό τμήμα των εσόδων τους να προέρχεται από μη τοκοφόρες δραστηριότητες. Αντιθέτως, σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις η ωφέλεια για τους μετόχους της τράπεζας – στόχου, είτε είναι μικρή ή μεγάλη, είτε είναι εισηγμένη ή όχι, είτε πρόκειται για εγχώρια ή διασυνοριακή εξαγορά, η ανακοίνωση είναι σημαντική προσδίδοντας αξία στα μερίδια των μετόχων.

Οι Wong et al.(2009), σε αντίθεση με ότι είδαμε έως τώρα, παρατήρησαν ότι οι τράπεζες στόχοι στην Ασιατική αγορά, την περίοδο 2000-2007, είχαν ασυνήθιστα αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης ενώ οι εξαγοράζουσες τράπεζες είχαν θετικές αποδόσεις πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Στην προηγούμενη κακή επίδοση της τράπεζας στόχου μπορεί να οφείλεται το γεγονός ότι οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων δεν θεωρούν καλή είδηση την πληροφορία της εξαγοράς. Αντίθετα, η θετική αντίδραση των μετόχων των εξαγοραζουσών υποδηλώνει ότι προσδοκούν μελλοντικές αποδόσεις από αυτές τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Οι Nnadi & Tanna (2013) με την ίδια μεθοδολογία εξέτασαν τις μη κανονικές αποδόσεις, που προκλήθηκαν από την ανακοίνωση Σ & Ε, σε 62 περιπτώσεις διασυνοριακών και εγχώριων συναλλαγών την περίοδο 1997-2007. Από τη μελέτη τους προέκυψε ότι οι εγχώριες Σ & Ε παρουσιάζουν ουδέτερες ή στατιστικά μη σημαντικές αρνητικές υπερ-κανονικές αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, ενώ οι διασυνοριακές συμφωνίες είχαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές αποδόσεις. Οι ερευνητές αποδίδουν το γεγονός στην αβεβαιότητα που δημιουργούν οι διασυνοριακές Σ & Ε λόγω της διαφορετικότητας στους κανονισμούς, στα λογιστικά πρότυπα που εφαρμόζονται, καθώς και στη διαφορά κουλτούρας και νοοτροπίας των εργαζομένων. Από την άλλη, οι εγχώριες τράπεζες έχουν καλύτερη γνώση της τοπικής αγοράς και των προτιμήσεων των εγχώριων καταναλωτών, με αποτέλεσμα να βρίσκονται σε πλεονεκτικότερη θέση από τις αλλοδαπές τράπεζες, και να απολαμβάνουν μεγαλύτερες συνέργειες.

Προγενέστερα, οι Tourani Rad & Van Beek (1999) είχαν ασχοληθεί, επίσης, με το θέμα της επίδρασης στον πλούτο των μετόχων των διασυννοριακών Σ & Ε. Με ληφθέν δείγμα, συγχωνεύσεις και εξαγορές που διαδραματίστηκαν στην Ευρώπη την περίοδο 1989-1996, τα αποτελέσματα των ερευνητών διαφοροποιούνται από την πιο πάνω μελέτη. Οι ίδιοι βρήκαν ότι οι διασυννοριακές Σ & Ε οδήγησαν σε θετικές και στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις για τις τράπεζες στόχους, ενώ για τις αγοράστριες ήταν αρνητικές για την περίοδο προ της ανακοίνωσης και θετικές για την υπόλοιπη περίοδο. Σημειώνουν δε ότι οι αποδόσεις των εξαγοραζουσών τραπεζών ήταν στατιστικά μη σημαντικές, γεγονός που το απέδωσαν στο γεγονός ότι οι στόχοι - τράπεζες είναι μικρότερες σε μέγεθος και λιγότερο αποτελεσματικές, με συνέπεια η επίδραση της ανακοίνωσης στη μετοχή της αγοράστριας να είναι μηδαμινή. Παράλληλα, παρατήρησαν σημαντική επίδραση του μεγέθους της αγοράστριας στην αύξηση του πλούτου των μετόχων, στατιστικά μη σημαντικά αποτελέσματα ως προς την ικανότητά των τραπεζών να μεταδίδουν την αποτελεσματικότητά τους στις λιγότερο αποτελεσματικές και ανάμικτα αποτελέσματα, όταν συνέκριναν τις αποδόσεις σε σχέση με το αν οι Σ & Ε ήταν διασυννοριακές ή εγχώριες.

Οι Beltratti & Paladino (2013) συσχετίζουν τις υπερ κανονικές αποδόσεις με τα χαρακτηριστικά των τραπεζικών ιδρυμάτων. Σε 139 ανακοινώσεις Σ & Ε, την περίοδο 2007-2010, βρήκαν ότι οι αποδόσεις είναι ουδέτερες για τις αγοράστριες τράπεζες κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης, αλλά θετικές μετά την ημερομηνία ολοκλήρωσης. Ανάλογα με τα χαρακτηριστικά των πιστωτικών ιδρυμάτων διαφοροποιούνται και οι αποδόσεις, με αποτέλεσμα, πιο αποδοτικές, πιο κερδοφόρες και με χαμηλότερη μόχλευση τράπεζες να απολαμβάνουν μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις. Θετική επίδραση, επίσης, είχε η αγορά εγχώριων τραπεζών στόχων, ενώ η πληρωμή σε ρευστό έχει το αντίθετο αποτέλεσμα στις υπερ κανονικές αποδόσεις, εξαιτίας του γεγονότος ότι οι επενδυτές αισθάνονται ανασφάλεια με τη πληρωμή σε ρευστό, σε μία περίοδο που διέπεται από πιστωτική κρίση και κρίση ρευστότητας.

Οι Madura & Wiant (1994) ασχολήθηκαν με τις μακροπρόθεσμες συνέπειες που είχαν στις αγοράζουσες τράπεζες οι ανακοινώσεις συγχωνεύσεων. Με δείγμα 152 τραπεζικές εξαγορές στην αμερικάνικη αγορά, που ανακοινώθηκαν από το 1983 έως το 1987, παρατηρήθηκαν αρνητικές υπέρ-κανονικές αποδόσεις για το 36μηνο που ακολούθησε το μήνα ανακοίνωσης. Οι αρνητικές αποδόσεις που ακολούθησαν τις

συγγωνεύσεις των τραπεζών μακροπρόθεσμα εξηγούνται με τη μείωση της παραγωγικότητας των εργαζομένων, με την ύπαρξη εξόδων αναδιάρθρωσης που προκαλούν μειωμένη απόδοση, με την απροθυμία ορισμένων τραπεζών να προβούν σε αναδιρθώσεις για τη μείωση του κόστους και τέλος με την πιθανότητα αυτές καθαυτές οι Σ & Ε να είναι λάθος επιλογές και κακοί χειρισμοί των διευθυντικών στελεχών.

6. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο προηγούμενο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν διεθνώς δημοσιευμένες μελέτες που έχουν ασχοληθεί εκτενώς με την επίδραση των Σ & Ε στην αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα, τόσο των αγοραζόντων τραπεζικών ιδρυμάτων όσο και των τραπεζών στόχων. Παράλληλα, αναλύθηκαν πολλές θεωρητικές προσεγγίσεις που επικεντρώθηκαν στην επίδραση, που έχει η ανακοίνωση μια σχεδιαζόμενης εξαγοράς ή συγχώνευσης στην τιμή των μετοχών των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Στην παρούσα εργασία επιχειρείται αφενός να διερευνηθεί η θετική ή η αρνητική επίδραση που είχαν συγκεκριμένες πραγματοποιημένες Σ & Ε στις αποδόσεις πέντε αγοραζουσών τραπεζικών ομίλων (acquirers), μέσω της ανάλυσης αριθμοδεικτών και αφετέρου να διερευνηθεί, αν υπάρχει θετική συσχέτιση της ανακοίνωσης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στις τιμές των μετοχών των τεσσάρων τραπεζών, που αποτελούν τους πυλώνες του σημερινού ελληνικού συστήματος.

6.1. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Αν και τα μειονεκτήματα, που έχει η μέθοδος της αξιολόγησης της απόδοσης βάσει των λογιστικών στοιχείων (operating performance), αναλύθηκαν σε προηγούμενη ενότητα, η αμεσότητα και η ευκολία της εκτίμησης της απόδοσης των τραπεζών μέσω αριθμοδεικτών και λογιστικών στοιχείων, απαλλαγμένη από τις προσδοκίες των επενδυτών, καθιστά τη συγκεκριμένη μέθοδο ελκυστική, καθώς είναι ένα γρήγορο εργαλείο που δίνει μια πρώτη εικόνα της αποτελεσματικότητας σε διάφορα επίπεδα.

Το δείγμα μας περιλαμβάνει πέντε τράπεζες: την Τράπεζα Πειραιώς, τη Eurobank, τη Marfin, την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και την Alpha Bank. Επιλέχθηκαν 5 συμφωνίες εξαγορών, που πραγματοποίησαν οι προαναφερόμενες τράπεζες την τριετία 2006 - 2008. Με ημερομηνία αναφοράς το έτος συμφωνίας, μελετήσαμε μια σειρά αριθμοδεικτών δύο χρόνια πριν, το έτος της συμφωνίας και δύο χρόνια μετά από αυτή. Στις περισσότερες μελέτες εξετάζονται τα λογιστικά στοιχεία 3-5 χρόνια πριν και μετά από μια εξαγορά (Vennet 1996, Rhoades 1998, Αθανάσογλου & Μπρισίμης 2004), επειδή τα αποτελέσματα μιας εξαγοράς δεν είναι άμεσα και απαιτείται χρόνος να φανεί η επίδρασή της. Η επιλογή των συμφωνιών έγινε λαμβάνοντας υπόψη ότι α) πρόκειται για πρόσφατες σχετικά συμφωνίες, β) διερευνάται διάστημα κατά το οποίο δεν είχε ξεσπάσει ακόμα η δημοσιονομική

κρίση και γ) αφορά τράπεζες που η πλειονότητα αυτών (τέσσερεις στις πέντε) πρωταγωνιστούν σήμερα στην ελληνική τραπεζική αγορά. Οι αριθμοδείκτες επιλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών καθώς και από τα δελτία και τις ετήσιες αναφορές, που δημοσιεύονται στις ιστοσελίδες αυτών και της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών. Στον Πίνακα 6 δίνονται οι απαραίτητες πληροφορίες που αφορούν τις υπό εξέταση συμφωνίες.

Πίνακας 6
Τράπεζες που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική έρευνα

Αγοράστρια Τράπεζα	Τράπεζα Στόχος	Έτος Συμφωνίας	Ποσοστό
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	Proton Bank	2008	31,10%
EUROBANK	Universal Bank	2007	99,34%
MARFIN	Marine Transport Bank	2007	99,20%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	Finansbank	2006	46,00%
ALPHA BANK	Astra Bank	2008	90,00%

Οι δείκτες που εξετάστηκαν είναι αντιπροσωπευτικοί αριθμοδείκτες μέτρησης της αποδοτικότητας, της ρευστότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας.

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετρούν την αποδοτικότητα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της, την καθαρή της θέση και το σύνολο των κεφαλαίων που έχει επενδύσει, δίνοντας τη δυνατότητα στους διοικούντες και τους λοιπούς συναλλασσόμενους να εξάγουν χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με την αποτελεσματική ή όχι χρήση των κεφαλαίων.

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας που αναλύθηκαν είναι οι:

Ο δείκτης Αποδοτικότητας του Μέσης Αξίας Ενεργητικού (ROAA), που μετρά την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και κυρίως των τραπεζών και λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων.

Ο δείκτης Αποδοτικότητας της Μέσης Αξίας Ιδίων κεφαλαίων (ROAE), που αποτελεί παραλλαγή του ROE και διαφέρει από τον δεύτερο μόνο στο γεγονός ότι ο παρονομαστής υπολογίζεται ως το άθροισμα της αξίας της καθαρής θέσης κατά την έναρξη και τη λήξη του έτους δια του δύο. Ο ROAE μπορεί να παρέχει μια πιο

ακριβή εικόνα της κερδοφορίας της τράπεζας, ιδίως σε περιπτώσεις, όπου η αξία των ιδίων κεφαλαίων έχει αλλάξει σημαντικά κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους.

Ο Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους, που αποτελεί το πηλίκο των καθαρών κερδών προς τα συνολικά έσοδα της χρήσης. Στην περίπτωση των τραπεζικών ιδρυμάτων, τα καθαρά κέρδη εκφράζονται ως η διαφορά μεταξύ των κερδών των τόκων δανείων (χορηγήσεων) και των τόκων που καταβάλουν στους δανειστές τους.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα της τράπεζας να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, με τη ρευστοποίηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Οι αριθμοδείκτες που αναλύθηκαν είναι οι:

Καθαρά Δάνεια / Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων (Net Loans / Tot Assets). Ο δείκτης αυτός μετρά το ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων, που επενδύεται στο χαρτοφυλάκιο χορηγήσεων.

Καθαρές χορηγήσεις / Σύνολο των καταθέσεων και δανείων (Net loans/Total deposits and borrowings). Εκφράζει την αναλογία των καθαρών χορηγήσεων προς το σύνολο των υποχρεώσεων της τράπεζας (καταθέσεων και δανείων). Αν η αναλογία είναι πολύ υψηλή, οι τράπεζες στερούνται ρευστότητας για την κάλυψη εκτάκτων αναγκών, ενώ αν ο λόγος είναι πολύ χαμηλός, οι τράπεζες δεν μπορούν να έχουν τα κέρδη που θα μπορούσαν να έχουν.

Καθαρές χορηγήσεις / Καταθέσεις και βραχυπρόθεσμα δάνεια (Net loans/Deposits & short term funding). Εκφράζει την αναλογία των καθαρών χορηγήσεων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και τις καταθέσεις.

Ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού / Σύνολο των καταθέσεων και δανείων (Liquid Assets / Total deposits and borrowings). Υποδηλώνει το ποσό των ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού που καλύπτει το σύνολο των καταθέσεων και των δανείων. Υψηλό ποσοστό του δείκτη σημαίνει υψηλή ρευστότητα της τράπεζας.

Ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού / Καταθέσεις και στοιχεία βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (Liquid Assets / Deposits & short term funding). Εκφράζει την ικανότητα της τράπεζας να ανταπεξέρχεται στις βραχυπρόθεσμες

υποχρεώσεις της με τη ρευστοποίηση των πιο εύκολα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Για τις μη τραπεζικές επιχειρήσεις ο δείκτης αυτός είναι γνωστός και ως δείκτης Ειδικής Ρευστότητας (Quick ή Acid ratio).

Οι αριθμοδείκτες κεφαλαιακής επάρκειας προσδιορίζουν τη σχέση μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων και των κεφαλαίων της επιχείρησης καθώς επίσης μετρούν το βαθμό εξάρτησης της επιχείρησης από τον ξένο κεφαλαιακό παράγοντα. (Θάνος & Θάνος, 2012).

Οι αριθμοδείκτες που ερμηνεύτηκαν είναι οι:

Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο του Ενεργητικού (Equity / Tot Assets)

Πρόκειται για τον δείκτη οικονομικής μόχλευσης που δείχνει το ποσοστό συμμετοχής των Ιδίων Κεφαλαίων στο σύνολο του ενεργητικού.

Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων / Χορηγήσεις (Equity / Net Loans). Δείκτης οικονομικής μόχλευσης, που δείχνει το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η τράπεζα για τη χρηματοδότηση των χορηγήσεών της σε επιχειρήσεις, φυσικά πρόσωπα και άλλα πιστωτικά ιδρύματα.

Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων / Υποχρεώσεις (Equity / Liabilities). Δείχνει τη δυνατότητα της τράπεζας να καλύψει το σύνολο των υποχρεώσεών της με τα Ίδια Κεφάλαιά της.

6.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

Εκτός από τη μέτρηση και σύγκριση της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας των τραπεζών πριν και μετά από μια εξαγορά, πολλές είναι οι έρευνες που ασχολήθηκαν με την αντίδραση των τραπεζικών μετοχών στις ανακοινώσεις συγχώνευσης, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι οι μετοχές των τραπεζών αυτών ήταν εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά.

Στην παρούσα μελέτη επιχειρείται να ερευνηθεί, αν η ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς έχει στατιστικά υπαρκτή επίδραση στην απόδοση των μετοχών των τεσσάρων συστημικών τραπεζικών ιδρυμάτων, που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Για τη χρονική περίοδο 02-01-2004 έως 18-11-2014

ελήφθησαν οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών των τραπεζών Alpha Bank, Eurobank, Εθνική και Πειραιώς με το μέγεθος του δείγματος να αριθμεί 2.716 παρατηρήσεις για κάθε μια από αυτές. Οι τιμές ελήφθησαν από το capital.gr. Οι ημερομηνίες ανακοινώσεων ελήφθησαν από τα Δελτία Τύπου των τραπεζών που είναι ανηρτημένα στις ιστοσελίδες των ομίλων.

Για κάθε τράπεζα εκτιμήσαμε το απλό γραμμικό μοντέλο που έχει τη μορφή:

$$R_t = a + b D$$

Όπου R_t είναι η απόδοση της τιμής της μετοχής, D είναι η ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή $D = 0$ για τις ημέρες που δεν υπήρχε ανακοίνωση και $D = 1$ για τις ημέρες που υπήρχε ανακοίνωση, a είναι ο σταθερός συντελεστής και b είναι η εκτιμήτρια, η οποία αντιπροσωπεύει την κλίση της ευθείας παλινδρόμησης και ερμηνεύεται ως το ποσό της μεταβολής της απόδοσης της μετοχής όταν υπάρχει ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Η εξαρτημένη μεταβλητή R_t είναι συνάρτηση της διαφοράς των λογαρίθμων διαδοχικών τιμών και δίδεται από τη σχέση:

$$R_t = \ln Y_t - \ln Y_{(t-1)}$$

με Y_t : την ημερήσια τιμή κλεισίματος της μετοχής σε χρόνο t

και $Y_{(t-1)}$: την ημερήσια τιμή κλεισίματος της μετοχής σε χρόνο $t-1$

Με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων εκτιμήσαμε την ευθεία παλινδρόμησης της απόδοσης της μετοχής καθεμίας από τις τέσσερις και το συντελεστή b_1 .

7. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα, όπως αυτά προέκυψαν αρχικά με τη μέθοδο αξιολόγησης της απόδοσης βάσει των λογιστικών στοιχείων (operating performance), και στη συνέχεια με την εκτίμηση της οικονομετρικής συνάρτησης της απόδοσης των μετοχών στην ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

7.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Στον Πίνακα 11 του Παραρτήματος ο δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους παρουσιάζει κατά μέσο όρο μείωση κατά το έτος συμφωνίας και περαιτέρω μείωση κατά την περίοδο μετά την εξαγορά. Από τις τράπεζες του δείγματος μόνο η Εθνική Τράπεζα είχε συνεχόμενη βελτίωση στο δείκτη από 2,91% πριν την εξαγορά σε 4,30% μετά την εξαγορά.

Στον Πίνακα 12 του Παραρτήματος ο δείκτης Αποδοτικότητα του Μέσης Αξίας Ενεργητικού (ROAA), αντιδρά παρόμοια με τον προηγούμενο δείκτη. Ο μέσος όρος του δείκτη βαίνει μειούμενος, με ποσοστά 1,23%, 1,13% και 0,62% για την περίοδο πριν, κατά τη διάρκεια και τη διετία μετά την εξαγορά αντίστοιχα. Και εδώ η Εθνική Τράπεζα ήταν η μοναδική τράπεζα που παρουσίασε αύξηση των δεικτών της.

Ο δείκτης Αποδοτικότητα της Μέσης Αξίας Ιδίων κεφαλαίων (ROAE) του Πίνακα 13 του Παραρτήματος παρουσίασε αύξηση κατά το έτος συμφωνίας για τη Eurobank, την Εθνική και τη Marfin, με την τελευταία να καταγράφει τη μεγαλύτερη άνοδο. Τα αποτελέσματα αναστρέφονται για την περίοδο μετά την εξαγορά, που παρατηρείται πτώση του δείκτη για όλες τις τράπεζες, πλην της Εθνικής.

Από τον Πίνακα 14 του παραρτήματος προκύπτει ότι κατά το έτος εξαγοράς παρατηρείται μείωση της ρευστότητας, καθώς όλες οι τράπεζες παρουσιάζουν αύξηση του δείκτη Καθαρά Δάνεια / Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων (Net Loans / Tot Assets). Αν και ο συγκεκριμένος δείκτης δεν μετρά άμεσα τη ρευστότητα, δίνει μια ένδειξη του κατά πόσο τα στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών είναι δεσμευμένα σε μη ρευστοποιήσιμα δάνεια, με την αύξησή του να σημαίνει μείωση της ρευστότητάς των τραπεζών. Αν και επέρχεται βελτίωση κατά την επόμενη διετία,

αν συγκριθούν οι αποδόσεις πριν και μετά την εξαγορά, παρατηρείται ότι για το σύνολο των τραπεζών, πλην της Marfin, η ρευστότητα των ιδρυμάτων μειώνεται.

Ο αριθμοδείκτης Καθαρές χορηγήσεις / Σύνολο των καταθέσεων και δανείων (Net loans/Total deposits and borrowings) στον Πίνακα 15 του Παραρτήματος υποδηλώνει μείωση της ρευστότητας κατά το έτος εξαγοράς και ελαφρά βελτίωση της την περίοδο μετά, για το μέσο όρο των τραπεζών. Η Εθνική, που πριν την εξαγορά είχε τα καλύτερα αποτελέσματα από άποψη ρευστότητας, δεν επιτυγχάνει βελτίωσή της, με το δείκτη να αυξάνεται από 57,71% πριν σε 74,82% μετά την εξαγορά.

Ανάλογα για το σύνολο των τραπεζών είναι και τα αποτελέσματα του δείκτη Καθαρές χορηγήσεις / Καταθέσεις και βραχυπρόθεσμα δάνεια (Net loans/Deposits & short term funding) του Πίνακα 16 του Παραρτήματος, με την Alpha Bank, που παρουσίαζε τα χειρότερα αποτελέσματα από άποψη ρευστότητας, να επιτυγχάνει ποσοστιαία τις καλύτερες επιδόσεις.

Εύλογα προκύπτει το συμπέρασμα πως το σύνολο των τραπεζών αντιμετωπίζει μεγάλα προβλήματα ρευστότητας, καθώς οι παραπάνω αριθμοδείκτες είναι πολύ υψηλοί. Η διαπίστωση αυτή ισχυροποιείται, κοιτάζοντας κανείς στο Παράρτημα τους δείκτες Ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού / Σύνολο των καταθέσεων και δανείων (Πίνακας 17) και Ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού / Καταθέσεις και στοιχεία βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (Πίνακας 18). Για το σύνολο των τραπεζών οι δείκτες βαίνουν μειούμενοι, γεγονός που δεν αντιστρέφεται ούτε την περίοδο μετά την εξαγορά.

Στον Πίνακα 19 του Παραρτήματος παρατηρούμε ότι Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο του Ενεργητικού (Equity / Tot Assets) για το σύνολο των τραπεζών βελτιώνεται ελαφρά κατά το έτος εξαγοράς, ενώ μειώνεται κατά την περίοδο μετά την εξαγορά, με τη μεγαλύτερη μείωση να σημειώνεται στα αποτελέσματα της Εθνικής, η οποία προηγουμένως κατά το έτος εξαγοράς σημείωσε τη μεγαλύτερη άνοδο. Τα αποτελέσματα μάλιστα είναι χειρότερα κατά την περίοδο μετά, σε σχέση με την περίοδο πριν την εξαγορά. Γενικά πάντως ο δείκτης αυτός χαρακτηρίζεται εξαιρετικά χαμηλός, με τη συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων, σε σχέση με τα ξένα κεφάλαια, στην περιουσία των ιδρυμάτων να μην είναι σε επίπεδο ασφαλείας.

Την ίδια ακριβώς τάση, με ίδιο ρυθμό, ακολουθεί και ο αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων / Χορηγήσεις (Equity / Net Loans) στον Πίνακα 20 του Παραρτήματος.

Στον Πίνακα 21 του Παραρτήματος ο λόγος Ιδίων Κεφαλαίων / Υποχρεώσεις (Equity / Liabilities) για το μέσο όρο των τραπεζών αυξάνεται κατά 0,36% το έτος εξαγοράς και στη συνέχεια πέφτει στο 7,54%. Μετά την εξαγορά η Εθνική και η Alpha Bank βελτίωσαν το λόγο, σε σχέση με την προ εξαγοράς περίοδο, με την Εθνική να επιτυγχάνει καλύτερα αποτελέσματα.

7.2 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ - ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ

Εξετάστηκαν τα περιγραφικά στατιστικά μέτρα, έτσι ώστε να βγουν κάποια πρώτα συμπεράσματα για τη διαχρονική απόδοση των μετοχών των τραπεζών Alpha Bank, Eurobank, Εθνική και Πειραιώς. Τα γραφικά που απεικονίζονται παρακάτω, σε συνδυασμό με τις τιμές των συντελεστών ασυμμετρίας και κύρτωσης, δείχνουν ότι ο πληθυσμός μας σε καμία από τις τέσσερις περιπτώσεις δεν ακολουθεί την κανονική κατανομή. Στην πλειοψηφία αυτών πρόκειται για κατανομές λεπτόκυρτες ασύμμετρες αριστερά (Eurobank, E.T.E., Πειραιώς), ενώ στην περίπτωση της Alpha Bank έχουμε μια λεπτόκυρτη ασύμμετρη δεξιά κατανομή.

Στον Πίνακα 7 παρουσιάζονται τα βασικά περιγραφικά στατιστικά μέτρα της Alpha Bank καθώς και το ιστόγραμμα της.

Παρατηρούμε ότι ο μέσος και η διάμεσος δεν συμπίπτουν (Μέσος = -0,0008 ≠ Διάμεσος = 0). Το εύρος των παρατηρήσεων είναι από - 0,215% έως +0,26191%. Ο συντελεστής Ασυμμετρίας = 0,3656 αποκλίνει από την τιμή 0 ενώ ο συντελεστής Κύρτωσης = 6,47729 και αποκλίνει από την τιμή 3.

Πίνακας 7

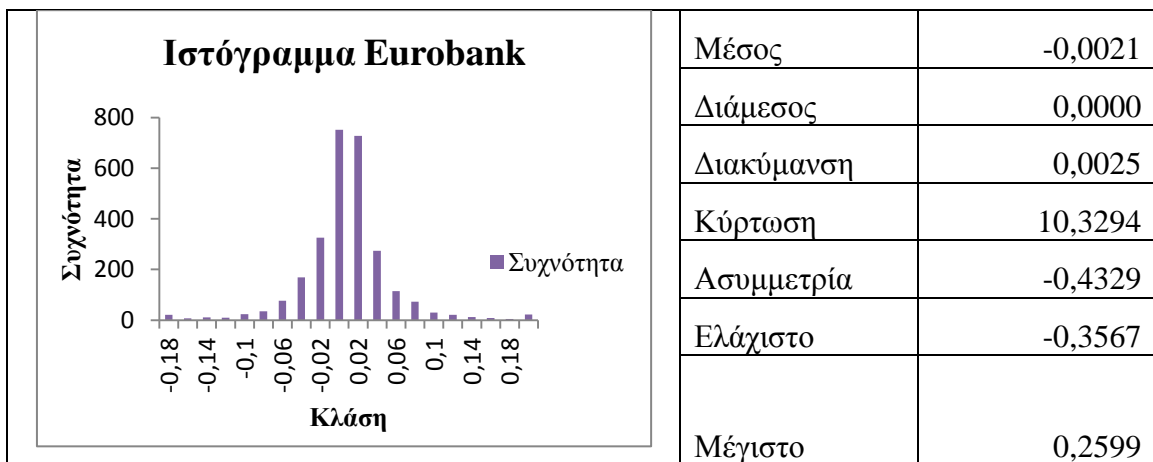
Περιγραφικά στατιστικά μέτρα και ιστόγραμμα Alpha Bank



Το ιστόγραμμα των αποδόσεων των μετοχών καθώς και τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία της Eurobank εμφανίζονται στον Πίνακα 8.

Πίνακας 8

Περιγραφικά στατιστικά μέτρα και ιστόγραμμα Eurobank

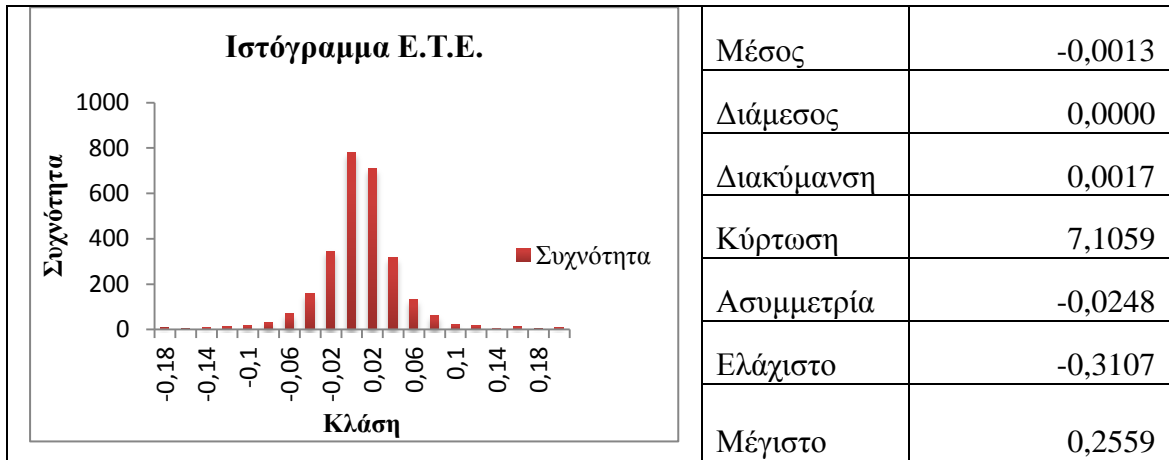


Ο μέσος και η διάμεσος δεν συμπίπτουν ($\text{Μέσος} = -0,0021 \neq \text{Διάμεσος} = 0$). Το εύρος των παρατηρήσεων είναι από $-0,3567\%$ έως $+0,2599\%$. Ο συντελεστής Ασυμμετρίας = $-0,4329$ αποκλίνει από την τιμή 0 ενώ ο συντελεστής Κύρτωσης = $10,3294$ και αποκλίνει σημαντικά από την τιμή 3.

Το ιστόγραμμα των αποδόσεων των μετοχών καθώς και τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία της Εθνικής Τράπεζας εμφανίζονται στον Πίνακα 9.

Πίνακας 9

Περιγραφικά στατιστικά μέτρα και ιστόγραμμα Εθνικής Τράπεζας



Ο μέσος και η διάμεσος δεν συμπίπτουν ($\text{Μέσος} = -0,0013 \neq \text{Διάμεσος} = 0$). Το εύρος των παρατηρήσεων είναι από $-0,3107\%$ έως $+0,2559\%$. Ο συντελεστής Ασυμμετρίας $= -0,0248$ αποκλίνει από την τιμή 0 ενώ ο συντελεστής Κύρτωσης $= 7,1059$ και αποκλίνει από την τιμή 3.

Ο, τι αφορά την Τράπεζα Πειραιώς της οποίας το ιστόγραμμα και τα περιγραφικά στατιστικά μέτρα απεικονίζονται στον Πίνακα 10.

Πίνακα 10

Περιγραφικά στατιστικά μέτρα και ιστόγραμμα Τράπεζας Πειραιώς.



Ο μέσος και η διάμεσος δεν συμπίπτουν ($\text{Μέσος} = -0,0013 \neq \text{Διάμεσος} = 0$). Το εύρος των παρατηρήσεων είναι από $-0,3512\%$ έως $+0,3512\%$. Ο συντελεστής

Ασυμμετρίας = -0,0784 αποκλίνει από την τιμή 0 ενώ ο συντελεστής Κύρτωσης = 9,2138 και αποκλίνει από την τιμή 3.

Με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων εκτιμήσαμε την εξίσωση παλινδρόμησης της απόδοσης των μετοχών R ως προς την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς D για κάθε μία τράπεζα. Υπολογίζοντας τις παραμέτρους a και b κατασκευάστηκε η ευθεία παλινδρόμηση για κάθε τράπεζα και προέκυψαν οι παρακάτω εξισώσεις παλινδρόμησης:

$$R_{\text{ALPHA}} = -0,001 + 0,014 D$$

$$R_{\text{EUROBANK}} = -0,002 + 0,011 D$$

$$R_{\text{ETE}} = -0,001 + (-0,006) D$$

$$R_{\text{ΠΕΙΡΑΙΩΣ}} = -0,001 + 0,005 D$$

Από τις εκτιμημένες εξισώσεις παλινδρόμησης προκύπτει ότι τις ημέρες που δεν υπάρχει ανακοίνωση, η απόδοση των μετοχών αναμένεται να μειώνεται κατά 0,001% για τις τράπεζες ALPHA, EUROBANK και ΠΕΙΡΑΙΩΣ και 0,002% για την Εθνική Τράπεζα. Αντιθέτως, τις ημέρες που υπάρχει ανακοίνωση η απόδοση αναμένεται να αυξάνεται κατά 0,014% για τη μετοχή της ALPHA, 0,011% για τη μετοχή της EUROBANK, και 0,005% για τη μετοχή της ΠΕΙΡΑΙΩΣ. Η Εθνική είναι η μόνη τράπεζα του δείγματος, της οποίας η απόδοση της μετοχής αναμένεται να μειώνεται κατά 0,006% την ημέρα της ανακοίνωσης.

Από τον Πίνακα 11 εξάγεται το συμπέρασμα ότι ο σταθερός συντελεστής a είναι στατιστικά μη σημαντικός για όλες τις τράπεζες. Ο συντελεστής b είναι στατιστικά σημαντικός για την Alpha Bank με $t=2,185$, που σημαίνει ότι οι ανακοινώσεις επιδρούν θετικά στην απόδοση των μετοχών της τράπεζας. Θετικά, επίσης, επιδρούν και στην περίπτωση της Eurobank όπου $t=1,63$, που δεν επιβεβαιώνεται όμως για διάστημα εμπιστοσύνης $\alpha=5\%$. Για τις τράπεζες Πειραιώς και Εθνική παρατηρείται μικρή θετική επίδραση της ανακοίνωσης, για την πρώτη και αρνητική για την τελευταία. Τα ευρήματα είναι μη στατιστικά σημαντικά, που σημαίνει ότι η θετική ή

αρνητική επίδραση των ανακοινώσεων στις μετοχές των συγκεκριμένων τραπεζών, μπορεί να οφείλεται και σε τυχαίο γεγονός. Εξετάζοντας το συντελεστή συσχέτισης Pearson παρατηρείται ότι για τις τράπεζες Alpha Bank, Eurobank και Τράπεζα Πειραιώς έχουμε ασθενή θετική συσχέτιση με συντελεστές συσχέτισης 0,042, 0,031, και 0,016 αντίστοιχα, ενώ για την Εθνική Τράπεζα έχουμε ασθενή αρνητική συσχέτιση με συντελεστή συσχέτισης -0,019.

Πίνακας 11
Συμπεράσματα παλινδρόμησης

	ALPHA BANK	EUROBANK	ΕΘΝΙΚΗ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Συντελεστής a	-0,001	-0,002	-0,001	-0,001
Συντελεστής b	0,014*	0,011	-0,006	0,005
Τυπικό σφάλμα a	0,001	0,001	0,001	0,001
Τυπικό σφάλμα b	0,006	0,007	0,006	0,006
t_a	-1,213	-2,423	-1,492	-1,623
t_b	2,185	1,630	-0,989	0,821
R^2	0,00176	0,00098	0,00036	0,00025
Συντελεστής Συσχέτισης Pearson	0,042	0,031	-0,019	0,016

* Στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,05$

Τέλος, από τις τιμές που λαμβάνει το R τετράγωνο της παλινδρόμησης στις τέσσερις περιπτώσεις φαίνεται ότι η ανακοίνωση (D) δεν ερμηνεύει την εξαρτημένη μεταβλητή της απόδοσης των μετοχών (R).

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο τραπεζικός τομέας αναδιατάχθηκε τα τελευταία χρόνια, με πολλές συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών να λαμβάνουν χώρα. Τις δεκαετίες του 1990 και 2000 στόχος των στρατηγικών αυτών επέκτασης ήταν η επίτευξη οικονομικών κλίμακας, η ανταγωνιστικότητα, η είσοδος σε νέες αγορές και η προσπάθεια ενίσχυσης της θέσης στην εγχώρια αγορά. Την τελευταία πενταετία τα κίνητρα έχουν διαφοροποιηθεί, με τις τράπεζες να μετέχουν σε κινήσεις συγκέντρωσης λόγω των πτωχεύσεων ενός αριθμού τραπεζών, της επιβαρημένης δημοσιονομικής κατάστασης, της μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας και της ανεπάρκειας κεφαλαίων.

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει να επιδείξει πολλές μελέτες, που ασχολήθηκαν με την επίδραση των Σ&Ε στην αποδοτικότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων, ενώ σημαντικός είναι και ο αριθμός ερευνών που ασχολήθηκαν με την επίδραση των ανακοινώσεων στις αποδόσεις των μετοχών. Τα εμπειρικά δεδομένα έδειξαν ότι οι Σ&Ε δεν καθιστούν, βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον, τα τραπεζικά ιδρύματα αποτελεσματικότερα. Μακροπρόθεσμα βέβαια επιτυγχάνονται θετικές συνέργειες, αλλά όχι στο μέγεθος που οι διοικούντες προσδοκούν. Όσον αφορά την επίδραση της ανακοίνωσης για Σ&Ε στην απόδοση των μετοχών, φαίνεται ότι κερδισμένες είναι οι τράπεζες στόχοι παρά οι αγοράστριες τράπεζες.

Στην παρούσα εργασία επιχειρήθηκε να ερευνηθεί, αρχικά, μέσω της εκτίμησης μιας σειράς αριθμοδεικτών, η απόδοση πέντε αγοραστριών τραπεζών, οι οποίες προέβησαν σε συμφωνίες εξαγοράς την τριετία 2006-2008. Η επιλογή των συμφωνιών έγινε λαμβάνοντας υπόψη ότι α) πρόκειται για πρόσφατες σχετικά συμφωνίες, β) διερευνάται διάστημα κατά το οποίο δεν είχε ξεσπάσει ακόμα η δημοσιονομική κρίση και γ) αφορά τράπεζες (οι τέσσερις στις πέντε), που πρωταγωνιστούν σήμερα στην ελληνική τραπεζική αγορά. Εφαρμόστηκε η μέθοδος της αξιολόγησης των λογιστικών στοιχείων και έγινε η σύγκριση της κερδοφορίας, της ρευστότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας δυο χρόνια πριν, κατά το έτος και δυο χρόνια μετά την εξαγορά.

Η αποδοτικότητα των Alpha Bank, Eurobank, Marfin και Πειραιώς μειώνεται, με τον δείκτη Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους να έχει σταθερή φθίνουσα πορεία χωρίς σημαντικές μεταβολές. Οι δείκτες Αποδοτικότητας Μέσης Αξίας Ενεργητικού (ROAA) και Μέσης Αξίας Ιδίων Κεφαλαίων (ROAE) φθίνουν με μεγαλύτερο ρυθμό

κατά το έτος συμφωνίας και τα δύο χρόνια μετά. Εξαίρεση παρατηρείται στην περίπτωση της Εθνικής, της οποίας οι δείκτες κερδοφορίας βελτιώνονται μετά την εξαγορά της Finansbank, γεγονός που οφείλεται στο μέγεθός της. Ό, τι αφορά τη ρευστότητα των τραπεζών, είναι προφανές ότι όλες οι τράπεζες έχουν προβλήματα ρευστότητας με τους δείκτες Καθαρά Δάνεια / Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων, Καθαρές χορηγήσεις / Σύνολο των καταθέσεων και δανείων και Καθαρές χορηγήσεις / Καταθέσεις και βραχυπρόθεσμα δάνεια να είναι ποσοστιαία πολύ υψηλοί. Κατά το έτος εξαγοράς, όπως είναι φυσικό, παρατηρείται μεγάλη μείωση της ρευστότητας, αλλά συγκρίνοντας τους δείκτες πριν και μετά την εξαγορά δεν παρατηρείται βελτίωση για το μέσο όρο των τραπεζών. Ομοίως, δεν βελτιώνεται η κεφαλαιακή επάρκεια, με εξαίρεση το έτος συμφωνίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν να συγκλίνουν με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας (Rhoades 1993, Vander Vennet 1996, Liargovas & Repousis 2011, Mylonidis & Kelnikola 2005, Siriopoulos & Tziogkidis 2010, Halkos & Tzeremas 2013). Φαίνεται πως οι εξαγορές, βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον, δεν έχουν σημαντική επίδραση στην αποδοτικότητα των τραπεζών, πιθανόν γιατί μεγεθύνονται ξαφνικά, επιβαρύνονται με τεράστιες δαπάνες και οι εξαγοράστριες τράπεζες αδυνατούν να εφαρμόσουν τη διοικητική τους εμπειρία, κουλτούρα και τεχνογνωσία στην εξαγοράζουσα τράπεζα. Επίσης, η μείωση της ρευστότητας είναι δυνατόν να είναι αποτέλεσμα της διαφορετικής πολιτικής που ακολουθείται ως προς τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, επενδύοντας μεγάλο μέρος αυτών σε χαρτοφυλάκια δανείων, που είναι υψηλότερου ρίσκου και μη εύκολα ρευστοποιήσιμα.

Στη συνέχεια, διερευνήθηκε η επίδραση της ανακοίνωσης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς στις τιμές των μετοχών της Alpha Bank, Eurobank, Εθνική και Πειραιώς για την περίοδο 2004 – 2014, με την εκτίμηση ενός απλού γραμμικού μοντέλου και με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Παρατηρήθηκε πως για τις Alpha Bank, Eurobank και Πειραιώς η ανακοίνωση μιας επικείμενης συμφωνίας έχει μικρή αλλά θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών, αν και η θετική επίδραση είναι στατιστικά σημαντική μόνο για την Alpha Bank, της οποίας η θετική αντίδραση των μετόχων υποδηλώνει ότι προσδοκούν μελλοντικές αποδόσεις από αυτές τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η τιμή της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας, που είναι η μεγαλύτερη σε μέγεθος από τις εξεταζόμενες, φαίνεται να μην επηρεάζεται θετικά από μια τέτοια ανακοίνωση, γεγονός που συμπίπτει με την άποψη των Tourani Rad & Van Beek

(1999), οι οποίοι θεωρούν ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της τράπεζας, τόσο μικρότερη είναι η αντίδρασή της σε μια ανακοίνωση. Η μικρή επίδραση των ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών οφείλεται, κατά κύριο λόγο, στο γεγονός ότι ένα μεγάλο μέρος των παρατηρήσεων αφορά την περίοδο από το 2010 και μετά, που είχαν αρχίσει να φαίνονται τα σημάδια της κρίσης στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Η δημοσιονομική κρίση, οι συνεχόμενες υποβαθμίσεις των τραπεζών από τους οίκους αξιολόγησης, η μεγάλη εκροή καταθέσεων, η μη εξυπηρέτηση των δανείων και η καθυστέρηση ανακεφαλαιοποίησης, δημιούργησαν έντονο κλίμα αβεβαιότητας που επηρέασε τη συμπεριφορά των επενδυτών. Εξάλλου τα τελευταία χρόνια οι στρατηγικές επέκτασης δεν είχαν στόχο την κερδοφορία, αλλά έγιναν για λόγους επιβίωσης των τραπεζών σε ένα ρευστό πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον.

Οι περιορισμοί της παρούσας μελέτης έχουν να κάνουν με τα εξής: α) Η πρώτη ανάλυση βασίζεται σε μια μεθοδολογία, που δέχεται έντονη κριτική για το γεγονός ότι στηρίζεται σε στείρα οικονομικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων. β) Οι λογιστικές καταστάσεις ενδέχεται να επηρεάζονται και από άλλους μικροοικονομικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες (φορολογική πολιτική, πολιτική επιτοκίων, κρατικές παρεμβάσεις), που μπορεί να οδηγήσουν τον ερευνητή σε λαθεμένα συμπεράσματα. γ) Η επίδραση των Σ&Ε δεν γίνεται άμεσα αντιληπτή, καθώς απαιτείται χρόνος για να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα (Belen et al., 2004, Rezitis 2008). Όσον αφορά τους περιορισμούς της οικονομετρικής μελέτης, θα πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι: α) οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται συχνά από εξωγενείς παράγοντες και β) οι διακυμάνσεις τους είναι συχνά αποτέλεσμα κερδοσκοπικών ενεργειών, λανθασμένων προσδοκιών ή τυχαίων γεγονότων.

Ο τραπεζικός κλάδος βρίσκεται πάντα στο επίκεντρο κάθε χρηματιστηριακής συνεδρίασης, καθώς η πορεία των τραπεζικών μετοχών δείχνει την τάση για την πορεία του Γενικού Δείκτη. Η συμβολή της παρούσας μελέτης έγκειται στο γεγονός ότι εξετάζει την επίδραση των Σ&Ε στις τιμές των μετοχών σε μια περίοδο, που ενσωματώνει την περίοδο της δημοσιονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η δραστηριότητα των συγχωνεύσεων φαντάζει καλή λύση, προκειμένου οι τράπεζες να θωρακιστούν έναντι των κινδύνων ρευστότητας, διαχείρισης και κεφαλαιακής επάρκειας, που δε συμβαδίζει όμως με μια καλή πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών. Η αντίδραση των επενδυτών στην ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή

εξαγοράς, που αποτυπώνεται στην τιμή της μετοχής, επηρεάζεται από την ανυπαρξία ενός ασφαλούς και καλού οικονομικού κλίματος. Συνεπώς, αναδεικνύεται η σημασία της ευρωστίας, στην αύξηση του πλούτου των μετόχων και στην επιτυχία του εγχειρήματος. Επιπλέον, υπογραμμίζεται η σημασία των προσδοκιών που έχουν οι διοικούντες και οι μέτοχοι. Ο σχεδιασμός των κινήσεων θα πρέπει να γίνεται με γνώμονα τη χρονική ωρίμανση που απαιτείται, ώστε οι συνέργειες να γίνουν ορατές. Τα συμπεράσματα, τέλος, θα ήταν εποικοδομητικά για την ανάλυση της απόδοσης και άλλων κλάδων της εγχώριας οικονομίας, που υφίστανται παρόμοιες διαρθρωτικές αλλαγές.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Akhavein, J. D., Berger, A. N. & Humphrey, D. B., 1997. The effects of megamergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function. *Review of Industrial Organization*, Τόμος 12.
- Altunbas, Y. & Marques, D., 2008. Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, Τόμος 60, pp. 204-222.
- Amihud, Y., DeLong, G. L. & Saunders, A., 2002. The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value. *Journal of International Money and Finance*, 21, pp. 857-877.
- Asimakopoulos, I. & Athanasoglou, P. P., 2013. Revisiting the merger and acquisition performance of European banks. *International Review of Financial Analysis*, 29, pp. 237-249.
- Baradwaj, B. G., Fraser, D. R. & Furtado, E. P., 1990. Hostile bank takeover offers. Analysis and implications. *Journal of Banking and Finance*, Τόμος 14, pp. 1229-1242.
- Becher, D. A., 2000. The valuation effects of bank mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 189-214.
- Belen, D. D., Myriam, G. O. & Sergio, S. A., 2004. Bank acquisitions and performance: evidence from a panel of European credit entities. *Journal of Economics and Business*, Τόμος 56, pp. 377-404.
- Beltratti, A. & Paladino, G., 2013. Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 19 February, Τόμος 37, pp. 5394-5405.
- Bernad, C., Fuentelsaz, L. & Gomez, J., 2010. The effect of mergers and acquisitions on productivity: An empirical application to Spanish banking. *Omega*, Τόμος 38, pp. 283-293.
- Bessler, W. & Murtagh, J. P., 2002. The stock market reaction to cross-border acquisitions of financial services firms: an analysis of Canadian banks. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 12, pp. 419-440.
- Bösecke, K., 2009. *Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances*. 1st επιμ. Wiesbaden: Gabler.
- Campa, J. M. & Hernando, I., 2006. M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking & Finance*, 30, p. 3367–3392.
- Cornett, M. M. & Tehranian, H., 1992. Changes in corporate performance associated with bank acquisitions. *Journal of Financial Economics*, Τόμος 31, pp. 211-234.

- Cybo-Ottone, A. & Murgia, M., 2000. Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 24, pp. 831-859.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. & Roll, R., 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 15th February, Τόμος 10.
- Gaughan, P. A., 2011. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 5th επιμ. Hoboken. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Gilson, R. J. & Black, B. S., 1995. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. New York: Foundation Press.
- Gort, M., 1969. An economic disturbance theory of mergers. *Quarterly Journal of Economics*, pp. 624-642.
- Halkos, G. E. & Salamouris, D. S., 2004. Efficiency measurement of the Greek commercial banks with the use of financial ratios: a data envelopment analysis approach. *Management Accounting Research*, Τόμος 15, pp. 201-224.
- Halkos, G. E. & Tzeremas, N. G., 2013. Estimating the degree of operating efficiency gains from a potential bank merger and acquisition: A DEA bootstrapped approach. *Journal of Banking & Finance*, Τόμος 37, pp. 1658-1668.
- Havrylchyk, O., 2004. Consolidation of the Polish banking sector: consequences for the banking institutions and the public. *Economic Systems*, Τόμος 28, pp. 125-140.
- Healy, P. M., Pelepu, K. G. & Ruback, R. S., 1992. Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of Financial Economics*, Τόμος 31, pp. 135-175.
- Houston, J. F., James, C. M. & Ryngaert, M. D., 2001. Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 285-331.
- Houston, J. F. & Ryngaert, M. D., 1994. The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking & Finance*, 18, pp. 1155-1176.
- Jensen, M. C., 1986. Agency Costs of free cash flows. Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Konstantopoulos, N., Sakas, D. & Triantafyllopoulos, Y., 2009. Lessons from a case study from Greek banking M&A negotiations. *Management Decision*, 47(8), pp. 1300-1312.
- Liargovas, P. & Repousis, S., 2011. The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach. *International Journal of Economics and Finance*, Τόμος 3, pp. 89-100.

- Maditinos, D., Theriou, N. & Demetriades, E., 2009. The Effect of Mergers and Acquisitions on the Performance of Companies – The Greek Case of Ioniki-Laiki Bank and Pisteos Bank. *European Research Studies*, 12(2), pp. 111-130.
- Madura, J. & Wiant, K. J., 1994. Long-term valuation effects of bank acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 18, pp. 1135-1154.
- Mylonidis, N. & Kelnikola, I., 2005. Merging activity in the Greek banking system: A financial accounting perspective. *South Eastern Europe Journal of Economics*, pp. 121-144.
- Nafis, A. & Seok Lee, N., 2014. Banking mergers – an application of matching strategy. *Review of Accounting and Finance*, 1, Τόμος 13, pp. 2-23.
- Nida Dilshad, M., 2013. Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. *Business and Economic Research*, Τόμος 13, pp. 89-125.
- Nnadi, M. & Tanna, S., 2013. Analysis of cross-border and domestic mega-M&As of European commercial banks. *Managerial Finance*, 39(9), pp. 848-862.
- Pasiouras, F. & Zopounidis, C., 2008. Consolidation in the Greek banking industry: which banks are acquired?. *Managerial Finance*, 3, Τόμος 34, pp. 198-213.
- Pilloff, S., 1996. Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions. *Journal of Money, Credit and Banking*, Issue 28, pp. 294-310.
- Pilloff, S. J. & Santomero, A. M., 1996. The Value of Bank Mergers and Acquisitions. Στο: *Bank Mergers & Acquisitions*. s.l.:Springer US, pp. 59-78.
- Rezitis, A. N., 2008. Efficiency and productivity effects of bank mergers: Evidence from the Greek banking industry. *Economic Modelling*, Τόμος 25, pp. 236-254.
- Rezitis, A. N., 2010. Evaluating the state of competition of the Greek banking industry. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Τόμος 20, pp. 68-90.
- Rhoades, S. A., 1993. Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers. *Journal of Banking and Finance*, Τόμος 17, pp. 411-422.
- Rhoades, S. A., 1998. The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers. *Journal of Banking & Finance*, Issue 22, pp. 273-291.
- Roll, R., 1986. The Hubris Hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), pp. 197-216.
- Rosen, R. J., 2006. Merger momentum and investor sentiment: the stock market reaction to merger announcements. *Journal of Business*, March, Τόμος 79.

Scholten, B. & Wit, R., 2004. Announcement effects of bank mergers in Europe and the US. *Research in International Business and Finance*, 18, pp. 217-228.

Shaffer, S., 1993. Can megamergers improve bank efficiency?. *Journal of Banking and Finance*, Τόμος 17, pp. 423-436.

Siriopoulos, C. & Tziogkidis, P., 2010. How do Greek banking institutions react after significant events? —A DEA approach. *Omega*, Τόμος 38, pp. 294-308.

Sudarsanam, S., 2010. *Creating value from mergers and acquisitions. The challenges*. 2nd επιμ. s.l.:Pearson Education Limited.

Tourani Rad, A. & Van Beek, L., 1999. Market Valuation of European Bank Mergers. *European Management Journal*, October, 17(5), pp. 532-540.

Trautwein, F., 1990. Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11, pp. 283-295.

Vennet, R. V., 1996. The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions. *Journal of Banking and Finance*, January, Issue 20, pp. 1531-1558.

Wong, A., Yin Cheung, K. & Mun, T., 2009. The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia. *International Journal of Economics and Finance*, August, 1(2), pp. 274-283.

Αθανάσογλου, Π. Π., Ασημακόπουλος, Ι. Γ. & Γεωργίου, Ε. Α., 2005. Η επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών στην Ελλάδα. *Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδας*, Ιανουάριος, Issue 24, pp. 29-48.

Αθανάσογλου, Π. Π. & Μπρισίμης, Σ. Ν., 2004. Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα. *Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος*, Ιανουάριος, Issue 22, pp. 7-34.

Θάνος, Γ. Α. & Θάνος, Ι. Γ., 2012. *Χρηματοδοτική των επιχειρήσεων*. Αθήνα: s.n.

Κυριαζής, Δ. Α., 2007. *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*. Αθήνα: Εκδόσεις Σμπίλια.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

www.alpha.gr

www.atticabank.gr

www.bankofgreece.gr/

www.eurobank.gr

www.gurufocus.com/

www.hba.gr/

www.hellastat.eu

www.nbg.gr

www.panellinibank.gr

www.piraeusbank.g

www.capital.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1

Τύποι συγχωνεύσεων, 1895-1904

Τύποι Συγχωνεύσεων	Ποσοστό (%)
Οριζόντιες	78,30
Κάθετες	12,00
Οριζόντιες και Κάθετες	9,70
Σύνολα	100,00

Πηγή: Neil Fligstein, *The Transformation of Corporate Control* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990). Παρατίθεται από τον Patrick Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (New Jersey, John Wiley and Sons, Inc, 2011) σελ.38

Πίνακας 2

Οι δέκα μεγαλύτερες εξαγορές, 1981-1989

Έτος	Αγοράστρια Εταιρεία	Εταιρεία Στόχος	Τιμή εξαγοράς (σε δις \$)
1988	Kohlberg Kravis	RJR Nabisco	25.1
1984	Chevron	Gulf Oil	13.3
1988	Philip Morris	Kraft	13.1
1989	Bristol Myers	Squibb	12.5
1984	Texaco	Getty Oil	10.1
1981	DuPont	Conoco	8
1987	British Petroleum	Standard Oil of Ohio	7.8
1981	U.S. Steel	Marathon Oil	6.6
1988	Campeau	Federated Stores	6.5
1986	Kohlberg Kravis	Beatrice	6.2

Πηγή: Wall Street Journal, November 1998. Παρατίθεται από τον Patrick Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (New Jersey, John Wiley and Sons, Inc, 2011) σελ.60

Πίνακας 3

Οι δέκα μεγαλύτερες εξαγορές παγκοσμίως

A/A	Έτος	Αγοράστρια	Εξαγοραζόμενη	Αξία συναλλαγής (δισ USD)	Αξία συναλλαγής (δισ. EUR)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202.8	204.8
2	2000	America Online Inc	Time Warner	164.7	160.7
3	2007	Shareholders	Philip Morris Intl Inc	107.6	68.1
4	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98.2	71.3
5	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89.2	84.9
6	1998	Exxon Corp	Mobil Corp	78.9	68.4
7	2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	76.0	74.9
8	2004	Royal Dutch Petroleum Co	Shell Transport & Trading Co	74.6	58.5
9	2000	AT&T Inc	BellSouth Corp	72.7	60.2
10	1998	Travelers Group Inc	Citicorp	72.6	67.2

Πηγή: [http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html# M&A_ Ind_Banks](http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#M&A_Ind_Banks)

Πίνακας 4

Τραπεζικά Ιδρύματα που υπάγονται στο Ν. 3601/07 (Μάιος 2014)

A. Πιστωτικά Ιδρύματα με έδρα στην Ελλάδα
1. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ 2. ALPHA BANK 3. ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ 4. ΑΤΤΙΚΑ BANK 5. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ 6. EUROBANK ERGASIAS 7. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ 8. ΠΑΝΕΛΛΗΝΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ 9. AEGEAN BALTIC BANK 10. CREDICOM CONSUMER FINANCE BANK S.A. 11. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΗΠΕΙΡΟΥ 12. ΠΑΓΚΡΗΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ 13. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΑΝΙΩΝ 14. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΒΡΟΥ 15. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ 16. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΡΔΙΤΣΑΣ 17. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ 18. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΕΡΙΑΣ 19. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΡΑΜΑΣ 20. ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΣΕΡΡΩΝ
B. Υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων με έδρα σε χώρα μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης
1. HSBC BANK 2. THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC 3. UNICREDIT BANK A.G 4. FCE BANK. plc 5. GMAC BANK GmbH

6. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

7. FGA BANK GmbH

8. CITIBANK International plc

9. UNION DE CREDITOS INMOBILIARIOS S.A.

10. VOLKSWAGEN BANK GmbH

11. BMW AUSTRIA BANK GmbH

12. MERCEDES-BENZ BANK POLSKA SPOLKA AKCYJNA

13. DEUTSCHE BANK AG

14. CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A.

15. ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΤΔ

*Παροχή της δραστηριότητας 6, μόνο για το υφιστάμενο στις 26.3.2013 χαρτοφυλάκιο του πρώην υποκαταστήματος της Τράπεζας Κύπρου, το οποίο δεν μεταβιβάστηκε στην Τράπεζα Πειραιώς

16. FIMBANK PLC

Γ. Υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων με έδρα σε χώρα εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης

1. BANK OF AMERICA N.A.

2. BANK SADERAT IRAN

3. KEDR CLOSE JOINT STOCK COMPANY COMMERCIAL BANK

4. T.C. ZIRAAT BANKASI A.S.

Δ. Πιστωτικά ιδρύματα που έχουν εξαιρεθεί από την εφαρμογή του Ν. 3601/2007

1. ΤΑΜΕΙΟ ΠΑΡΑΚΑΤΑΘΗΚΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΩΝ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Supervision/SupervisedInstitutions/default.aspx>

Πίνακας 5

Παρουσία Ελληνικών Πιστωτικών Ιδρυμάτων στο εξωτερικό (Μάιος 2014)

ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ	ΘΥΓ. (1) ΥΠΟΚ. (2)	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΘΥΓΑΤΡΙΚΗΣ - ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ
ΑΛΒΑΝΙΑ		
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	1	TIRANA BANK IBC
ΕΤΕ	2	BANKA NBG ALBANIA Sh.A.
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1	ALPHA BANK ALBANIA
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ		
ΕΤΕ	1	UNITED BULGARIAN BANK
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	1	PIRAEUS BANK BULGARIA AD
ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	1	EUROBANK BULGARIA A.D.
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	2	ALPHA BANK SOFIA BRANCH (BULGARIA BRANCH) SOF
ΣΕΡΒΙΑ		
ΕΤΕ	1	VOJVODJANSKA BANKA
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	1	PIRAEUS BANK BEOGRAD AD
ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	1	EUROBANK A.D. BEOGRAD
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1	ALPHA BANK SRBIJA AD
ΚΥΠΡΟΣ		
ΕΤΕ	1	NBG (CYPRUS) LTD
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1	EMPORIKI BANK CYPRUS L.T.D.
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	1	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΚΥΠΡΟΥ (ΠΡΩΗΝ PHENILLION)
ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	1	EUROBANK CYPRUS LTD
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1	ALPHA BANK LTD (CYPRUS)
ΕΤΕ	2	ΕΤΕ ΚΥΠΡΟΣ
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	2	EMPORIKI BANK CYPRUS BRANCH
ΓΕΡΜΑΝΙΑ		
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	2	ATE BANK FRANKFURT BRANCH
ΑΙΓΥΠΤΟΣ		
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	1	PIRAEUS BANK EGYPT SAE
ΕΤΕ	2	NBG CAIRO BRANCH
ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ		
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1	ALPHA BANK LONDON LIMITED
ΕΤΕ	2	NBG LONDON BRANCH
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	2	PIRAEUS BANK - LONDON BRANCH
ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	2	EUROBANK ERGASIAS LONDON BRANCH
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	2	ALPHA BANK AE LONDON BRANCH

ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ		
ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS A.E.	1	EUROBANK PRIVATE BANK LUXEMBOURG S.A.
Π.Γ.Δ.Μ.		
ΕΤΕ ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1 1	STOPANSKA BANKA AD - SKOPJE ALPHA BANK AD SKOPJE
ΜΑΛΤΑ		
ΕΤΕ	1	NBG BANK MALTA LTD
ΡΟΥΜΑΝΙΑ		
ΕΤΕ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS A.E. ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1 1 1 1	BANCA ROMANEASCA PIRAEUS BANK ROMANIA SA BANCPOST SA ALPHA BANK ROMANIA SA
ΤΟΥΡΚΙΑ		
ΕΤΕ	1	FINANSBANK AS
ΟΥΚΡΑΝΙΑ		
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS A.E.	1 1	JSC PIRAEUS BANK ICB P.J.S.C. UNIVERSAL BANK
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ		
ΕΤΕ	1	THE SOUTH AFRICAN BANK OF ATHENS LTD

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Supervision/SupervisedInstitutions/default.aspx>

Πίνακας 6

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην ελληνική τραπεζική αγορά 1992-2014

1992	<ul style="list-style-type: none">• Πώληση από την Εμπορική Τράπεζα σε όμιλο ιδιωτικών επιχειρήσεων του 66,67% της συμμετοχής της στην Τράπεζα Πειραιώς.
1996	<ul style="list-style-type: none">• Εξαγορά και απορρόφηση από τη Eurobank του 95% των μετοχών της Interbank Ελλάς Α.Ε.• Ίδρυση της Tirana Bank στην Αλβανία από την Τράπεζα Πειραιώς.
1997	<ul style="list-style-type: none">• Ο όμιλος της Ε.Τ.Ε προχώρησε στην ενοποίηση των δύο θυγατρικών στεγαστικών της τραπεζών με την Εθνική Κτηματική Τράπεζα να απορροφά την Εθνική Στεγαστική Τράπεζα.• Εξαγορά και απορρόφηση από τη Eurobank των 5 από τα 7 καταστήματα της Credit Lyonnais Hellas.
1998	<ul style="list-style-type: none">• Απορρόφηση της Εθνικής Κτηματικής Τράπεζας από την Ε.Τ.Ε.• Ο όμιλος Πειραιώς αγόρασε από την Ε.Τ.Ε. και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο του 36,37% των μετοχών της Τράπεζας Μακεδονίας – Θράκης• Αγορά από την Πειραιώς του ενεργητικού και των 2 εναπομενόντων καταστημάτων της Credit Lyonnais Hellas που μετονομάστηκε σε Piraeus Prime Bank και απόκτηση του 37,8% των μετοχών της Xiosbank.• Εξαγορά από την Eurobank της Τράπεζας Αθηνών και συγχώνευση τους.• Απόκτηση απ τη Eurobank του 78,23% της Βουλγαρικής Post Bank και του 12% των μετοχών της Τράπεζας Εργασίας.• Εξαγορά από την Alpha Τράπεζα Πίστεως του 75% της Lombard Natwest.• Πώληση του 51% των κοινών και του 20% των προνομιούχων μετοχών της Τράπεζας Κεντρικής Ελλάδος από την Α.Τ.Ε. στην Εγνατία Τράπεζα.
1999	<ul style="list-style-type: none">• Εξαγορά από την Ε.Τ.Ε. των καταστημάτων της Chase Manhattan στο Βουκουρέστι και υπογραφή προσυμφώνου αγοράς του 65% του μετοχικού κεφαλαίου της Σκοπιανής Τράπεζας Stopanska Banca.

- Απορρόφηση από την Πειραιώς του ενεργητικού της National Westminster Ελλάς και των 5 υποκαταστημάτων της, καθώς και απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου της κυπριακής επενδυτικής εταιρείας Euroinvestment and Finance Ltd.
- Απορρόφηση από την Τράπεζα Eurobank της Τράπεζας Κρήτης, την οποία είχε εξαγοράσει κατά το προηγούμενο έτος.
- Εξαγορά από την Alpha Τράπεζα Πίστεως του 51% των μετοχών της Ιονικής Τράπεζας που ανήκε έως τότε στην Εμπορική Τράπεζα.
- Εξαγορά από την Alpha Τράπεζα Πίστεως της ιδιωτικής τράπεζας της Fyrom Kreditna Banka AD-Skorje.

2000

- Εξαγορά από την Ε.Τ.Ε. της Βουλγαρικής Τράπεζας United Bulgarian Bank.
- Συγχώνευση τη Τράπεζας Πειραιώς με την Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης και την τράπεζα Χίου.
- Απόκτηση από την Τράπεζα Πειραιώς της Ρουμάνικης Τράπεζας Banca de Credit Pater.
- Συγχώνευση της Eurobank με την Τράπεζα Εργασίας μετά την απόκτηση του 50,1% της τελευταίας από την πρώτη και αλλαγή της επωνυμίας της τράπεζας σε EFG Eurobank Ergasias.
- Εξαγορά του 6,7% των μετοχών της Εμπορικής Τράπεζας από τη γαλλική Credit Agricole.
- Σύναψη συμφωνίας μεταξύ Εμπορικής Τράπεζας και κυπριακής Glory Worldwide Holdings Ltd για ίδρυση τράπεζας στην Κύπρο.

2001

- Εξαγορά από την Ε.Τ.Ε. μέσω της θυγατρικής της Atlantic Bank της τράπεζας Yonkers Financial Corporation (YFC).
- Ο Ολλανδικός Χρηματοοικονομικός Όμιλος ING Group λαμβάνει το 5% των μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς και η τελευταία το 20% των μετοχών της ING/INN Ελλάδος.
- Εξαγορά και μετέπειτα απορρόφηση από την EFG Eurobank Ergasias της Τράπεζας Επενδύσεων Telesis.
- Η HSBC Ελλάδος εξαγόρασε τις δραστηριότητες των υποκαταστημάτων της Barclay Ελλάδος.

- Εξαγορά από τη Nova Bank της Τουρκικής Sitebank AS.
- Εξαγορά από την FBB-Πρώτη Επιχειρηματική Τράπεζα Α.Ε. του δικτύου υποκαταστημάτων στην Ελλάδα της Καναδικής Bank of Nova Scotia

2002

- Έγκριση της συγχώνευσης της E.T.E. με τις θυγατρικές της Banque Nationale de Grece-France στις 15/07/02 και Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Ανάπτυξης (ETEBA) στις 30/10/02.
- Υπογραφή σύμβασης μεταβίβασης του 57,8% των μετοχών της ETBA στην Τράπεζα Πειραιώς.
- Έλεγχος του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής Alpha Bank Cyprus από τη μητρική της Alpha Bank, μετά την αγορά του 14,36% του μειοψηφικού πακέτου των μετοχών.
- Εξαγορά του 16,41% της θυγατρικής τράπεζας των Σκοπίων Alpha Bank A.D.Skorje και του 20% της θυγατρικής Alpha Bank Romania από τη μητρική Alpha Bank ελέγχοντας το 100% του μετοχικού κεφαλαίου των δύο θυγατρικών τραπεζών.
- Απόκτηση από την Aspis Bank του δικτύου 17 υποκαταστημάτων στην Ελλάδα της ABN AMRO BANK N.V.

2003

- Έγκριση από την Τράπεζα της Ελλάδος της απόκτησης του 81,7% του μετοχικού κεφαλαίου της Ρουμανικής Τράπεζας Banca Romanska από την E.T.E.
- Η Marathon Banking Corporation, θυγατρική της Πειραιώς στη Νέα Υόρκη εξαγόρασε το 98,56% της Interbank Νέας Υόρκης.
- Απόκτηση από την EFG Eurobank Ergasias του 90% του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας της Σερβίας Postbanca AD.
- Συγχώνευση της EFG Eurobank Ergasias με τη Unibank Α.Ε. και απόκτηση από την πρώτη του 91,7% των μετοχών της Bulgarian Post Bank.

2004

- Πώληση του 23% του μετοχικού κεφαλαίου της Γενικής Τράπεζας από το Μ.Τ.Σ στη γαλλική Societe Generale.

2005	<ul style="list-style-type: none"> • Απόκτηση από την Τράπεζα Πειραιώς του 99,7% του μετοχικού κεφαλαίου της Βουλγάρικης Τράπεζας Eurobank. • Εξαγορά από την Alpha Bank της Σέρβικης Jubanka. • Απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Nova Bank από την Πορτογαλική Millenium BCP. • Απόκτηση του 10% του μετοχικού κεφαλαίου της Πανελλήνιας Τράπεζας από τη γερμανική DZ Bank.
2006	<ul style="list-style-type: none"> • Η Eurobank εξαγοράζει τη σέρβικη Nacionalna štedionica την τουρκική Tekfenbank (70%), την ουκρανική Universal Bank (99,3%) και τη βουλγάρικη DZI Bank (74,3%) • Εξαγορά της τουρκικής Finansbank και της σέρβικης Vojvodjanska Banka από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. • Εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας από την Credit Agricole
2007	<ul style="list-style-type: none"> • Συγχώνευση της Marfin Bank με την Εγνατία Τράπεζα και τη Λαϊκή Ελλάδα.
2012	<ul style="list-style-type: none"> • Η Πειραιώς απορροφά το υγιές τμήμα της ΑΤΕ και εξαγοράζει το πλειοψηφικό πακέτο μετοχών της Γενικής Τράπεζας από τον γαλλικό τραπεζικό όμιλο Société Générale
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Απόκτηση των υποκαταστημάτων της Τράπεζας Κύπρου και της Ελληνικής Τράπεζας που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα καθώς και εξαγορά της Millenium Bank Ελλάδα από την τράπεζα Πειραιώς. • Μεταβίβαση του συνόλου των μετοχών του Νέου Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου στη Eurobank • Απόκτηση της Εμπορικής Τράπεζας από την Alpha Bank • Συγχώνευση με απορρόφηση της (κατά 100% θυγατρικής της) Νέας Proton Τράπεζας Α.Ε από τη Eurobank.
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Εξαγορά των εργασιών Λιανικής Τραπεζικής της Citibank, συμπεριλαμβανομένου του Diners Club στην Ελλάδα από την Alpha Bank στις 30/09/2014.

Πίνακας 7

Δείκτες ROA και ROE συστημικών τραπεζών (2004-2013)

Δείκτης ROA για τα έτη 2004-2013										
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ALPHA BANK	1,31	1,27	1,22	1,72	0,81	0,54	0,12	-5,94	-1,87	4,48
ETE	0,39	0,99	1,31	1,71	0,78	0,51	-0,3	-12,83	-2,52	0,04
EUROBANK	1,13	1,21	1,17	1,34	0,86	0,39	0,09	-6,59	-2,05	-1,6
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,82	1,26	1,64	1,77	0,62	0,39	-0,03	-12,14	-0,84	3,19

Δείκτης ROE για τα έτη 2004-2013										
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ALPHA BANK	18,22	17,87	16,97	22,73	11,79	7,25	1,42	-95,75	-81,5	64,24
ETE	14,43	28,81	16,64	19,24	11,61	7,65	-4,29	-775,09	0	-2,04
EUROBANK	17,76	20,31	22,25	23,53	14,48	5,96	1,31	-153,23	-1502,84	-59,43
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	13,54	22,41	29,93	27,52	9,88	6,4	-0,57	-911,55	0	81,67

Πηγή: <http://www.gurufocus.com/>

Πίνακας 8

Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους για τα έτη 2004-2013

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ALPHA BANK	26,11	29,96	28,52	42,3	21,95	14,65	3,82	-166,86	-72,9	123,8
ETE	17,78	18,38	22,24	25,69	16,6	9,57	-7,47	-249,02	-72,76	0,77
EUROBANK	24,5	27,95	28,48	31,02	28,31	16,95	5,77	-247,44	-83,08	-72,72
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	23,76	31,41	37,25	39,89	20,06	12,37	-1,37	-541,48	-22,49	43,09

Πηγή: <http://www.gurufocus.com/>

Πίνακας 9

Συνοπτική παρουσίαση μελετών, σχετικές με την επίδραση των Σ&Ε στην απόδοση των τραπεζικών ιδρυμάτων

Μελέτη	Δείγμα - Περίοδος	Αριθμοδείκτες – Μεταβλητές	Συμπεράσματα
Cornett & Tehranian (1992) Changes in corporate performance associated with bank acquisitions	30 εξαγορές την αμερικάνικη τραπεζική αγορά (1982-1987)	ROA, ROE, 3 δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, Δείκτης πιστωτικής ποιότητας, 4 δείκτες αποτελεσματικότητας, 2 δείκτες ρευστότητας, Δείκτης μεγέθυνσης, Καθαρά έσοδα από τόκους	Βελτίωση των ταμειακών ροών, της παραγωγικότητας των εργαζομένων και του ρυθμού μεγέθυνσης των περιουσιακών στοιχείων
Rhoades (1993) Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers	898 οριζόντιες Σ&Ε τραπεζών (1981-1986)	Εξαρτημένη: Μεταβολή του δείκτη Σύνολο δαπανών/Σύνολο ενεργητικού Ανεξάρτητες: Μέγεθος, Χορηγήσεις/Ενεργητικό, αριθμός υποκαταστημάτων, σύνολο καταθέσεων	Εφαρμογή OLS και logit analysis Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις δεν οδήγησαν σε αύξηση της αποτελεσματικότητας, λόγω αύξησης των δαπανών. Πιο αποτελεσματικές οι αγοράζουσες από τις τράπεζες στόχους
Shaffer (1993) Can megamergers improve bank Efficiency?	Αμερικάνικες εμπορικές τράπεζες με ενεργητικό >1δισ (1984-1989)	Σύνολο καταθέσεων προθεσμιακών και ταμειευτηρίου, πάγια περιουσιακά στοιχεία, δείκτης απασχόλησης, καταναλωτικά και βιομηχανικά δάνεια, λοιπές χορηγήσεις εσωτερικού και εξωτερικού, επενδύσεις, αριθμός υποκαταστημάτων	Μείωση του κόστους στο 50% των συμφωνιών, όχι όμως για τις πολύ μεγάλες τράπεζες. Η μείωση του κόστους συναρτάται με την ικανότητα της αγοράζουσας να μεταδώσει την αποδοτικότητα X και στην τράπεζα στόχο.
Akhavain κλπ (1997) The effects of megamergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function	Αμερικάνικες τράπεζες με ενεργητικό >1δισ (1980-1990)	Σύνολο χορηγήσεων, Σύνολο λοιπών χρεογράφων, Σύνολο καταθέσεων, δείκτης απασχόλησης, Ίδια κεφάλαια Προσαρμοσμένοι δείκτες ROA, ROE, Χορηγήσεις/Σύνολο ενεργητικού	Βελτιωμένη κερδοφορία για τράπεζες που συγχωνεύτηκαν. Αύξηση αποδοτικότητας για τα ιδρύματα που είχαν χαμηλή αποδοτικότητα πριν συγχωνευτούν.

Μελέτη	Δείγμα- Περίοδος	Αριθμοδείκτες – Μεταβλητές	Συμπεράσματα
Vander Vennet Rudi (1996) The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions	492 εξαγορές πιστωτικών ιδρυμάτων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (1988-1993)	Πωλήσεις/σύνολο ενεργητικού, Δείκτης κεφαλαιακού κινδύνου, Πιστωτικού κινδύνου, Κινδύνου ρευστότητας, Περιθωρίου κέρδους, Περιθωρίου επιτοκίων, ROE, ROA, Οικονομικής μόχλευσης, Κόστους εργασίας	Επιδείνωση δεικτών στην πλειοψηφία των εγχώριων εξαγορών. Βελτίωση αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας στην περίπτωση των εγχώριων συγχωνεύσεων. Η αποδοτικότητα των διασυνοριακών Σ&Ε εξαρτάται από την ικανότητα να μεταφερθεί με επιτυχία η εμπειρία και τεχνογνωσία της αγοράστριας. Μείωση της κερδοφορίας τα πρώτα χρόνια της εξαγοράς.
Rhoades (1998) The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers	Επισκόπηση εννέα περιπτώσεων τραπεζικών συγχωνεύσεων στις αρχές της δεκαετίας του 1990	7 δείκτες εξόδων λειτουργίας, 2 αποδοτικότητας (ROA, ROE), 5 δείκτες ισολογισμού (Συνολικές χορηγήσεις/σύνολο ενεργητικού, δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας, Μη ενεργά στοιχεία/σύνολο ενεργητικού κλπ)	Οι αγοράστριες τράπεζες στην πλειοψηφία τους ήταν οι πιο αποτελεσματικές του κλάδου τους και οι τράπεζες – στόχοι οι λιγότερο αποτελεσματικές. Οι συγχωνεύσεις δεν οδήγησαν απαραίτητα σε αύξηση της αποτελεσματικότητας και της κερδοφορίας των ενοποιημένων τραπεζών παρά τη μείωση των δαπανών.
Αθανάσογλου – Μπρισίμης (2004) Η επίδραση των Σ&Ε στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα	Ελληνικές εμπορικές τράπεζες 1994-2002	ROE, ROA, Παραγωγικότητας εργασίας, Παραγωγικότητας κεφαλαίου, Παραγωγικότητας ενεργητικού, Περιθωρίου κέρδους, Μέσου μισθού σε σταθερές τιμές	Σχετική βελτίωση δεικτών κόστους και κερδών των τραπεζών μετά από Σ&Ε. Ύπαρξη οικονομιών κλίμακας σε μικρές και μεσαίες τράπεζες. Αρνητικές οικονομίες κλίμακας για τις μεγάλες τράπεζες
Halkos & Salamouris (2004) Efficiency measurement of the Greek commercial banks with the use of financial ratios: a data envelopment analysis approach	Ελληνικές εμπορικές τράπεζες (1997-1999)	Σύνολο ενεργητικού, Αριθμός εργαζομένων, Λειτουργικές δαπάνες, Έσοδα από τόκους, Έξοδα από τόκους, Καθαρά κέρδη	Αντιφατικά τα αποτελέσματα των Σ&Ε σε σχέση με την αποτελεσματικότητα των τραπεζών. Θετική η επίδραση του μεγέθους του ενεργητικού στην αποδοτικότητα.

Μελέτη	Δείγμα - Περίοδος	Αριθμοδείκτες – Μεταβλητές	Συμπεράσματα
Belen, et al. (2004) Bank acquisitions and performance: evidence from a panel of European credit entities	1629 πιστωτικά ιδρύματα της Ε.Ε- 181 εξαγορές (1993-2000)	Εξαρτημένες μεταβλητές: ROA, ROE Ανεξάρτητες: Α.Ε.Π., Μέγεθος τραπεζικού τομέα, Σύνολο ενεργητικού, Δείκτης μόχλευσης, Σύνολο καταθέσεων/Σύνολο ενεργητικού, Ποσοστό χρηματοοικονομικών εσόδων, Σύνολο χορηγήσεων/Σύνολο καταθέσεων, Καταθέσεις/Σύνολο καταθέσεων τραπεζικού τομέα	Οι Σ&Ε οδηγούν μακροπρόθεσμα σε βελτίωση της αποδοτικότητας των τραπεζών. Ποιο πετυχημένες από άποψη κερδοφορίας οι συμφωνίες μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων παρά μεταξύ οργανισμών με ετερογενείς δραστηριότητες.
Mylonidis N.-Kelnikola I. (2005) Merging activity in the greek banking system: a financial accounting perspective	9 τράπεζες που συμμετείχαν σε Σ&Ε (1999-2000) και 4 που δε συμμετείχαν	Κερδοφορίας (ROE, ROA, Περιθώριο κέρδους), Οικονομικής μόχλευσης, Κάλυψης κεφαλαίου, Συντελεστής φερεγγυότητας Λειτουργικών εξόδων, Λειτουργικών εξόδων διοίκησης, Οργανικών εξόδων /Συνολικά έξοδα Ρευστότητας (Δάνεια/Καταθέσεις, Κυκλοφορούν ενεργητικό / Σύνολο ενεργητικού, Κυκλοφορούν ενεργητικό / Σύνολο καταθέσεων) Παραγωγικότητας(Παραγωγικότητας εργασίας, Αριθμός εργαζομένων / αριθμό υποκαταστημάτων, Ενεργητικό / συνολικό αριθμό εργαζομένων)	Σταθεροί οι δείκτες κερδοφορίας, λειτουργικής απόδοσης και παραγωγικότητας κατά την μετά συγχώνευση περίοδο. Επιδείνωση των δεικτών ρευστότητας. Βελτιωμένοι, σε σχέση με αυτούς των τραπεζών που δεν ενεπλάκησαν σε δραστηριότητα Σ&Ε.
Altunbas Y. , Marques D. (2008) Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities	207 εγχώριες Σ&Ε 55 διασυνοριακές (1992-2001)	Εξαρτημένη μεταβλητή :Μεταβολή ROE στην περίοδο 2 ετών από τη συγχώνευση Ανεξάρτητες μεταβλητές: δείκτης ρευστότητας, χορηγήσεων, πιστωτικού κινδύνου, καταθέσεων, κεφαλαιοποίησης, λοιπών λειτ. εσόδων/σύνολο ενεργητικού, ROE αγοράστριας πριν το deal, σύνολο ενεργητικού στόχου/σύνολο ενεργητικού εξαγοράζουσας	Συγχώνευση μεγάλων τραπεζών με μικρότερες και καλά κεφαλαιοποιημένες τράπεζες Ύπαρξη ομοιοτήτων στις στρατηγικές των τραπεζών στις εγχώριες Σ&Ε. Ανομοιότητες στις διασυνοριακές. Αποδοτικότερες οι τράπεζες στη μετά συγχώνευση περίοδο όταν υπάρχει ταύτιση στρατηγικών.
Rezitis (2008) Efficiency and productivity effects of bank mergers: Evidence from the Greek banking indu.	10 ελληνικές τράπεζες (4 κρατικές και 6 ιδιωτικές) εκ των οποίων 5 συμμετείχαν σε συμφωνίες Σ&Ε (1993-2004)	Σύνολο καταθέσεων, σύνολο χορηγήσεων, ενσώματες και ασώματες ακινητοποιήσεις, συνολικός αριθμός πλήρως απασχολούμενου προσωπικού	Βραχυπρόθεσμα, μείωση παραγωγικότητας και αποδοτικότητας των συγχωνευμένων τραπεζών σε σχέση με τις μη συγχωνευμένες.

Μελέτη	Δείγμα - Περίοδος	Αριθμοδείκτες – Μεταβλητές	Συμπεράσματα
Rezitis (2010) Evaluating the state of competition of the Greek banking industry	Όλες οι ελληνικές τράπεζες (1995-2004)	Εξαρτημένη 1: Σύνολο εσόδων / σύνολο ενεργητικού Εξαρτημένη 2: ROA Εξαρτημένη 3: Ρυθμός αύξησης εσόδων από τόκους ανά μονάδα κεφαλαίου Ανεξάρτητες: Αριθμός τραπεζών, δείκτης υποκαταστημάτων/σύνολο υποκαταστημάτων τραπεζικού κλάδου, Εργαζόμενοι, Σύνολο ενεργητικού, Καταθέσεις, Χορηγήσεις, Κεφάλαιο, Α.Ε.Π., δείκτης κινδύνου, Ρυθμός αύξησης δαπανών εισροών ανά μονάδα κεφαλ.	Στόχος των τραπεζών η κερδοφορία και η ενίσχυσης της θέσης τους στην αγορά. Ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας
Siriopoulos & Tziogkidis (2010) How do Greek banking institutions react after significant events? —A DEA approach	Ελληνικές τράπεζες (1995-2003)	ROE, Δείκτης οικονομικής ανεξαρτησίας (μόγλευσης), Δείκτης μικτού κέρδους επί των πωλήσεων, Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού	Μείωση της αποδοτικότητας τα πρώτα χρόνια μετά τις Σ&Ε. Σημαντική βελτίωση των επιδόσεων μακροπρόθεσμα.
Halkos & Tzeremas (2013) Estimating the degree of operating efficiency gains from a potential bank merger and acquisition: A DEA bootstrapped approach	45 πιθανές Σ&Ε ελληνικών τραπεζών (2007-2011)	Σύνολο ενεργητικού, Σύνολο καταθέσεων, Σύνολο εργαζομένων, Χορηγήσεις, Σύνολο χρεογράφων	Κατά την περίοδο της δημοσιονομικής κρίσης οι Σ&Ε δεν οδηγούν βραχυπρόθεσμα σε κερδοφορία. Το κλίμα αναστρέφεται το 2011. Συγχώνευση μεταξύ αποδοτικών τραπεζών δεν οδηγεί απαραίτητα σε μια αποδοτική νέα τράπεζα.
Bernad et al. (2010) The effect of mergers and acquisitions on productivity: An empirical application to Spanish banking	17 Σ&Ε ισπανικών τραπεζών ταμειυτηρίου (1986-2004)	Δείκτης παραγωγικότητας, Πάγιο ενεργητικό, Κυκλοφορούν ενεργητικό, Σύνολο εργαζομένων.	Οι επιδόσεις των τραπεζών μακροπρόθεσμα βελτιώθηκαν στο 50% των περιπτώσεων με το προφίλ της τράπεζας να παίζει σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς της.
Liargovas et al.(2011) The Impact of Mergers and Acquisitions ..	6 Σ&Ε ελληνικών τραπεζών (1996-2004)	5 δείκτες αποδοτικότητας, 5 δείκτες παραγωγικότητας, 6 δείκτες λειτουργικής απόδοσης, 3 δείκτες ρευστότητας, δείκτης καφαιαιακής επάρκ.	Μη βελτίωση λειτουργικής απόδοσης

Πίνακας 10

Μη κανονικές αποδόσεις μετοχών κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης Σ&Ε. Επισκόπηση μελετών.

Μελέτη	Δείγμα – Περίοδος	Event window (περίοδος χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης)	Υπόδειγμα αναφοράς	Υπέρ-κανονικές αποδόσεις αγοραζουσών (%)		Υπέρ-κανονικές αποδόσεις τραπεζών στόχων (%)	
				Εχθρικές	Φιλικές	Εχθρικές	Φιλικές
Baradwaj et al.(1990)	Σύγκριση εχθρικών Σ&Ε με ένα δείγμα φιλικών Σ&Ε (1980-1987)	-1 έως 0 -2 έως +2 -5 έως +5 -60 έως +60	Market Model	-1,28% **	-1,27% **	17,29% **	10,92% **
				-2,07% **	-2,12% **	18,81% **	12,21% **
				-1,08%	-3,19%	20,92% **	12,98% **
				-1,47%	-4,20%	27,41% **	14,35% **
Houston & Ryngaert (1994)	153 ανακοινώσεις Σ&Ε (1985- 1991)	5 ημέρες -4 έως 0	Market Model	-2,32%		14,39%	
Houston et al. (2001)	64 Σ&Ε (1985-1996)	6 ημέρες -4 έως +1	Δεν αναφέρεται	-3,47%		20,80%	
Cybo-Ottone & Murgia (2000)	54 Σ&Ε σε 14 Ευρωπαϊκές Χώρες (1988-1997)	41 ημέρες -20 έως +20	Market Model	2,19%		15,30%	
Becher (2000)	558 τραπεζικές Σ&Ε (1980- 1997)	(-30 έως +5) (-5 έως +5)	net-of-market returns	-0,10% -1,08%		22,6% 17,1%	
Amihud, et al. (2002)	214 Σ&Ε	12 ημέρες -10 έως +1	Market Model	-1%		Δεν αναφέρονται	
Nida Dilshad (2013)	18 συμφωνίες Σ&Ε (2001- 2010)	61 ημέρες -30 έως +30	Market Model	-0,045%		3,28%	
Cornett & Tehranian, (1992)	30 εξαγορές στις ΗΠΑ (1982-1987)	2 ημέρες -1 έως 0	Market Model, Market adjusted return model	-0,80%*		8% **	
Scholtens & R. De Wit (2004)	20 ανακοινώσεις στην Ευρώπη και 61 στις ΗΠΑ (1990-1999)	35 ημέρες -3 έως +31	Market Model	-4,42%		3,37	

Μελέτη	Δείγμα – Περίοδος	Event window (περίοδος χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης)	Υπόδειγμα αναφοράς	Υπέρ-κανονικές αποδόσεις αγοραστριών (%)		Υπέρ-κανονικές αποδόσεις τραπεζών στόχων (%)	
				RBC	TDB	BoM	CIBC
Bessler & Murtagh (2002)	2 deals Καναδικών τραπεζών: RBC-BoM (1998) TDB-CIBC (1998)	3 ημέρες -1 έως +1 11 ημέρες -5 έως +5	Market Model	3,2%** -5,6%**	-6%** -3,4%*	16,1%** 7%**	-7,4%** -4,6%**
Havrylchuk (2004)	17 γεγονότα Σ&E στην Πολωνία (1997-2001)	-10 έως +10 -5 έως +5 -1 έως +1 -10 έως 0 -5 έως 0	Market Model	1,20% 7,52%** 5,28%** 2,05%** 5,57%**		7,23%** 1,44%* 0,12% 7,54%** 3,23%**	
Mylonidis -Kelnikola. (2005)	5 συμφωνίες συγχωνεύσεων (1999-2000)	41 ημέρες -20 έως +20	Market Model	4,9%*		14,3%*	
Αθανάσογλου κλπ. (2005)	Σ&E ελληνικών τραπεζών (1998-1999)	41 ημέρες -20 έως +20	Market Model	48,2%		10%	
Campa & Hernando (2006)	172 ανακοινώσεις στην Ε.Ε. (1998-2002)	61 ημέρες -30 έως +30	CAPM Model	-2,37%*		5,43%*	
Rosen (2006)	6259 Σ&E (1982-2001)	5 ημέρες -2 μέχρι +2	Market Model	1,86%		Δεν αποτέλεσαν αντικείμενο μελέτης	
Liargovas et al.(2011)	9 περιπτώσεις Σ&E ελληνικών τραπεζών (1996-2009)	61 ημέρες -30 έως +30	Market Model	6%*		9%*	
Nnadi & Tanna (2013)	62 περιπτώσεις Σ&E στην Ε.Ε. (1997-2007)	61 ημέρες -30 έως +30	Market Model	Αρνητική		Αρνητική	
Tourani Rad & Van Beek (1999)	Σ&E στην Ευρώπη (1989-1996)	81 ημέρες -40 έως +40	Market Model	+0,18%		+5,71%	

Μελέτη	Δείγμα – Περίοδος	Event window (περίοδος χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης)	Υπόδειγμα αναφοράς	Υπέρ-κανονικές αποδόσεις αγοραστριών (%)	Υπέρ-κανονικές αποδόσεις τραπεζών στόχων (%)
Asimakopoulos & Athanasoglou (2013)	Ολοκληρωμένες Σ&Ε στην Ε.Ε. (1990-2004)	41 ημέρες -20 έως +20	Market Model	-0,79%	6,60%*
Wong, et al., n.d.(2009)	658 Σ&Ε στην Ασιατική αγορά (2000-2007)	-50 έως -2 -2 έως 0 +1 έως 50	Market Model	2,72% -0,38% 9,2%	-2,5% -0,24% -5,2%
Beltratti & Paladino (2013)	139 τραπεζικές Σ&Ε στην Ευρώπη (2007-2010)	(-1 έως +1) (-1 έως +10)	Market Model	CAR	0,08% 1,53%
Madura & Wiant (1994)	152 Αμερικάνικες Σ&Ε (1983-1987)	36 μήνες	Δυπαραγοντικό Υπόδειγμα (2-factor model)	-27,06%	Δεν αναφέρεται

* Στατ. Σημαντική 5%

**Στατ. Σημαντική 1%

Πίνακας 11
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,37	2,68	2,91
EUROBANK	3,27	3,59	3,70
MARFIN	1,66	2,53	3,42
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	4,30	3,55	2,91
ALPHA BANK	2,88	3,30	3,37
ΜΕΣΟΣ	2,90	3,13	3,26

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 12
Αποδοτικότητα Μέσης Αξίας Ενεργητικού (ROAA)

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	0,17	0,65	1,68
EUROBANK	0,64	1,36	1,27
MARFIN	0,14	1,23	0,86
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	1,81	1,55	0,92
ALPHA BANK	0,32	0,86	1,41
ΜΕΣΟΣ	0,62	1,13	1,23

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 13
Αποδοτικότητα Μέσης Αξίας Ιδίων Κεφαλαίων (ROAE)

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,79	10,46	25,21
EUROBANK	9,67	18,50	17,68
MARFIN	2,83	18,14	11,36
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	18,89	16,19	13,81
ALPHA BANK	4,25	12,47	18,99
ΜΕΣΟΣ	7,69	15,15	17,41

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 14

Καθαρά Δάνεια / Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	67,34	69,80	65,64
EUROBANK	67,12	66,73	61,57
MARFIN	63,02	70,35	69,00
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	63,48	55,67	48,34
ALPHA BANK	73,83	77,69	70,82
ΜΕΣΟΣ	66,96	68,05	63,07

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 15

Καθαρές χορηγήσεις / Σύνολο των καταθέσεων και δανείων

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	74,35	77,61	75,16
EUROBANK	74,04	75,80	69,27
MARFIN	68,46	80,40	78,42
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	74,82	68,97	57,71
ALPHA BANK	84,16	86,55	81,59
ΜΕΣΟΣ	75,17	77,86	72,43

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 16

Καθαρές χορηγήσεις / Καταθέσεις και βραχυπρόθεσμα δάνεια

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	80,85	91,56	86,51
EUROBANK	87,42	102,34	88,84
MARFIN	73,09	82,35	83,39
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	79,59	71,68	58,05
ALPHA BANK	90,79	98,19	107,04
ΜΕΣΟΣ	82,35	89,22	84,76

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 17

Ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού / Σύνολο των καταθέσεων και δανείων

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	10,44	13,97	25,01
EUROBANK	12,20	13,73	14,23
MARFIN	16,96	23,83	25,60
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	19,75	35,12	43,53
ALPHA BANK	12,96	10,86	16,23
ΜΕΣΟΣ	14,46	19,50	24,92

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 18

Ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού / Καταθέσεις και στοιχεία
βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	11,34	16,48	28,79
EUROBANK	14,42	18,54	18,21
MARFIN	18,17	24,41	27,19
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	21,04	36,50	43,77
ALPHA BANK	14,00	12,32	21,59
ΜΕΣΟΣ	15,80	21,65	27,91

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 19

Ίδια Κεφάλαια/Σύνολο Ενεργητικού

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	6,17	5,51	6,53
EUROBANK	6,56	7,84	7,19
MARFIN	4,47	6,04	7,60
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	8,78	11,54	6,77
ALPHA BANK	8,62	6,04	7,55
ΜΕΣΟΣ	6,92	7,39	7,13

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 20

Ίδια Κεφάλαια/Χορηγήσεις

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	9,14	7,90	9,95
EUROBANK	9,79	11,74	11,71
MARFIN	7,16	8,59	11,02
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	13,92	20,72	14,01
ALPHA BANK	11,68	7,77	10,71
ΜΕΣΟΣ	10,34	11,34	11,48

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών

Πίνακας 21

Ίδια Κεφάλαια/Υποχρεώσεις

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ	ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΕΤΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	6,64	5,94	7,19
EUROBANK	7,09	8,64	7,86
MARFIN	4,76	6,57	8,37
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	9,67	13,25	7,39
ALPHA BANK	9,56	6,53	8,37
ΜΕΣΟΣ	7,54	8,19	7,83

Πηγή: Επίσημες Ιστοσελίδες των Τραπεζών