

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΙΓΑΙΟΥ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΜΒΑ

ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ALPHA BANK ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ



Φοιτητής

Γιανναδάκης Μάρκος

Επιβλέπων καθηγητής

Χριστόπουλος Απόστολος

Σύρος, 2017

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Αρχικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον υπεύθυνους καθηγητές μου, κ. Απόστολο Χριστόπουλο, και κ. Ανδρέα Ανδρικόπουλο για την καθοδήγηση και τις εύστοχες επισημάνσεις που μου παρείχαν οποτεδήποτε κρίθηκε αναγκαίο. Τη φιλόλογο Μαρίνη Ευαγγελία για το χρόνο που αφιέρωσε στην διόρθωση της εργασίας μου.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τη σύζυγο μου, Ειρήνη Ρυθιανού, για την αμέριστη στήριξη, κατανόηση και ηθική συμπαράστασή της καθόλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού μου Προγράμματος.

Θα ήθελα, τελειώνοντας να ευχαριστήσω στους στενούς συνεργάτες του γραφείου μου, Κολλάρο Νικόλαο, Ψαρρά Στυλιανή και Πρίντζη Χριστίνα που στήριξαν την προσπάθεια μου.

Αφιερώνω την εργασία μου στα παιδιά μου, Άννα και Μαρία-Ευαγγελία. Στην μητέρα μου Άννα και στον πατέρα μου Γεώργιο που δεν βρίσκεται ποια μαζί μας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν έναν από τους κλάδους έρευνας της οικονομικής επιστήμης που έχει απασχολήσει πολύ τους ερευνητές και έχουν γραφτεί εκατοντάδες εργασίες που μελετούν αυτό το σύγχρονο φαινόμενο από κάθε δυνατή σκοπιά. Στην παρούσα εργασία θα ορίσουμε τις βασικές έννοιες των εξαγορών και συγχωνεύσεων, θα εξετάσουμε περιληπτικά τον τρόπο δημιουργίας τους και θα αναφέρουμε τις σημαντικότερες τεχνικές διερεύνησης και τα σημαντικότερα αποτελέσματα του πεδίου.

Στη συνέχεια εξετάζοντας την περίπτωση εξαγοράς από την Alpha τράπεζα της Εμπορικής, θα επιχειρήσουμε αναλύοντας πρωτογενή δεδομένα από τους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσης ελληνικών τραπεζών να δώσουμε απάντηση στο κατά πόσο αυτή υπήρξε επωφελής για την Alpha Bank. Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιήσουμε τα συνδυασμένα αποτελέσματα της κλασσικής ανάλυσης αριθμοδεικτών και της μεθόδου ανάλυσης περιβάλλουσας συνάρτησης. Συμπερασματικά και λαμβάνοντας υπ' όψιν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες έλαβε χώρα αυτή η συνένωση τα δεδομένα μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι με την εξαγορά της Εμπορικής τράπεζας, η Alpha τράπεζα βελτίωσε τη θέση της σε μια σειρά από χρηματοοικονομικούς δείκτες όπως ρευστότητα και κερδοφορία καθώς επίσης και την τεχνική της αποδοτικότητα τόσο σε σχέση με τις προ εξαγοράς επιδόσεις της όσο και σε σύγκριση με τις υπόλοιπες τράπεζες που απαρτίζουν την ομάδα των ελληνικών συστημικών τραπεζών.

Περιεχόμενα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	2
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
1.2 Ορισμοί και βασικές έννοιες	7
2.1 ΛΟΓΟΙ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΟΠΟΙΟΥΣ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ.....	10
2.1.1 Οφέλη για τους μετόχους της εταιρείας.....	11
Κίνητρο συγχώνευσης λόγω αύξησης της αποδοτικότητας.....	11
Ωφέλειες λόγω οικονομιών κλίμακας.....	12
Ωφέλειες λόγω οικονομιών φάσματος.....	13
Ωφέλειες λόγω κάθετης ολοκλήρωσης.....	13
Ενίσχυση της μονοπωλιακής θέσης της επιχείρησης.....	14
Κίνητρα επίτευξης συνεργειών	14
Χρηματοοικονομική συνεργία.....	15
Μείωση διάφορων ειδών κόστους.....	16
Διασπορά Κινδύνου Χαρτοφυλακίου	16
Ηθικός Κίνδυνος.....	18
Πρόβλημα αντιπροσώπευσης.....	18
2.2 Κύματα Συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	20
2.2.1 Το πρώτο κύμα τραπεζικών συγχωνεύσεων στον Ελλαδικό χώρο.....	22
2.2.2 Συγχωνεύσεις και οικονομική κρίση - Δεύτερο Κύμα Τραπεζικών Συγχωνεύσεων.....	23
3.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ	25
Μέθοδος της Λογιστικής Απόδοσης.....	25
Μελέτες Περίπτωσης Γεγονότος (Event Studies).....	25
Προσέγγιση Προστιθέμενης οικονομικής αξίας.....	28
Ανάλυση περιβάλλουσας συνάρτησης.....	29
Μέθοδος Ερωτηματολογίου.....	29
Καινοτόμος Επίδοση.....	30
Η μέθοδος της μελέτης περιπτώσεων (Case Study).....	30
3.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟΣΦΑΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	31
3.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	36

Αριθμοδείκτες ALPHA BANK περιόδου 2009-2014.....	40
Συνοπτική παρουσίαση Αριθμοδεικτών Alpha Bank 2009-2014	40
3.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗΣ.....	46
4.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	54
0.1 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΙΣΡΟΩΝ – ΕΚΡΟΩΝ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗΣ	57
0.2 ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗΣ (STATA OUTPUT)	58
0.3 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	66
Το νομοθετικό πλαίσιο.....	66
Φορολογικά κίνητρα.....	69
Βιβλιογραφία	71
Ελληνική Βιβλιογραφία	71
Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία.....	71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε παγκόσμια κλίμακα το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι συχνό και διαχρονικό. Άλλοτε σε έξαρση και άλλοτε σε ύφεση, άλλοτε εξυπηρετώντας τα συμφέροντα των μετόχων και άλλοτε τα ιδιοτελή συμφέροντα των διαχειριστών των επιχειρήσεων οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν ένα μέσο που εξυπηρετεί μια πληθώρα οικονομικών σκοπών και κινήτρων και παράγει μια πληθώρα αποτελεσμάτων. Αρχικά επιχειρούμε στο μέρος αυτής της εισαγωγής να ορίσουμε τις βασικές έννοιες του πεδίου των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Στη συνέχεια στο πρώτο Κεφάλαιο μελετάμε τις πηγές των διαφόρων κινήτρων που οδηγούν τις διοικήσεις των επιχειρήσεων σε συνένωση.

Στο δεύτερο Κεφάλαιο γίνεται μια παρουσίαση των βασικότερων ερευνητικών μεθόδων που έχουν αναπτυχθεί γύρω από τη διερεύνηση των πτυχών του φαινομένου των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς επίσης και των αποτελεσμάτων της πιο πρόσφατης βιβλιογραφίας.

Στο τρίτο Κεφάλαιο επιχειρούμε την διεξαγωγή έρευνας με σκοπό την εξαγωγή πρωτογενών συμπερασμάτων γύρω από το ερώτημα της ωφελιμότητας μιας επιχειρηματικής εξαγοράς και συγκεκριμένα εξετάζουμε την περίπτωση της εξαγοράς της Εμπορικής τράπεζας από την τράπεζα Alpha Bank. Ακολουθώντας την κλασσική μεθοδολογία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης με τη βοήθεια αριθμοδεικτών με σκοπό να εξετάσουμε τη βελτίωση ή όχι της χρηματοοικονομικής κατάστασης της τράπεζας Alpha πριν και μετά την εξαγορά της εμπορικής οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η εν λόγω εξαγορά υπήρξε ευεργετική για τα μεγέθη της τράπεζας. Στη συνέχεια και εμπνεόμενοι από την εργασία των (Halkos, Salamouris 2004) εξετάζουμε την εξαγορά από πλευράς βελτίωσης της τεχνικής αποδοτικότητας της τράπεζας όπως αυτή μετριέται από την απόκλιση από το αποτελεσματικό σύνορο που δημιουργεί η μέθοδος περιβάλλουσας συνάρτησης σε σύγκριση με τις διαχρονικές επιδόσεις της τράπεζας Alpha αλλά και των ανταγωνιστριών συστημικών τραπεζών για την περίοδο 2009-2014. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης η μονάδα

που προέκυψε μετά την εξαγορά υπήρξε η αποδοτικότερη και όλες οι άλλες μονάδες μετρούν τη σχετική τους αποδοτικότητα σε σχέση με αυτή.

Στο τελευταίο τέταρτο Κεφάλαιο παραθέτουμε για λόγους πληρότητας της παρούσας εργασίας και το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο.

1.2 Ορισμοί και βασικές έννοιες

Στην παράγραφο αυτή θα δώσουμε τους θεμελιώδεις ορισμούς των συγχωνεύσεων και εξαγορών και θα περιγράψουμε τους βασικότερους τύπους αυτών.

«Εξαγορά είναι μια εταιρική πράξη όπου μια εταιρία αγοράζει τα περιουσιακά στοιχεία / μετοχές μιας εταιρίας-στόχου προκειμένου να αναλάβει τον έλεγχο της έναντι χρηματικού ανταλλάγματος». Συνήθως η εταιρία-αγοραστής προκειμένου να δώσει κίνητρο στους ιδιοκτήτες της εταιρείας στόχου να πουλήσουν τις μετοχές προσφέρει ένα premium επί της τιμής της αγοραίας αξίας (τιμή μετοχής) της εταιρίας-στόχου. Η εξαγορά μιας επιχείρησης από μία άλλη μπορεί να γίνει είτε με φιλικό είτε με επιθετικό τρόπο. Τα στοιχεία του Ενεργητικού και του Παθητικού της επιχείρησης που πωλείται απορροφούνται από την εταιρία-αγοραστή. Περισσότερα όσον αφορά τους τύπους των συγχωνεύσεων και εξαγορών θα αναλύσουμε παρακάτω.

Όταν μια εταιρεία αγοράζει μια άλλη, η εξαγοραζόμενη μπορεί είτε να συνεχίσει να υπάρχει ως χωριστή νομική οντότητα, είτε παύει να υφίσταται και τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας-στόχου ενσωματώνονται στην εταιρία-αγοραστή. Αν **και** οι δύο εταιρείες πάψουν να υφίστανται και στη θέση τους δημιουργηθεί μια νέα νομική οντότητα, τότε προτιμάται ο όρος **“Συγχώνευση”**. Ως συγχώνευση (merger) καλείται *«η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων από την οποία προκύπτει μια νέα επιχείρηση ανεξάρτητη από τις προηγούμενες, στην οποία μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων»*.

Συνεπώς με βάση τους παραπάνω ορισμούς η βασική διαφορά μεταξύ των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι ότι η συγχώνευση περιλαμβάνει την κοινή απόφαση δυο εταιριών να ενωθούν και να σχηματίσουν μια νέα νομική οντότητα. Η νέα εταιρία μέσω διαρθρωτικών

αλλαγών αποκτά επιχειρησιακά πλεονεκτήματα τα οποία μειώνουν τα κόστη της, βελτιώνουν την παραγωγική διαδικασία και αυξάνουν τα κέρδη της, με συνέπεια να αυξηθεί και η τιμή της μετοχής της, προσφέροντας υψηλότερη αξία για τους μετόχους της. Αντίθετα μια εξαγορά μπορεί να γίνει είτε με φιλικό είτε με εχθρικό τρόπο.

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να ομαδοποιηθούν με κριτήριο τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται οι προς συγχώνευση επιχειρήσεις.

Η οριζόντια συγχώνευση (horizontal merger) προκύπτει όταν δύο ανταγωνίστριες εταιρείες ενώνονται με στόχο την ενίσχυση της αγοραζόμενης επιχείρησης σε ήδη υπάρχουσες αγορές. Τέτοιου τύπου συγχωνεύσεις συχνά οδηγούν στην αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης της συγχωνευόμενης εταιρείας, γι' αυτό συχνά υπάρχει απαγόρευση τέτοιου είδους συγχωνεύσεων από τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές, ωστόσο σε διάφορους κλάδους σήμερα υπάρχει αρκετό ελεύθερο πεδίο για οριζόντιες συγχωνεύσεις.

Η κάθετη συγχώνευση (vertical merger) αφορά στην ένωση εταιρειών που πριν είχαν σχέση προμηθευτή-πελάτη με σκοπό την καθετοποίηση της παραγωγής, τον πλήρη έλεγχο των τιμών και τη μείωση του κόστους. Μία συμπληρωματική συγχώνευση προκύπτει όταν οι πρωταγωνίστριες εταιρείες έχουν αλληλοσυμπληρούμενες δραστηριότητες (δεν είναι απαραίτητο να έχουν παραγωγική εξάρτηση). Οι κάθετες συγχωνεύσεις διακρίνονται με τη σειρά τους σε προς τα εμπρός ή προς τα πίσω κάθετες συγχωνεύσεις. Οι προς τα εμπρός κάθετες συγχωνεύσεις έχουν ως στόχο τη διατήρηση των κερδών μέσα στην επιχείρηση, ώστε να μη μοιράζονται στους επιμέρους εμπλεκόμενους της παραγωγικής διαδικασίας. Οι προς τα πίσω αφορούν όλες τις επιμέρους δραστηριότητες που πραγματοποιούνται πριν την εκκίνηση της παραγωγικής διαδικασίας.

Οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (conglomerate merger) αφορούν σε εταιρείες που οι δραστηριότητές τους δεν παρουσιάζουν καμία ουσιαστική συνέργεια και διακρίνονται

(α) στις επεκτατικές διαγώνιες της αγοράς, όταν οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις επιδιώκουν να επεκτείνουν γεωγραφικά το χώρο δραστηριότητάς τους και

(β) στις επεκτατικές διαγώνιες του προϊόντος, όταν οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν το προϊόν που παράγουν ή να διαφοροποιήσουν τελείως την παραγωγή τους, προκειμένου να μη χάσουν το μερίδιό τους στην αγορά.

Οι στρατηγικές που παρατηρούνται στην αγορά είτε από την πλευρά των επιχειρήσεων αγοραστών είτε από την πλευρά των επιχειρήσεων στόχων προκειμένου να επιτευχθεί ή να αποτραπεί μία επικείμενη εξαγορά είναι οι εξής:

Φιλική/εχθρική εξαγορά: φιλική εξαγορά θεωρείται όταν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση δέχεται να γίνει η εξαγορά, εχθρική θεωρείται όταν συμβαίνει το αντίθετο.

Μαύρος ιππότης: μια επιχείρηση προσπαθεί να εξαγοράσει μια άλλη με επιθετική εξαγορά.

Λευκός ιππότης: μια τρίτη εταιρεία που μπαίνει στη μέση και προσπαθεί να αποτρέψει την εξαγορά από τον Μαύρο Ιππότη.

Απόκρουση καρχαριών: η επιχείρηση κάνει κινήσεις ώστε να αποτρέψει την εξαγορά (π.χ. αύξηση του ποσοστού ψήφων που χρειάζεται για την έγκριση της προσφοράς ή αύξηση των χρεών της).

Άμυνα πάκμαν: η επιχείρηση που είναι στα σχέδια για εξαγορά κάνει μια αντιπροσφορά για να εξαγοράσει την εταιρεία που προσπαθεί να την εξαγοράσει.

Κώνειο: η εξαγοραζόμενη επιχείρηση προχωράει σε συγχώνευση ή εξαγορά με μια τρίτη εταιρεία, έτσι ώστε να γίνει λιγότερο ελκυστική στον αγοραστή της.

Χρυσή μετοχή: παρεμβαίνει το κράτος και ανεβάζει την τιμή της μετοχής (ισχύει κυρίως για δημόσιες επιχειρήσεις).

Σκαντζόχοιρος: μια σύνθετη συμφωνία μεταξύ προμηθευτών, πελατών και πιστωτών, που δυσκολεύει την ενσωμάτωση της εταιρείας στις δραστηριότητες ενός πιθανού εξαγοραστή.

Χρυσό αλεξίπτωτο: σε περίπτωση εξαγοράς, οι διευθυντές είναι δύσκολο να απολυθούν, μιας και οι όροι στα συμβόλαιά τους είναι ιδιαίτερα αρκετά σκληροί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 ΛΟΓΟΙ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΟΠΟΙΟΥΣ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Υπάρχει μια πληθώρα θεωριών που πραγματεύονται το γιατί πραγματοποιείται μία συγχώνευση ή εξαγορά. Η ανάλυση των θεωριών αυτών είναι κριτικής σημασίας καθώς καταδεικνύουν τις αιτίες που αυτές οι στρατηγικές κινήσεις καταλήγουν σε θετικά αποτελέσματα. Επιπρόσθετα, το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών είναι ιδιαίτερο, καθώς αυστηρές νομοθετικές ρυθμίσεις μπορούν να καθορίσουν τα κίνητρα για τη συγχώνευση δύο πιστωτικών ιδρυμάτων επηρεάζοντας τις πιθανές οικονομίες κλίμακας ή προσδιορίζοντας τον αριθμό των εταιρειών που εκδηλώνουν ενδιαφέρον για την εξαγορά μίας τράπεζας. Στο σημείο αυτό πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι τα κέρδη από μία συγχώνευση είναι πιθανότερο να οφείλονται σε περισσότερους από ένα μοναδικό παράγοντα π.χ. η εξάλειψη της αναποτελεσματικότητας του management της απορροφούμενης επιχείρησης και οι συνέργιες που προκύπτουν από το συνδυασμό δύο ή περισσότερων ανεξάρτητων διοικητικών μονάδων των δύο επιχειρήσεων

Η βιβλιογραφία που υπάρχει στην οικονομική θεωρία και μελετάει τα κίνητρα που αποτελούν την αιτία των συγχωνεύσεων μπορεί να κατηγοριοποιηθεί σε δυο γενικές κατηγορίες.

1. Στις θεωρίες όπου το κίνητρο είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου της εταιρείας.
2. Στις θεωρίες όπου το κίνητρο είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των διοικούντων. Σε αυτή την περίπτωση, τα στελέχη της επιχείρησης- και όχι οι μέτοχοι,- είναι αυτοί που μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους καθώς ικανοποιούν προσωπικές τους φιλοδοξίες και συμφέροντα διοικώντας μία μεγάλη εταιρεία ή ακόμη και έναν όμιλο εταιρειών. Παρακάτω παραθέτουμε τα κυριότερα κίνητρα που οδηγούν σε συγχωνεύσεις κατανέμοντάς τα στις παραπάνω δύο κατηγορίες.

2.1.1 Οφέλη για τους μετόχους της εταιρείας.

Όταν θα αναφερόμαστε σε οφέλη για τους μετόχους θα εννοούμε την αύξηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης που οφείλεται στο γεγονός της συγχώνευσης. Οι τρόποι με τους οποίους μπορεί μια επιχείρηση να αυξήσει την αξία για τους μετόχους της είναι μέσω αύξησης της κερδοφορίας της που μπορεί να προκύψει μέσα από μία μείωση του κόστους παραγωγής, λόγω αποδοτικότερης χρήσης των παγίων στοιχείων της, λόγω καλύτερης εκμετάλλευσης των δικτύων και της αναγνωρισιμότητας της, όπως επίσης και λόγω αύξησης της μονοπωλιακής της δύναμης. Τα προηγούμενα είναι αποτελέσματα των διαφόρων θεωριών κινήτρων της οικονομικής επιστήμης που αναλύονται στη συνέχεια.

Κίνητρο συγχώνευσης λόγω αύξησης της αποδοτικότητας

Οι Farrell και Shapiro (1990) στη μελέτη τους για τις συγχωνεύσεις οι οποίες οδηγούν σε αύξηση των τιμών όταν αυτές δεν συνοδεύονται από συνέργειες δίνεται ο ορισμός της τεχνικής αποδοτικότητας και της αποδοτικότητας λόγω συνεργιών και αντίστοιχα τα οφέλη που προκύπτουν λόγω αύξησης της αποδοτικότητας διαχωρίζονται σε οφέλη τεχνικής αποδοτικότητας και σε οφέλη λόγω συνεργιών. Τα οφέλη λόγω τεχνικής αποδοτικότητας είναι εκείνα που μπορούν να δημιουργηθούν και χωρίς να υπάρχει απαραίτητα συγχώνευση των δύο μερών όπως παραδείγματος χάριν οφέλη λόγω εσωτερικής ανάπτυξης, λόγω συμφωνιών ανταλλαγής τεχνογνωσίας, αδειοδότησης κλπ. τα οφέλη λόγω τεχνικής αποδοτικότητας αντιστοιχούν στις αλλαγές που επέρχονται εντός των από κοινού παραγωγικών δυνατοτήτων των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται και επιτυγχάνεται βραχυπρόθεσμα μέσω της επανακατανομής των παραγωγικών δυνατοτήτων μεταξύ των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων ή μέσω οικονομιών κλίμακας εάν υποθέσουμε ότι το κεφάλαιο έχει μεγάλο βαθμό κινητικότητας. Μακροπρόθεσμα οι τεχνικές αποδοτικότητες επιτυγχάνονται μέσω της αύξησης της κλίμακας των επενδύσεων.

Αντίθετα ως οφέλη που προκύπτουν λόγω συνεργιών ορίζονται εκείνα που επιτυγχάνονται λόγω της στενής ολοκλήρωσης των παγίων περιουσιακών στοιχείων των δύο επιχειρήσεων που δεν θα ήταν δυνατόν να επιτευχθούν με άλλο τρόπο παρά μόνο μέσω της συγχώνευσης.

Σύμφωνα λοιπόν με τον παραπάνω διαχωρισμό πρέπει να ξεχωρίσουμε τα οφέλη μιας συγχώνευσης σε οφέλη λόγω τεχνικής αποδοτικότητας και λόγω συνεργειών. Οι ωφέλειες λόγω τεχνικής αποδοτικότητας χωρίζονται στις παρακάτω κατηγορίες

Ωφέλειες λόγω οικονομιών κλίμακας

Με τον όρο οικονομίες κλίμακας εννοούμε την τάση του μακροχρόνιου μέσου συνολικού κόστους να μειώνεται όσο αυξάνεται η κλίμακα παραγωγής.

Καθώς αυξάνονται οι ποσότητες όλων των χρησιμοποιούμενων παραγωγικών συντελεστών, η ποσότητα του προϊόντος μπορεί να αυξάνεται:

1. κατά το ίδιο ποσοστό, οπότε και θα υπάρχουν **σταθερές** αποδόσεις κλίμακας παραγωγής (constant returns to scale).
2. κατά μεγαλύτερο ποσοστό, οπότε και θα υπάρχουν **αύξουσες** αποδόσεις κλίμακας παραγωγής (increasing returns to scale).
3. κατά μικρότερο ποσοστό οπότε και θα υπάρχουν **φθίνουσες** αποδόσεις κλίμακας παραγωγής (decreasing returns to scale).

Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός στον τραπεζικό τομέα καθώς και η ανάγκη για αύξηση της αποδοτικότητας, ωθούν τις τράπεζες να αυξάνουν το μέγεθος τους για να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας.

Οι τραπεζικές συγχωνεύσεις επιτυγχάνουν οικονομίες κλίμακας μέσω της ολοκλήρωσης των πληροφοριακών συστημάτων και της αποδοτικότερης διαχείρισης των πάσης φύσεως εντολών, συναλλαγών και διαδικασιών από πλευράς κόστους χρήματος και χρόνου. Επιπλέον, μέσω της μείωσης του συνολικού αριθμού των καταστημάτων και τη καλύτερης γεωγραφικής διασποράς τους, μέσω επίτευξης καλύτερων συμφωνιών που μειώνουν λειτουργικά κόστη όπως έξοδα ενοικίων, έξοδα αναλωσίμων και άλλων εξόδων, μέσω της μείωσης των χρηματοοικονομικών εξόδων έχοντας πρόσβαση πλέον σε ένα μεγαλύτερο εύρος χρηματοοικονομικών εργαλείων, μέσω της εξειδίκευσης του δυναμικού των μανάτζερς. Κάθε μία από τις παραπάνω πηγές ελαττώνει το μέσο μακροχρόνιο κόστος της επιχείρησης μετατοπίζοντας την καμπύλη βραχυχρόνιου κόστους προς τα κάτω. Στο σημείο αυτό αξίζει βέβαια να αναφερθεί ότι όλες οι πρόσφατες εμπειρικές μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι οικονομίες κλίμακας επιτυγχάνονται κυρίως στις περιπτώσεις συγχωνεύσεων επιχειρήσεων με σχετικά μικρά επίπεδα παραγωγής και μπορούν να συνεχίσουν να υφίστανται και για μεγαλύτερα μεγέθη τραπεζών. Τα οφέλη όμως από την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας παύουν να υπάρχουν όταν η τράπεζα υπερβεί ένα

ορισμένο μέγεθος, οπότε αρχίζουν να εμφανίζονται αρνητικές οικονομίες κλίμακας, λόγω των προβλημάτων που συνήθως ανακύπτουν στη διοίκηση μεγάλων οργανισμών. Η συγχώνευση δεν εγγυάται εκ των προτέρων την επίτευξη τέτοιου είδους ωφελειών. Όπως θα δούμε και παρακάτω η επίτευξη οικονομιών κλίμακας είναι πρόκληση για το διοικητικό δυναμικό αλλά και κρίσιμος παράγοντας για το αν μία συγχώνευση θα είναι τελικά επιτυχημένη.

Ωφέλειες λόγω οικονομιών φάσματος

Οικονομίες φάσματος προκύπτουν σε μία επιχειρηματική μονάδα όταν εκείνη επιτυγχάνει τη μείωση του μέσου συνολικού κόστους παραγωγής της μέσω της αύξησης των παραγόμενων προϊόντων της. Στην περίπτωση των τραπεζικών λειτουργιών οικονομίες φάσματος δημιουργούνται όταν οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να προσφέρουν περισσότερες επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές στους πελάτες τους. Η εξέλιξη των χρηματοοικονομικής καινοτομίας τα τελευταία χρόνια υπήρξε ραγδαία επιτρέποντας στις τράπεζες να εκμεταλλεύονται πολλαπλώς τα δίκτυα των πελατών τους δημιουργώντας νέα προϊόντα που ικανοποιούν τις ανάγκες τους. Έτσι πλέον οι τράπεζες μπορούν σε ένα μόνο μέρος η ακόμη και μέσω της οθόνης του υπολογιστή να παρέχουν υπηρεσίες καταθετικών λογαριασμών διαφόρων τύπων, υπηρεσίες χορήγησης δανείων, υπηρεσίες λειτουργικής και χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης και πρόσβαση σε μια πληθώρα επενδυτικών στοιχείων. Μέσω των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είναι δυνατή η επίτευξη τέτοιου είδους οικονομικών ωφελειών ιδιαίτερα όταν τα λειτουργικά πλάνα των προς συγχώνευση επιχειρήσεων είναι συμπληρωματικά.

Ωφέλειες λόγω κάθετης ολοκλήρωσης

Οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης προκύπτουν εξ ορισμού όταν το άθροισμα του κόστους παραγωγής από δύο διαφορετικές επιχειρήσεις που λειτουργούν ξεχωριστά πέφτει όταν μία επιχείρηση αναλαμβάνει την από κοινού παραγωγή των δύο σταδίων. Η πλειοψηφία των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο είναι οριζόντιες συγχωνεύσεις δηλαδή συγχωνεύσεις μεταξύ ομοειδών οντοτήτων που επιτελούν πάνω κάτω τις ίδιες εργασίες. Ωστόσο δε λείπουν και τα παραδείγματα κάθετης ολοκλήρωσης συνήθως με την εξαγορά χρηματοοικονομικών

επιχειρήσεων με συγκεκριμένη εξειδίκευση όπως πχ η εξαγορά της Ελληνοβρετανικής από την Alpha Bank και η δημιουργία της Alpha ασφαλιστικής.

Ενίσχυση της μονοπωλιακής θέσης της επιχείρησης

Η μονοπωλιακή δύναμη ορίζεται ως η δυνατότητα της επιχείρησης να θέτει την τιμολογιακή της πολιτική σε τιμές υψηλότερες από εκείνες που θα επικρατούσαν εάν η αγορά λειτουργούσε σε συνθήκες τέλειου ανταγωνισμού. Η συγκέντρωση ενός κλάδου είναι κάποιες φορές το αίτιο και άλλες φορές το αποτέλεσμα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Δηλαδή όσο περισσότερο συγκεντρωμένος είναι ένας κλάδος τόσο μεγαλύτερη πιθανότητα υπάρχει για μια συγχώνευση. Από την άλλη είναι προφανές ότι μία συγχώνευση ή εξαγορά μειώνει το αριθμό των ανταγωνιστών σε ένα κλάδο και αυξάνει τη συγκέντρωσή του. Η μέτρηση της μονοπωλιακής δύναμης μιας επιχείρησης γίνεται συνήθως με τη βοήθεια του δείκτη Lerner $L = \frac{P - MC}{P}$ ο οποίος αποτυπώνει

την ικανότητα της επιχείρησης να τιμολογεί πάνω από το οριακό κόστος της. Οι εμπειρικές έρευνες που έχουν μελετήσει το θέμα της συγχώνευσης των επιχειρήσεων για λόγους αύξησης της μονοπωλιακής δύναμης καταλήγουν ότι σχεδόν πάντα το αποτέλεσμα είναι η αύξηση των τιμών των παρεχόμενων υπηρεσιών ωστόσο ο τρόπος και ο λόγος για τον οποίο συμβαίνει αυτό διαφέρει ανάλογα με το είδος του ανταγωνισμού που επικρατεί στην τραπεζική αγορά. (Farrell and Shapiro, 1990 τέλειος ανταγωνισμός / ολιγοπωλιακά μοντέλα Perry and Porter, 1985 / μοντέλα μονοπωλιακού ανταγωνισμού Deneckere and Davidson, 1985)

Κίνητρα επίτευξης συνεργειών

Οι συνέργειες όπως είδαμε παραπάνω είναι οικονομικές αποδοτικότητες οι οποίες μπορούν να προκύψουν μόνο μετά από συγχώνευση. Δεν υπάρχει άλλος τρόπος να προκύψουν αυτά τα οικονομικά οφέλη με οποιοδήποτε συνδυασμό ή ανακατανομή πόρων στο πλαίσιο λειτουργίας δύο διαφορετικών οντοτήτων. Οι συνέργειες ενσωματώνουν ωφέλειες που προκύπτουν από διαδικασίες μάθησης, από την στενή ολοκλήρωση πάγιων περιουσιακών στοιχείων χαμηλής εμπορευσιμότητας ή μέσα από τη διάχυση τη τεχνογνωσίας μέσα από τα κανάλια διακυβέρνησης της εταιρείας. Παραδείγματος χάριν, ας λάβουμε υπ' όψιν μια μικρή εταιρεία η οποία θέλει να λανσάρει στην αγορά ένα καινούργιο καινοτόμο προϊόν χωρίς όμως να έχει τα δίκτυα διανομής

και την αναγνωρισιμότητα μιας μεγάλης υφιστάμενης εταιρείας του κλάδου. Η συγχώνευση των δύο αυτών εταιρειών θα είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ωφελειών που χωρίς αυτή δεν θα ήταν δυνατό να επιτευχθούν διότι ούτε η μεγάλη εταιρεία θα μπορούσε να δημιουργήσει την τεχνογνωσία αλλά και για τη μικρή εταιρεία θα ήταν ίσως χρονοβόρο ή και ακατόρθωτο να δημιουργήσει σε μικρό χρονικό διάστημα τις δομές, τα κανάλια διανομής και τη φήμη της μεγάλης εταιρείας. Με τη συγχώνευση λοιπόν των δύο δημιουργείται άμεσα αξία που ξεπερνά το άθροισμα των αξιών των δύο επιμέρους οντοτήτων. Μαθηματικά μια τέτοια σχέση θα μπορούσε να γραφτεί $V_{AB} > V_A + V_B$. Δηλαδή η αξία της επιχείρησης που προκύπτει από τη συγχώνευση να είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των αξιών των επιμέρους επιχειρήσεων.

Θα μπορούσαμε να κατηγοριοποιήσουμε τις πηγές επίτευξης των συνεργειών σε δύο βασικές κατηγορίες.

Την διάχυση της τεχνογνωσίας: Εάν δύο επιχειρήσεις έχουν διαφορετικές τεχνολογικές δυνατότητες, ανθρώπινο δυναμικό, οργανωτικές κουλτούρες, πατέντες και γενικότερα τεχνογνωσία που όμως είναι συμπληρωματικές μεταξύ τους τότε υπάρχουν προϋποθέσεις επίτευξης συνεργειών

Την έρευνα και ανάπτυξη. Το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης αποτελεί ένα πολύ δυναμικό και χαμηλής εμπορευσιμότητας πάγιο περιουσιακό στοιχείο της επιχείρησης που συνεισφέρει στην υπεραξία της. Έτσι πολλές φορές διάφορες εταιρείες επιλέγουν αντί να επενδύσουν άμεσα σε διαδικασίες έρευνας και ανάπτυξης, αντ' αυτού να εξαγοράσουν μια δεύτερη επιχείρηση στην οποία το τμήμα αυτό είναι ήδη ανεπτυγμένο και λειτουργεί καλά.

Χρηματοοικονομική συνεργία

Ισχυρό κίνητρο αποτελεί η επίτευξη χρηματοοικονομικής συνέργιας, η οποία παρέχει την δυνατότητα στον νέο τραπεζικό τομέα που γεννιέται από την συγχώνευση ή την εξαγορά να προσφέρει δάνεια ή να εκδίδει ομόλογα και αμοιβαία κεφάλαια με ελκυστικούς προς τον καταναλωτή όρους. Η συγκέντρωση των χρηματικών κεφαλαίων επιτυγχάνεται τώρα με χαμηλότερο κόστος, εξαιτίας του μεγάλου μεγέθους του νέου πιστωτικού οργανισμού. Έτσι μεγαλώνει την δύναμη της και βρίσκεται σε θέση να αντιμετωπίσει τους νέους ανταγωνιστές που εισχωρούν στη αγορά και να ανταγωνιστούν με υποκατάστατα προϊόντα.

Μείωση διάφορων ειδών κόστους

Σε αυτή την κατηγορία ωφελειών συγκεντρώνουμε όλες τις πηγές μειώσεων του κόστους στη διάρθρωση κόστους μια επιχείρησης μετά τη συγχώνευση. Έτσι μια επιχείρηση μπορεί να επιτύχει σημαντική μείωση των εξόδων της μέσω .

- Ορθολογικοποίησης εξόδων
- Αύξηση αγοραστικής δύναμης
- Δημιουργία εσωτερικών Κεφαλαιακών αγορών
- Χρηματοοικονομικές εξοικονομήσεις κόστους
- Φορολογία
- Μείωση επιτοκίων δανεισμού
- Διαφοροποίηση Επενδυτικού Χαρτοφυλακίου και μείωση του κινδύνου

Η αύξηση του μεριδίου αγοράς και η ισχυρή ανταγωνιστικότητα αποτελεί ένα ακόμα σημαντικό παράγοντα για μία συγχώνευση. Μέσω της συγχώνευσης ή σε περιπτώσεις εξαγοράς, η τράπεζα ή η επιχείρηση που πραγματοποιεί την κίνηση αυτή, δημιουργεί μία «αλυσίδα» γεγονότων: Αυξάνει το μέγεθος στα κεφάλαια της, γεγονός που οδηγεί στην αύξηση μεριδίου αγοράς, με αποτέλεσμα να καθίσταται ισχυρότερη στον υπάρχοντα ανταγωνισμό. Ένα σημαντικό πλεονέκτημα που αν το εκμεταλλευτεί σωστά θα καταστεί ικανή να προσελκύσει καλύτερα και αξιόλογα στελέχη από τους ανταγωνιστές, να τους ενσωματώσει στο δυναμικό της και να δημιουργήσει ισχυρές στρατηγικές συμμαχίες.

Η επιδίωξη επέκτασης της τράπεζας στην διεθνή αγορά αποτελεί ένα ακόμα κίνητρο για την πραγματοποίηση μίας συγχώνευσης.

Διασπορά Κινδύνου Χαρτοφυλακίου

Σύμφωνα με τη θεωρία χαρτοφυλακίου ένας επενδυτής έχει τη δυνατότητα να μειώσει το συνολικό κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένος με το να τοποθετήσει την περιουσία του σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο περιουσιακών στοιχείων. Στο πλαίσιο αυτό οι εξαγορές

και οι συγχωνεύσεις αποτελούν για τις τράπεζες ένα μέσο διαφοροποίησης του κινδύνου καθώς ο συνδυασμός των περιουσιακών στοιχείων που θα προκύψει μέσω της δημιουργίας της νέας οντότητας και του νέου χαρτοφυλακίου της μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα σημαντικές χρηματοοικονομικές συνέργειες.

Τα φορολογικά πλεονεκτήματα που απολαμβάνουν μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί αποτελούν επίσης κίνητρο για την πραγματοποίηση μίας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Ειδικότερα, με την ενοποίηση των τραπεζικών οργανισμών, πραγματοποιείται μεταφορά των φορολογικών απαλλαγών από την εξαγοραζόμενη προς την εξαγοράζουσα τράπεζα. Επίσης, η απορρόφηση ελλειμματικών πιστωτικών οργανισμών από κερδοφόρους πιστωτικούς οργανισμούς συντελεί στην μείωση των κερδών της νέα τραπεζικής οντότητας, γεγονός που αποφέρει μικρότερες φορολογικές επιβαρύνσεις και περισσότερες φορολογικές απαλλαγές.

Όλες οι ωφέλειες που αναφέρθηκαν παραπάνω αφορούν τη δημιουργία νέας αξίας υπέρ των μετόχων της επιχείρησης. Όμως στη βιβλιογραφία που εξετάζει το πρόβλημα των συγχωνεύσεων και εξαγορών υπάρχουν και κίνητρα που δεν λειτουργούν προς όφελος των ιδιοκτητών αλλά προς όφελος ή κατά την κρίση των υπεύθυνων για τη διαχείριση των επιχειρήσεων δηλαδή των managers. Αυτού του είδους οι διοικητικές ωφέλειες αντλούν τη θεωρητική τους βάση από την ανάλυση του Leibenstein (1966) σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις είναι πολύπλοκοι οργανισμοί που η αποδοτικότητά τους διαφέρει από την αποδοτικότητα που προβλέπει η οικονομική επιστήμη και αυτό διότι οι αποφάσεις λαμβάνονται από τους διαχειριστές οι οποίοι ορισμένες φορές λειτουργούν στη βάση ιδιοτελών κριτηρίων και όχι με βάση τα κριτήρια μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης.

Κίνητρα συγχώνευσης που δημιουργούνται λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης..

«Ασύμμετρη πληροφόρηση είναι η αποκλειστική πληροφόρηση που κατέχουν ορισμένοι επενδυτές και αφορά τις αγορές συναλλάγματος, χρεογράφων και εμπορευμάτων, τις χρηματαγορές ή την οικονομική πορεία και τα πλάνα μιας επιχείρησης, χωρίς αυτή να είναι διαθέσιμη στο υπόλοιπο επενδυτικό κοινό.»

Τα δύο βασικά προβλήματα ασυμμετρίας της πληροφόρησης είναι το πρόβλημα του Ηθικού κινδύνου και το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.

Ηθικός Κίνδυνος

Η ασύμμετρη πληροφόρηση μπορεί να προέλθει από εσωτερική πληροφόρηση ωστόσο δεν περιορίζεται από αυτή. Για παράδειγμα στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών το διοικητικό συμβούλιο της προς εξαγορά εταιρείας έχει καλύτερη πληροφόρηση όπως είναι φυσικό για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης σε σχέδιο με το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την υπερεκτίμηση από την πλευρά των δευτέρων της αξίας της πρώτης επιχείρησης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα στην περίπτωση του τραπεζικού κλάδου είναι η ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων της προς εξαγορά επιχείρησης δηλαδή το κατά πόσο τα χορηγημένα δάνεια και οι λοιπές τοποθετήσεις έχουν εξυπηρετούνται κανονικά και τι βαθμό κινδύνου ενσωματώνουν. Το πρόβλημα αυτό είναι το λεγόμενο πρόβλημα ηθικού κινδύνου που είναι παρόν στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και εξαγορών εξαιτίας αυτής της ασυμμετρίας τη πληροφόρησης. Στην περίπτωση των αποτελεσματικών αγορών οι αγοραίες τιμές προσαρμόζονται άμεσα σε όλες τις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Υπάρχουν όμως διαφορά επίπεδα αποτελεσματικότητας της αγοράς. Εάν μία αγορά δεν είναι αποτελεσματική με βάση τον ορισμό της ισχυρής αγοράς τότε οι αγοραίες τιμές δεν μπορούν να απεικονίζουν και τις ιδιωτικές (εσωτερικές) πληροφορίες. Συνεπώς όταν μία εταιρεία εκδηλώνει ενδιαφέρον για την εξαγορά μίας επιχείρησης, την αξία της οποίας θεωρεί υποτιμημένη, σύμφωνα με κάποιες προνομιακές πληροφορίες που διαθέτει όταν ανακοινώνεται η πρόθεση της εξαγοράς, η τιμή της μετοχής της επιχείρησης-στόχου αυξάνει άμεσα αντανακλώντας την πληροφόρηση που αποκαλύφθηκε, ενώ η τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την ανακοίνωση. Εάν η συγχώνευση ακυρωθεί, η νέα τιμή της επιχείρησης-στόχου θα πρέπει να παραμείνει στα ίδια επίπεδα, αφού η ακύρωση της συγχώνευσης δεν τροποποιεί το γεγονός ότι αυτή είναι υποτιμημένη. Εάν όμως η τιμή της επιχείρησης-στόχου επανέλθει στα αρχικά επίπεδα, αυτό είναι μία ένδειξη της πεποίθησης της αγοράς ότι η συγχώνευση πρέπει να ολοκληρωθεί, προκειμένου να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης μέσω των συνεργιών που θα προκύψουν.

Πρόβλημα αντιπροσώπευσης

Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση και η διασπορά της ιδιοκτησίας σε ξεχωριστές επιχειρήσεις, είναι τα κύρια χαρακτηριστικά του σύγχρονου εταιρικού συστήματος τα οποία έχουν

οδηγήσει σε σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και τα διευθυντικά στελέχη πολυμετοχικών επιχειρήσεων. Η σύγκρουση αυτή εμφανίζεται εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών, όταν αυτοί κατέχουν πολύ μικρό ποσοστό μετοχών, δεδομένου ότι η αμοιβή τους βασίζεται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης. Έτσι, το πρόβλημα παίρνει τη μορφή της ανάλωσης εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά, της απόρριψης κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων που αυξάνουν το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης και συνεπώς επηρεάζουν αρνητικά τις αμοιβές τους, της έμφασης σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων καθώς και της μη ορθολογικής χρήσης των πλεονασματικών ταμειακών ροών της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Jensen και Ruback (1983), ένας από τους μηχανισμούς εναρμόνισης αντιτιθέμενων συμφερόντων είναι η αγορά επιχειρηματικού ελέγχου μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Σε αυτή την περίπτωση, τα διοικητικά στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης μπορούν να ικανοποιήσουν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες και να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στην εταιρεία π.χ. μέσω της αύξησης των πωλήσεων.

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, εάν η αγορά αντιληφθεί ότι η συγχώνευση δεν πρόκειται να είναι μία επικερδής κίνηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης αλλά έχει ως μοναδικό στόχο τη μεγέθυνσή της, τότε η τιμή της μετοχής της αντανακλώντας αυτή την πεποίθηση του κοινού, θα μειωθεί και μάλιστα ανάλογα με το ύψος του τιμήματος.

Ακόμα είναι και οι προσωπικές επιδιώξεις των στελεχών και ειδικότερα των διευθυντικών με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές ή να διατηρήσουν τα προνόμια τους. Εδώ όμως έχουμε μία αντίθεση με τις προηγούμενες περιπτώσεις, όπου το κεντρικό σημείο ήταν η αύξηση της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας και του συνολικού κεφαλαίου της τράπεζας ή της επιχείρησης που πραγματοποιεί την συγχώνευση και αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων που μπορεί να αντιδράσουν.

Παρόλο που υπάρχει πληθώρα θεωριών που προσπαθεί να εξηγήσει τους λόγους που οδηγούν στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές εταιρειών ωστόσο τα εμπειρικά αποτελέσματα όσον αφορά τα κίνητρα είναι αντικρουόμενα. Χαρακτηριστική αυτής της βιβλιογραφίας που προσπαθεί να διερευνήσει την επάρκεια αυτών των θεωριών είναι η μελέτη των (Amel & Rhoades ,1989) όπου χρησιμοποιούν τη μέθοδο multinomial logit για να τεστάρουν την πιθανότητα συγχώνευσης στον κλάδο των τραπεζών για ένα πολύ μεγάλο δείγμα τραπεζών, 1724 συνολικά για ένα

χρονικό διάστημα πέντε ετών 1978-1983, με δεδομένη την ύπαρξη των προσδιοριστικών παραγόντων των συγχωνεύσεων που προτείνει η θεωρία. Τα αποτελέσματα της μελέτης δεν μπορούσαν να υποστηρίξουν το επιχείρημα ότι οι συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται από κίνητρα που μεγιστοποιήσης της κερδοφορίας και της ανάπτυξης, έδειξαν ωστόσο έστω και ασθενώς ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλότερη αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα είναι εκείνες που κατά κανόνα απορροφούνται καθώς επίσης και ότι η αύξηση και διατήρηση του μερίδιου της αγοράς είναι ελκυστικός παράγοντας για τις απορροφούμενες επιχειρήσεις. Το τελικό συμπέρασμα όμως της έρευνας είναι ότι δεν μπορεί ξεκάθαρα να υποδείξει ένα συγκεκριμένο κίνητρο για την πραγματοποίηση των συγχωνεύσεων.

2.2 Κύματα Συγχωνεύσεων και εξαγορών

Κατά τον προηγούμενο αιώνα έλαβαν χώρα πέντε μεγάλα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ένα στην αρχή του προηγούμενου αιώνα και κατόπιν διαδοχικά τις δεκαετίες του 20', του 60', του 80' και του 90'. Το πιο πρόσφατο κύμα ήταν και το πιο εντυπωσιακό όσον αφορά το μέγεθος και τη γεωγραφική διασπορά. Ποιοι είναι όμως οι λόγοι για τους οποίους παρατηρούνται κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων; Για ποιους λόγους παρατηρούνται αυτά τα κύματα. Είναι η απάντηση σε αυτό το ερώτημα μόνο συμπεριφορική, παρασύρονται δηλαδή τα στελέχη των επιχειρήσεων και επιδεικνύουν συμπεριφορά κοπαδιού ή μήπως υπάρχουν και άλλοι λόγοι που συντελούν στη δημιουργία αυτού του φαινομένου. Οι απαντήσεις στις παραπάνω ερωτήσεις οφείλονται τόσο σε οικονομικά όσο και σε ρυθμιστικά ζητήματα. Υπάρχουν έντονες διακυμάνσεις διαχρονικά στο φαινόμενο των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Ο περίοδος ύφεσης του φαινομένου παρουσιάζουν μεγαλύτερη ομοιογένεια. Η δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων φαίνεται να διακόπτεται συνήθως ως αποτέλεσμα μιας κατάρρευσης στις κεφαλαιαγορές η οποία συνοδεύεται συνήθως από μια οικονομική ύφεση. Αντίθετα παρατηρείται μια σχετική ανομοιογένεια όσον αφορά τις αιτίες που οδηγούν σε αυξημένη ένταση των εξαγορών. Συνήθως οι εξαγορές λαμβάνουν χώρα σε περιόδους οικονομικής ανασυγκρότησης και συμπίπτουν χρονικά με περιόδους πιστωτικής επέκτασης. Επιπλέον οι συγχωνεύσεις ευδοκμούν σε περιόδους ρυθμιστικών αλλαγών όπως για παράδειγμα συνέβη στον Ελλαδικό χώρο τις αρχές του 1990 στον τραπεζικό κλάδο.

Τέλος κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων δημιουργούνται επίσης εξαιτίας κάποιας έντονης βιομηχανικής και τεχνολογικής εξέλιξης έτσι η αρχή κάθε κύματος εξαγοράς συνήθως συμπίπτει με έναν αριθμό οικονομικών, πολιτικών και κανονιστικών αλλαγών.

Το πρώτο Μεγάλο Κύμα Συγχωνεύσεων, ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 1890, ήταν αποτέλεσμα μιας περιόδου ριζικών τεχνολογικών αλλαγών που συνοδεύτηκαν από μεγάλη οικονομική ανάπτυξη αλλά και έξαρση της καινοτομίας κυρίως σε ό,τι αφορά στις βιομηχανικές διαδικασίες. Το κύμα χαρακτηριζόταν σε μεγάλο βαθμό από την οριζόντια εδραίωση της βιομηχανικής παραγωγής. Ο Stigler (1950) περιγράφει αυτή την ενοποίηση ως «τη συγχώνευση για τη δημιουργία μονοπωλίων» διότι οδήγησε στη δημιουργία πολλών γιγαντιαίων εταιρειών που καταλάμβαναν το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς στις αντίστοιχες βιομηχανίες τους. Η λήξη του πρώτου κύματος ήρθε γύρω στο 1903-1905 όταν η αγορά μετοχών συνετρίβη.

Το δεύτερο κύμα εξαγορών εμφανίστηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1910 και συνεχίστηκε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1920. Ο Stigler (1950) θεωρεί το δεύτερο κύμα ως κίνηση προς τα ολιγοπώλια, διότι, μέχρι το τέλος της περιόδου, οι βιομηχανίες δεν χαρακτηρίζονταν πλέον από μια γιγαντιαία εταιρεία αλλά από δύο ή περισσότερες εταιρείες. Οι περισσότερες από τις συγχωνεύσεις της δεκαετίας του 1920 ήταν μεταξύ μικρών επιχειρήσεων που παρέμειναν εκτός των μονοπωλίων που δημιουργήθηκαν κατά το προηγούμενο κύμα. Με τη συγχώνευση, οι εταιρείες αυτές είχαν σκοπό να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας και να αποκτήσουν τη δύναμη για να ανταγωνιστούν την κυρίαρχη εταιρεία στις βιομηχανίες τους. Ο Stigler (1950) δείχνει ότι οι μονοπωλιακές συγχωνεύσεις των αρχών του 20ου αιώνα δεν επιχειρούσαν να ανακτήσουν την εξουσία μέσω νέων συγχωνεύσεων του 1920. Ως πιθανούς λόγους, προτείνει την έλλειψη επαρκούς κεφαλαίου για την περαιτέρω επέκταση και την καλύτερη επιβολή του αντιμονοπωλιακού νόμου ακολουθώντας τις Northern Securities αποφάσεις του 1904. Και πάλι η συντριβή της χρηματιστηριακής αγοράς και η επακόλουθη οικονομική ύφεση του 1929 ήταν η αρχή του τέλους του δεύτερου κύματος συγχωνεύσεων.

Το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών ξεκίνησε στη δεκαετία του 1950 και κράτησε για σχεδόν δύο δεκαετίες. Το κύριο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος ήταν ένας πολύ μεγάλος αριθμός της διαφοροποίησης των εξαγορών που οδήγησαν στην ανάπτυξη μεγάλων συγκροτημάτων.

Το τρίτο κύμα κορυφώθηκε το 1968 και κατέρρευσε το 1973, όταν η πετρελαϊκή κρίση έσπρωξε την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση.

Το τέταρτο κύμα εξαγοράς ξεκίνησε το 1981, όταν το χρηματιστήριο είχε ανακάμψει από την προηγούμενη οικονομική ύφεση. Η αρχή του τέταρτου κύματος συμπίπτει με αλλαγές στην αντιμονοπωλιακή πολιτική, την απελευθέρωση των οικονομικών υπηρεσιών, τη δημιουργία νέων χρηματοδοτικών μέσων και αγορών (π.χ. την αγορά ομολόγων γεμάτων) καθώς και τη τεχνολογική πρόοδο στην ηλεκτρονική βιομηχανία.

Η παραπάνω κατηγοριοποίηση αφορά κυρίως την ιστορική κατάσταση στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής ωστόσο και στην Ελλάδα παρατηρείται η τάση για τη δημιουργία κυμάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών με τις αιτίες δημιουργίας και καταστροφής τους να είναι λίγο πολύ οι ίδιες.

2.2.1 Το πρώτο κύμα τραπεζικών συγχωνεύσεων στον Ελλαδικό χώρο

Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα χαρακτηριζόταν στο παρελθόν από θεσμικές αδυναμίες, διαρθρωτικές ιδιομορφίες και σημαντικούς εξωγενείς περιορισμούς χαρακτηριστικά που αποτελούσαν εμπόδιο για την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα τους με αποτέλεσμα τον περιορισμό το βαθμού ευελιξίας, το αυξημένο κόστος λειτουργίας και τη δύσκαμπτη πολιτική των επιτοκίων ενώ ταυτόχρονα αμβλυνόταν η πίεση για τόνωση του ανταγωνισμού και την βελτίωση της αποδοτικότητας του.

Η προώθηση της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, η καθιέρωση της ενιαίας αγοράς από την ΟΝΕ, η διεθνοποίηση του ανταγωνισμού οδήγησαν την ανάγκη του εκσυγχρονισμού του τραπεζικού συστήματος ώστε να μπορέσει να προσαρμοστεί στις διεθνείς εξελίξεις και να παίξει σημαντικό ρόλο και να αποκτήσει ισχυρή θέση στις καινούριες συνθήκες. Κατέστη αναγκαίο τα πιστωτικά ιδρύματα να αναδιαρθρώσουν την διαχείριση τους, την λειτουργία και τις παρεχόμενες υπηρεσίες, ώστε να εξασφαλίσουν ικανοποιητικό ρυθμό απόδοσης στους πόρους, στα κεφάλαια, προσωπικό και γνώση. Οι αλλαγές άρχισαν από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 και συνεχίστηκαν κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990 φέρνοντας άλλον αέρα πλεύσης στα τραπεζικά δεδομένα. Με την απελευθέρωση της αγοράς η οποία ξεκίνησε το 1987 προωθήθηκαν ουσιαστικά μέτρα για την απελευθέρωση των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων.

Επετράπησαν οι αγοραπωλησίες έντοκων γραμματίων μεταξύ τραπεζών ενώ δημιουργήθηκε θεσμικό πλαίσιο για ορισμένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπως η χρηματοδοτική μίσθωση και ανάληψη απαιτήσεων τρίτων.

Οι αλλαγές αυτές άλλαξαν αποτελεσματικά την δομή του ελληνικού τραπεζικού τομέα και οδήγησαν στην αύξηση του ανταγωνισμού. Εισηγάγαν μία φάση συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων αλλάζοντας σημαντικά την μορφή του τραπεζικού χάρτη. Από το 1993 έντεκα ελληνικές τράπεζες εξαγοράστηκαν και σταδιακά συγχωνεύθηκαν με αποτέλεσμα να «εξαφανιστούν» από το τραπεζικό χάρτη.

Πρόκειται για την Τράπεζα Αθηνών, την Δωρική, την Εθνική Στεγαστική Τράπεζα, την Τράπεζα Χίου, την Εθνική Κτηματική Τράπεζα, την Ιονική, την Τράπεζα Κρήτης, την Τράπεζα Εργασίας, την Τράπεζα Μακεδονίας Θράκης.

2.2.2 Συγχωνεύσεις και οικονομική κρίση - Δεύτερο Κύμα Τραπεζικών Συγχωνεύσεων.

Οι επιχειρήσεις πάντα αναζητούν τρόπους να επιβιώσουν στον σκληρό ανταγωνισμό και οι συγχωνεύσεις ανέκαθεν αποτελούσαν ένα εργαλείο προς την επίτευξη αυτού του σκοπού και όπως ήταν φυσικό αυτό χρησιμοποιήθηκε και κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτέλεσαν αναγκαιότητα κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και οι τραπεζικοί οργανισμοί τις αξιοποίησαν για να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους και να μειώσουν τα έξοδά τους και την έκθεσή τους σε κίνδυνους σε σημαντικό βαθμό ωστόσο υπάρχουν έρευνες που αμφισβητούν την αποτελεσματικότητα των νέων σχημάτων . Η δημιουργία τραπεζικών συμμαχιών μειώνει τον αριθμό των παιχτών στην αγορά αυξάνει τη συγκέντρωση και κατά συνέπεια ελαττώνει τον ανταγωνισμό στον τραπεζικό κλάδο. (Hannan και Pillof) με συνέπειες όπως θα δούμε παρακάτω κυρίως στις τιμές των παρεχόμενων υπηρεσιών. Στην ελληνική οικονομική κρίση χρέους το ελληνικό τραπεζικό σύστημα επλήγη βαριά καθώς ήταν εκτεθειμένο και άρρηκτα συνδεδεμένο με τη χρηματοδότηση των ελλειμάτων του Ελληνικού Κράτους. Σε μια προσπάθεια σταθεροποίησης του τραπεζικού συστήματος οι θεσμικοί φορείς υποστήριξαν τη δυνατότητα δημιουργίας νέων ισχυρών τραπεζικών σχημάτων με κύριο όχημα αυτής ης αναδιάρθρωσης τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Το αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας είναι ένας συγκεντρωμένος κλάδος που αποτελείται από 4 μεγάλες τράπεζες που καλούνται συστημικές εξαιτίας της σημαντικότητάς τους για τη σταθερότητα ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος οι οποίες προέκυψαν απορροφώντας τράπεζες μέχρι πρότινος ανταγωνίστριές τους. Οι τέσσερις συστημικές τράπεζες σήμερα είναι η Εθνική τράπεζα , η Alpha Bank, η τράπεζα Πειραιώς και η

Eurobank. Στην παρούσα εργασία θα εστιάσουμε στην εξαγορά από πλευράς της Alpha Bank της Εμπορικής τράπεζας και θα προσπαθήσουμε με δύο διαφορετικές μεθόδους που θα χρησιμοποιήσουμε συμπληρωματικά να αποφανθούμε για το αν και κατά πόσο η εξαγορά αυτή υπήρξε επωφελής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Η απόδοση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών προσδιορίζεται από διαφορετικές μεθόδους και η συγκεκριμένη μελέτη καλύπτει μερικές από τις πιο συχνά χρησιμοποιούμενες τεχνικές στην υπάρχουσα βιβλιογραφία.

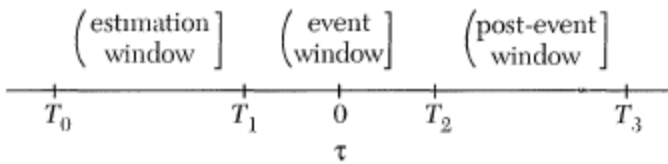
Μέθοδος της Λογιστικής Απόδοσης

Η μέθοδος της της λογιστικής απόδοσης περιλαμβάνει την ανάλυση της λογιστικής απόδοσης της επιχείρησης όπως αυτή καταγράφεται είτε σε όρους Απόδοσης Ενεργητικού (Return on Assets – ROA) ή Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity – ROE) σε βάθος δυο έως τριών ετών μετά τη συγχώνευση. Η διαδικασία διεξαγωγής αυτού του είδους των μελετών έχει ως εξής. Αρχικά επιλέγεται ένα δείγμα επιχειρήσεων με σκοπό να μελετηθεί η επίδραση της συγχώνευσης στα λογιστικά τους μεγέθη και τα αποτελέσματα που προκύπτουν αντιπαραβάλλονται με τα αποτελέσματα ενός δεύτερου δείγματος επιχειρήσεων ελέγχου. Οι Rubak και Paleru (1992) πρόσθεσαν στην επέκταση της μεθόδου των λογιστικών αποδόσεων και τη μεθοδολογία της μέτρησης της λειτουργικής απόδοσης καθώς μέχρι πρότινος οι μελέτες χρησιμοποιούσαν δεδομένα από τις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων συνεπώς κάποιες εκτιμήσεις θα μπορούσαν να οφείλονται σε ανεπάρκεια της αγοράς και σε λανθασμένη τιμολόγηση. Η μελέτη των Rubak και Paleru χρησιμοποίησε τις λειτουργικές ταμειακές ροές που είχαν προσαρμοστεί στις τυπικές αποδόσεις του κλάδου προκειμένου να αξιολογήσουν την απόδοση των συγχωνευμένων εταιρειών για μια περίοδο 5 ετών μετά τη συγχώνευση. Οι Healy, Paleru και Ruback (1992) υπολόγισαν τις, μετά την εξαγορά, λειτουργικές αποδόσεις πενήντα συγχωνεύσεων μεταξύ Αμερικανικών δημόσιων επιχειρήσεων..

Μελέτες Περίπτωσης Γεγονότος (Event Studies)

Οι οικονομολόγοι αρκετά συχνά ενδιαφέρονται να μετρήσουν την επίδραση που έχει ένα οικονομικό γεγονός στην αξία μιας επιχείρησης. Παραδείγματα τέτοιων γεγονότων μπορεί να

είναι παραδείγματος χάρη η ανακοίνωση της διάσπασης μιας μετοχής, η αλλαγή ενός νομοθετικού πλαισίου, η ανακοίνωση μιας επικείμενης εξαγοράς μιας επιχείρησης. Για το λόγο αυτό η μελέτη περίπτωσης γεγονότος είναι από τις πλέον προτιμώμενες ερευνητικές μεθόδους σε ότι έχει να κάνει με το πρόβλημα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Χωρίζεται σε δύο υποκατηγορίες τη βραχυχρόνια και τη μακροχρόνια. Το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι χρησιμοποιεί χρηματοοικονομικά δεδομένα της αγοράς. Σύμφωνα με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών μια οποιαδήποτε επίδραση ενός γεγονότος θα έχει άμεση αντανάκλαση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Έτσι μπορεί να κατασκευαστεί ένα μέτρο της επίδρασης ενός γεγονότος χρησιμοποιώντας παρατηρούμενες τιμές περιουσιακών στοιχείων μέσα σε ένα μικρό χρονικό διάστημα σε αντίθεση με τις τεχνικές μέτρησης της παραγωγικότητας που απαιτούν μήνες ή ακόμα και χρόνια παρατηρήσεων. Η διαδικασία για τη διεξαγωγή της μελέτης επίδρασης γεγονότος απαιτεί αρχικά τον ορισμό του γεγονότος



ενδιαφέροντος (event) και τον ορισμό της περιόδου μέτρησης (event window).

Για την εκτίμηση της επίδρασης του γεγονότος πρέπει να κατασκευαστεί ένα μέτρο μη συνηθισμένων αποδόσεων

(abnormal returns) το οποίο υπολογίζεται ως εξής.

$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_{\tau})$, όπου AR_{it} οι μη - συνηθισμένες αποδόσεις, $E(R_{it} | X_{\tau})$ οι «λογικές (normal) αποδόσεις» και R_{it} οι πραγματοποιηθείσες αποδόσεις. Αρχικά υπολογίζονται οι κανονικές αποδόσεις για την επιλεγθείσα επιχείρηση χρησιμοποιώντας μια εξίσωση παλινδρόμησης $R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$ όπου R_{it} είναι η αναμενόμενη απόδοση της επιχείρησης τη στιγμή t , R_{mt} είναι η απόδοση της αγοράς την ίδια στιγμή, a_i είναι ο σταθερός όρος, β_i είναι ο συντελεστής συσχέτισης και e_{it} είναι τα κατάλοιπα του υποδείγματος. Η μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων είναι μια καλή μέθοδος για την εκτίμηση των παραμέτρων των κανονικών αποδόσεων. Συνήθως χρησιμοποιούνται οι ημερήσιες αποδόσεις και όχι οι μηνιαίες, ο ερευνητής έχει κάθε φορά τη δυνατότητα τις επιλογής των χρονοσειρών που θα χρησιμοποιηθούν για την εκτίμηση των κανονικών αποδόσεων πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς. Συνήθως το παράθυρο εκτίμησης και το παράθυρο γεγονότων δεν αλληλοεπικαλύπτονται έτσι ώστε να αποφεύγεται η

αλλοίωση των αποδόσεων από αποδόσεις που βρίσκονται κοντά στο παράθυρο γεγονότος. Ο υπολογισμός των μη - κανονικών αποδόσεων αφού πρώτα γίνει η εκτίμηση των κανονικών αποδόσεων με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων γίνεται έχει ως εξής. $AR_{it} = R_{it} - \hat{a}_i - \hat{b}_i R_{mt}$. Για την απόφαση και την ερμηνεία των μη συνηθισμένων αποδόσεων είναι απαραίτητο οι μετρήσεις αυτές να προστεθούν μεταξύ τους καθ' όλη τη χρονική διάρκεια του παραθύρου γεγονότος. Πιο συγκεκριμένα πρέπει να υπολογίσουμε την ποσότητα $CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$ που είναι το

άθροισμα όλων των μη - συνηθισμένων αποδόσεων που έχουν υπολογιστεί μέσα στο χρονικό διάστημα του παραθύρου ελέγχου. Χρησιμοποιώντας το παραπάνω μέτρο και λαμβάνοντας υπ' όψιν τα στατιστικά χαρακτηριστικά της κατανομής του έχουμε τη δυνατότητα να κατασκευάσουμε ελέγχους υποθέσεων όσων αφορά την ύπαρξη ή μη ύπαρξη μη συνηθισμένων αποδόσεων ως αποτέλεσμα ενός γεγονότος όπως για παράδειγμα η συγχώνευση δύο επιχειρήσεων. Η μέθοδος ανάλυσης γεγονότος χρησιμοποιήθηκε σε πολύ μεγάλο βαθμό στη μελέτη του προβλήματος των επιδράσεων μιας συγχώνευσης δύο επιχειρήσεων τόσο από την πλευρά της επιχείρησης που απορροφά όσο και από την πλευρά της επιχείρησης που απορροφάται. Σε γενικές γραμμές οι εμπειρικές μελέτες έχουν καταγράψει ισχυρές μη συνηθισμένες αποδόσεις για την επιχείρησης που απορροφούνται τάξεως έως και 20% κατά μέσο όρο ενώ για τις επιχειρήσεις που απορροφούν οι μη συνηθισμένες αποδόσεις είναι μηδενικές. Ωστόσο υπάρχει πληθώρα ερευνών που κάνουν χρήση της μεθόδου και τα αποτελέσματα ποικίλουν.

Οι ερευνητές Anand και Singh (1997), Singh και Montgomery (1987) χρησιμοποίησαν ένα παράθυρο γεγονότων από 800 μέχρι 551 ημέρες πριν την ανακοίνωση. Χρησιμοποίησαν αυτή τη μέθοδο προκειμένου να συλλάβουν οποιαδήποτε επίδραση έχουν οι φήμες στην αγορά πριν την πραγματική ανακοίνωση συγχώνευσης. Έχοντας αντιληφθεί τις αναμενόμενες αποδόσεις της επιχείρησης, το μοντέλο αγοράς χρησιμοποιείται για να συνοψίσουμε τις αθροιστικές ασυνήθιστες αποδόσεις της επιχείρησης εξαιτίας της ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Οι Hayward (2003), Wang και Xie (2007), Krishnan, Krishnan και Lefanowicz (2009), Anand και Singh (1997), Pangarkar και Lie (2004), Hayward (2002, 2003) έχουν απεικονίσει το βραχυπρόθεσμο παράθυρο του γεγονότος μεταξύ 5 ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση, ενώ ο Chatterjee, (1986) έχει εκτιμήσει το μακροπρόθεσμο παράθυρο έως και 50 ημέρες μετά την

ανακοίνωση. Παρομοίως, άλλη μελέτη από τους Singh και Montgomery (1987) έδειξε ότι το μακροπρόθεσμο παράθυρο μπορεί να φτάσει και 100 ημέρες μετά την εξαγορά.

Προσέγγιση Προστιθέμενης οικονομικής αξίας

Ο δείκτης προστιθέμενης οικονομικής αξίας (Economic Value Added) είναι μία «μετρική» η οποία αναπτύχθηκε από την Stern Stewart & Co προκειμένου να μετρήσει τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις μιας επιχείρησης αφαιρώντας τα κόστη κεφαλαίου από τα λειτουργικά κέρδη.

Η ανάγκη για τη χρήση αυτής της μετρικής προέρχεται από το γεγονός ότι τα παραδοσιακά μέτρα μέτρησης του ισολογισμού ενέχουν θόρυβο για διάφορους λόγους που αφορούν κυρίως την ορθή χρήση των λογιστικών προτύπων και τη σωστή απεικόνιση των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων. Από την άλλη τα παραδοσιακά μέτρα της αγοράς επηρεάζονται από τη μεταβλητότητα των αγορών. Για το λόγο αυτό υπάρχει ανάγκη για την κατασκευή ενός μέτρου το οποίο να ενσωματώνει την εκτίμηση της αγοράς αλλά παράλληλα να αποτελεί ένα πραγματικό μέτρο της χρηματοοικονομικής επίδοσης της εταιρείας. Ο δείκτης προστιθέμενης οικονομικής αξίας είναι μια προσπάθεια κατασκευής ενός μέτρου επιχειρηματικής επίδοσης που να σχετίζεται άμεσα με τον πλούτο των ιδιοκτητών αλλά και να ανταποκρίνεται στις ενέργειες των διαχειριστών της επιχείρησης. Το στοιχείο που διαφοροποιεί τη χρήση του EVA από το λογιστικό μοντέλο είναι ότι λαμβάνει υπ' όψιν του το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων δηλαδή το κόστος ευκαιρίας των μετόχων της επιχείρησης από το γεγονός ότι τοποθετούν τα χρήματά τους στην συγκεκριμένη επιχείρηση αντί να τα τοποθετήσουν σε οποιαδήποτε άλλη επένδυση. Ο κλασικός υπολογισμός του δείκτη είναι

$$EVA = NOPAT - \text{Cost of Capital Employed} = NOPAT - WACC \times CE$$

Όπου ,

$NOPAT$ = Καθαρά Κέρδη μετά φόρων και πριν την αφαίρεση χρηματοοικονομικού κόστους (Net Profit After Taxes)

$WACC$ = Μέσο σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost Of Capital)

CE = Δεσμευμένο Κεφάλαιο (Capital Employed)

Η μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας εφαρμόστηκε και στο πρόβλημα της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους μιας επιχείρησης μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά. Σε μια τέτοια μελέτη οι Sirower και O'Byrne, (1998) υπολόγισαν της προ εξαγοράς αξίες των δυο επιχειρήσεων καθώς και την υπερβάλλουσα απόδοση λόγω εξαγοράς για να εκτιμήσουν την ελάχιστη προοπτική ετήσιας λειτουργικής απόδοσης προκειμένου να επικυρωθεί η επένδυση. Εκτίμησαν την αναμενόμενη ετήσια αύξηση απόδοσης σε EVA για την εξαγοράζουσα και την εξαγοραζόμενη εταιρία, για να καταλήξουν σε έναν δείκτη-στόχο απόδοσης, οριοθέτησαν την πραγματική βελτίωση σε όρους EVA και συνέκριναν τις διαφορές μεταξύ των πραγματικών βελτιώσεων EVA με το δείκτη απόδοσης με τις Αγοραίες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (Market Abnormal Returns). Η μελέτη τους βρήκε μια υψηλή συσχέτιση μεταξύ των αγοραίων υπερβαλλουσών αποδόσεων και της απόδοσης του δείκτη-στόχου EVA.

Ανάλυση περιβάλλουσας συνάρτησης

Η Ανάλυση Περιβάλλουσας συνάρτησης Δεδομένων (Data Envelopment Analysis – DEA) είναι μια γραμμική τεχνική προγραμματισμού περισσότερο κοινή σε λειτουργικές έρευνες για να συγκρίνουν τη σχετική απόδοση των μονάδων λήψης αποφάσεων. Μια απόδοση κάθε τέτοιας μονάδας υπολογίζεται σε όρους ενός δείκτη μεταβλητών εκροών προς εισροών. Τα σύνορα της αποδοτικότητας που υπολογίζονται αποτελούνται από τις πιο αποδοτικές επιχειρήσεις του κλάδου, κάθε μονάδα επομένως συγκρίνεται με το σύνορο αποδοτικότητας. Η μέθοδος αυτή θα χρησιμοποιηθεί και στη δική μας ανάλυση και θα αναλυθεί περαιτέρω στη συνέχεια σε επόμενο κεφάλαιο.

Μέθοδος Ερωτηματολογίου

Μια μέθοδος ερωτηματολογίων χρησιμοποιείται συνήθως όπου οι αντικειμενικές μέθοδοι παρατήρησης των επιδόσεων δεν είναι εφικτές, για παράδειγμα στην περίπτωση εξαγοράς μικρών τμημάτων ή ιδιωτικών εξαγορών (Datta και Grant, 1990). Το πλεονέκτημα της μεθόδου ερωτηματολογίων για την μελέτη της επίδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ότι δεν επηρεάζεται από εξωτερικές μεταβλητές όπως αντίθετα συμβαίνει με τις μετρήσεις τόσο των λογιστικών όσο και των αγοραίων τιμών, κάτι που καθιστά το διαχωρισμό των επιδράσεων λόγω συγχώνευσης από άλλα γεγονότα που συμβαίνουν ταυτόχρονα μια σύνθετη και ακανθώδη

διαδικασία. Στην περίπτωση που η εξαγοράζουσα επιχείρηση είναι πολυτμηματική ή η αποκτηθείσα εταιρία είναι πολύ μικρή, τότε αυτές οι μετρήσεις δε θα είναι σε θέση να εντοπίσουν την επίδοση της εξαγοράς. Η μελέτη τους έχει επιπλέον επιβεβαιώσει ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις φανερώσουν τις αναμενόμενες επιδόσεις, δεν ξεκαθαρίζουν ή φανερώνουν την πραγματική έκβαση. Τα ερωτηματολόγια μπορούν να διανεμηθούν στους διοικητές και των δυο συμμετεχουσών επιχειρήσεων, από τους διοικητές των εξαγοραζόμενων εταιριών ή από εξωτερικούς ειδήμονες όπως εκτιμητές χρηματιστηρίων και αναλυτές. Παρομοίως, τα αποτελέσματα υποστηρίζονται από πολλούς ερευνητές όπως οι Datta, και Grant (1990), Cannella και Hambrick (1993) και Reus και Lamont (2009).

Καινοτόμος Επίδοση

Η πρακτική της καινοτόμου επίδοσης μετράει την επίδραση των εξαγορών στην καινοτομία όπως αυτή μετριέται με την συχνότητα των πατεντών που καταθέτει η εξαγοράζουσα επιχείρηση. Οι Ahuja και Katila (2001), συμπέραναν ότι η επίδοση καινοτομίας είναι ένα μέτρο της επιτυχίας της απόκτησης τεχνολογίας. Η μελέτη παρατηρεί την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην επιτυχημένη δράση καινοτομίας των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων στον χημικό τομέα. Η μελέτη τους επέλεξε ένα τμήμα από επιχειρήσεις παγκοσμίως του χημικού κλάδου, καθαρές από εξαγορά ή συγχώνευση, και σκιαγράφησαν την επίδοσή τους μετά την εξαγορά.

Η μέθοδος της μελέτης περιπτώσεων (Case Study)

Μία ακόμη μέθοδος για τη μελέτη των επιδράσεων στην αξία μιας επιχείρησης μετά το γεγονός μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η μελέτη ενός μικρού αριθμού περιπτώσεων εξαγορών σε αντίθεση με τα πολυπληθή δεδομένα που είναι απαραίτητα στην περίπτωση μιας οικονομετρικής μελέτης, με στόχο να ανιχνευθούν σε κάθε περίπτωση ξεχωριστά οι παράγοντες που οδήγησαν σε επιτυχία ή κατάρρευση σε μια συγκεκριμένη κατάσταση γεγονότων. Για παράδειγμα, οι Appelbaum and Roberts (2009) μελέτησαν το ρόλο της κουλτούρας, της κατεύθυνσης και της ηγεσίας στον θρίαμβο ή την αποτυχία δέκα περιπτώσεων εξαγοράς και συγχώνευσης.

3.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟΣΦΑΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Τα αποτελέσματα των ερευνών γύρω από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές αναφορικά με το ερώτημα εάν αυτές δημιουργούν συγκεκριμένα οφέλη δείχνουν ότι πράγματι στις περισσότερες των περιπτώσεων υπάρχουν ωφέλειες. Ωστόσο το είδος και η ένταση αυτών των ωφελειών ποικίλει. Δεν λείπουν ωστόσο και οι εργασίες που δείχνουν ότι το αποτέλεσμα μετά τη συγχώνευση είναι αρνητικό συνεπώς μια συγχώνευση ή μια εξαγορά δεν αποτελεί εκ των προτέρων εγγύηση επιτυχίας, αλλά η επιτυχία τους εξαρτάται από ένα πλήθος παραγόντων πέρα από τα οικονομικά κίνητρα και έχουν να κάνουν με την επιτυχή διαδικασία ολοκλήρωσης της ένωσης.

Τα αποτελέσματα των ερευνών συγχωνεύσεων και εξαγορών στον χρηματοοικονομικό κλάδο, που καλύπτουν το χρονικό διάστημα από το 1980 έως το 1990, συγκλίνουν στο συμπέρασμα ότι οφέλη αποκομίζουν κυρίως οι επιχειρήσεις και οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων που αποτελούν στόχους εξαγοράς καθώς οι αποδόσεις αυτών είναι θετικές και άνω του μέσου όρου, σε αντίθεση με τις αποδόσεις των μετόχων των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε απορρόφηση μιας άλλης οι οποίες είναι αρνητικές και στατιστικά μη σημαντικές. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε ως επί τω πλείστον για την διεξαγωγή των μελετών αυτών ήταν η μελέτη γεγονότων (event studies) μια γενική περιγραφή τα οποίας έγινε παραπάνω . Ενδεικτικά παραδείγματα αυτής της βιβλιογραφίας αποτελούν οι εργασίες των Houston and Ryngaert (1994), Hudgins and Seifert (1996) , Pilloff (1996), Subrahmanyam et al. (1997).

Ωστόσο τα αποτελέσματα των πιο σύγχρονων ερευνών για τη μελέτη της οικονομικής επίδοσης που αφορούν την περίοδο μετά το 2000 διαφοροποιούνται σημαντικά από το προηγούμενο συμπέρασμα. Το γενικότερο συμπέρασμα που προκύπτει από αυτές είναι ότι σε γενικές γραμμές οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στους τραπεζικούς τομείς των Ηνωμένων πολιτειών και της Ευρωπαϊκής ένωσης ενισχύουν την αποδοτικότητα των νέων σχημάτων , όμως μόνο στην περίπτωση των Ευρωπαϊκών τραπεζών έχουν ως αποτέλεσμα την ενίσχυση της αξίας των μετόχων. Θα προσπαθήσουμε να κατηγοριοποιήσουμε τα αποτελέσματα των πρόσφατων εργασιών με βάση τον τύπο των ωφελειών που κατέγραψαν διακρίνοντας ανάμεσα σε αυτές που αφορούν την Αμερικανική και την Ευρωπαϊκή αγορά. Οι σημαντικότερες ωφέλειες που καταγράφηκαν είναι οι εξής:

Σημαντική μείωση του κόστους

Όσον αφορά την Αμερικανική τραπεζική αγορά και λαμβάνοντας ως περίοδο αναφοράς τη δεκαετία του 1990 οι Kwan and Wilcox (2002) βρήκαν ενδείξεις ότι προέκυψε σημαντική μείωση του κόστους αλλά μόνο αφ' ότου προσαρμόσαν τα δεδομένα τους στους λογιστικούς κανόνες των συγχωνεύσεων.

Στην Ευρωπαϊκή αγορά και ειδικότερα σε επίπεδο χώρας εργασίες οι οποίες καταγράφουν μείωση του λειτουργικού κόστους μετά τη συγχώνευση είναι αυτές των Carbo and Humphrey (2004) που πήραν ως δείγμα 22 Ισπανικές τράπεζες καταθέσεων για το χρονικό διάστημα από το 1986-2000 και χρησιμοποιώντας διάφορες εκτιμητικές προσεγγίσεις για την εκτίμηση πιθανών επιπτώσεων στη μείωση του λειτουργικού κόστους μετά από μια συγχώνευση ανακάλυψαν ότι τα κόστη έπεσαν κατά περίπου 0.5% . Το ποσοστό μπορεί να μοιάζει μικρό ήταν όμως αρκετό για να προκύψει μια αύξηση των αποδόσεων κατά 4%. Στην ίδια κατηγορία των ωφελειών λόγω μείωσης του κόστους και μάλιστα με δείγμα που αποκτήθηκε πάλι από την Ισπανική αγορά και καλύπτει περίπου την ίδια χρονική περίοδο από το 1986-2002 εμπίπτει και η εργασία του Maudos (2007). Στοιχεία που επιβεβαιώνουν τη μείωση του λειτουργικού κόστους υπάρχουν και στην εργασία των Humphrey and Vale (2004) για ένα δείγμα Νορβηγικών τραπεζών και περίοδο έρευνας από το 1988 έως το 1997, εκείνο όμως που προσθέτει επιπλέον στα συμπεράσματα η εν λόγω έρευνα είναι ότι οι ωφέλειες αυτές πραγματοποιήθηκαν στις περιπτώσεις συγχωνεύσεων όπου οι τράπεζες άλλαξαν σύστημα πληρωμών εφαρμόζοντας τις ηλεκτρονικές πληρωμές. Μια εργασία με διαφοροποιημένα αποτελέσματα σε σχέση με τις προηγούμενες είναι αυτή του Koetter (2005) ο οποίος μελετώντας τις συγχωνεύσεις των γερμανικών τραπεζών της δεκαετίας του 1990 διαπίστωσε ότι μόνο οι μισές από αυτές ήταν επιτυχείς σε επίπεδο βελτίωσης της αποδοτικότητας λόγω κόστους και επιπλέον ακόμη και στις επιτυχείς περιπτώσεις που πράγματι υπήρξε βελτίωση της αποδοτικότητας αυτή άργησε να εμφανιστεί σε κάποιες εκ των περιπτώσεων έως και 7 χρόνια.

Βελτίωση της κερδοφορίας

Μία από τις εργασίες που ανακάλυψαν βελτίωση της κερδοφορίας μετά από συγχώνευση στην Αμερικανική αγορά εταιρειών τραπεζικών συμμετοχών για την περίοδο 1987-1998 είναι αυτή των Knapp et al. (2006). Η βελτίωση της κερδοφορίας σε σύγκριση με το μέσο όρο κερδοφορίας του κλάδου επήλθε σε διάστημα έως πέντε ετών μετά τη συγχώνευση.

Στον Ευρωπαϊκό χώρο σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης οι μελέτες των Diaz et al. (2004) και Karopoulos and Siokis (2005) κατέγραψαν βελτίωση της κερδοφορίας μετά από συγχώνευση, ενώ σε επίπεδο χώρας οι Resti and Siciliano (2001), με δείγμα από Ιταλικές τράπεζες για την περίοδο από το 1992-1997, εξέτασαν την επίδοση των συγχωνεύσεων με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών δεικτών επιβεβαιώνοντας τη βελτίωση της κερδοφορίας.

Αύξηση της αποδοτικότητας των εσόδων

Όσον αφορά το μέγεθος των εσόδων εργασίες που έχουν καταγράψει βελτίωση σε αυτό το σκέλος μετά από συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η εργασία των Cornett et al. (2006) οι οποίοι βρήκαν ενδείξεις αύξησης της αποδοτικότητας των εσόδων στις περιπτώσεις εξαγορών εντάσεως παραγωγής και στις περιπτώσεις εξαγορών με έμφαση στη στοχευμένη γεωγραφική επέκταση. Επίσης στην εργασία τους οι Hagendorff and Keasey (2009) με τη βοήθεια αριθμοδεικτών από χρηματοοικονομικά δεδομένα σύγκριναν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές στην Ευρωπαϊκή και την Αμερικανική αγορά για την περίοδο 1996 έως το 2004 και σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους οι Αμερικανικές τράπεζες τείνουν να στοχεύουν σε συγχωνεύσεις που αυξάνουν τα έσοδα χωρίς όμως να μειώνονται τα κόστη τα οποία τείνουν να αυξάνονται.

Υπεροχή, βιωσιμότητα, κατάκτηση του μεριδίου αγοράς

Ο τρόπος χρήσης των εισροών εκτός του ότι δημιουργεί συνθήκες για μεγαλύτερο περιθώριο κερδοφορίας δημιουργεί και πλεονέκτημα επικράτησης έναντι των ανταγωνιστών στον ιδιαίτερα ανταγωνιστικό κλάδο των τραπεζών. Το πλεονέκτημα αυτό καταγράφουν στην εργασία τους οι Hannan and Pilloff (2009) κάνοντας χρήση μιας συνάρτησης κινδύνου αποδεικνύοντας ότι οι

τράπεζες που είναι περισσότερο αποδοτικές από πλευράς κόστους τείνουν να απορροφούν τους λιγότερο αποδοτικούς ανταγωνιστές τους.

Επίσης οι De Guevara et al. (2005) στην εργασία τους για την μονοπωλιακή δύναμη στον τραπεζικό τομέα χρησιμοποίησαν το δείκτη μονοπωλιακής δύναμης Lerner, $L = \frac{P - MC}{P}$, και έβγαλαν το συμπέρασμα ότι η συγχώνευση κατόρθωσε πράγματι να περιορίσει τα οριακά κόστη (MC) και μάλιστα αυτό συνέβη με γρηγορότερο ρυθμό σε σχέση με την πτώση των τιμών (P) των εκροών σηματοδοτώντας έτσι μια αύξηση της μονοπωλιακής δύναμης.

Μία από τις στρατηγικές που χρησιμοποιούνται συνήθως στις περιπτώσεις των conglomerate συγχωνεύσεων και ιδιαίτερα συγχωνεύσεων που γίνονται με σκοπό τη γεωγραφική επέκταση ενός οργανισμού είναι η εξαγορά μιας επιχείρησης που δρα στην τοπική αγορά και έχει μεγάλη αναγνωρισιμότητα. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται και στον κλάδο των τραπεζών με τους Berger και Dick (2007) να καταγράφουν ότι οι μεγάλες εταιρείες τραπεζικών συμμετοχών που εισήλθαν σε νέες τοπικές αγορές στο χρονικό διάστημα από το 1972 έως το 2002 ήταν περισσότερο ικανές να αποκτήσουν το μερίδιο αγοράς των τραπεζών στόχων όταν αυτές είχαν μεγάλη αναγνωρισιμότητα.

Ενίσχυση της αξίας των μετόχων

Τα αποτελέσματα των πρόσφατων ερευνών όσον αφορά τη βελτίωση της κερδοφορίας των τραπεζικών εταιρειών μετά από μια συγχώνευση ή εξαγορά ποικίλουν στην περίπτωση της Αμερικανικής αγοράς ενώ συγκλίνουν περισσότερο στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής. Στην περίπτωση της Αμερικανικής αγοράς υπάρχουν αποτελέσματα που δεν επιβεβαιώνουν τον ισχυρισμό ότι οι συγχωνεύσεις δημιουργούν αξία σε συμφωνίες μεταξύ μεγάλων τραπεζών Houston et al. (2001).

Υπάρχουν εργασίες που καταγράφουν την ύπαρξη αρνητικών αποδόσεων για τους μετόχους των μεγάλων τραπεζικών συμφωνιών Knapp et al. (2005)

Και τέλος υπάρχουν εργασίες που καταγράφουν αύξηση της αξίας των μετόχων όπως αυτή του DeLong (2001) που παρατήρησε ότι οι συμφωνίες στις οποίες οι προς συγχώνευση επιχειρήσεις πραγματοποιούν παρόμοιου τύπου εργασίες και στρατηγικές ενισχύουν την αξία των μετόχων σε ποσοστό περίπου 3%.

Τα αποτελέσματα των ερευνών στον ευρωπαϊκό χώρο είναι περισσότερο συμπαγή καταδεικνύοντας σαφή βελτίωση της αξίας της εταιρείας και των μετόχων της μετά από κάποια συγχώνευση ή εξαγορά. Ενδεικτικά οι Cybo-Ottone και Murgia (2000) ανακάλυψαν την ύπαρξη θετικών άνω του μέσου όρου αποδόσεων για τις συγχωνεύσεις τραπεζών που πραγματοποιήθηκαν εντός των συνόρων της ίδιας χώρας μελετώντας ένα δείγμα 54 μεγάλων συγχωνεύσεων τραπεζών στον Ευρωπαϊκό χώρο. Τα αποτελέσματα της εργασίας των Beitel et al. (2004) υπέδειξαν θετική αθροιστική υπερβάλλουσα απόδοση τόσο για τον υποβάλλον προσφορά όσο και για τους μετόχους-στόχο. Οι Campa και Hernando (2006) κατέγραψαν τη θετική υπερβάλλουσα απόδοση μόνο στις επιχειρήσεις στόχο. Ο Schmautzer (2006) βρήκε ότι τα κέρδη των μετόχων της εταιρίας στόχου ξεπέρασαν τις απώλειες για τους αγοραστής σε διακρατικές συμφωνίες που περιλάμβαναν Ευρώπη και ΗΠΑ.

Επέκταση των ωφελειών πέρα από το στενό περιβάλλον των εταιρειών που συγχωνεύονται.

Τα αποτελέσματα της πρόσφατης βιβλιογραφίας που εξετάσαμε παραπάνω αφορούν τις ενδεχόμενες ωφέλειες αποκλειστικά για τα συμβαλλόμενα μέρη που προχωρούν σε μια διαδικασία συγχώνευσης ή εξαγοράς. Όμως ενδέχεται η συγχώνευση δύο εταιρειών σε έναν κλάδο να έχει και οφέλη για ολόκληρο τον κλάδο και όχι μόνο για τις δύο εταιρείες που ενώνονται. Οι Evanoff and Örs (2008) μάλιστα υποστηρίζουν ότι αυτό είναι και το μεγαλύτερο μέρος των ωφελειών που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις. Στην εργασία τους μελετώντας τις αντιδράσεις των τραπεζών του κλάδου που δεν προχώρησαν σε κάποια συγχώνευση σε αγορές που συνέβη κάποιο γεγονός συγχώνευσης ανέδειξαν ότι οι ανταγωνίστριες τράπεζες κατέβαλαν μεγάλες προσπάθειες για να παραμείνουν βιώσιμες μετά τη συγκέντρωση που επήλθε στον κλάδο καταγράφοντας σημαντικές βελτιώσεις στην αποδοτικότητά τους. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι προκειμένου να αποφανθούμε για το αν μια συγχώνευση είναι επωφελής ή όχι δεν πρέπει να περιορίσουμε τη μελέτη μας μόνο στις εταιρείες που συγχωνεύονται αλλά και τη δυναμική ανακατάταξη των πόρων που προκύπτει ως αποτέλεσμα της συγχωνευτικής διαδικασίας μέσα σε έναν κλάδο όταν συμβαίνει κάποιο συγχωνευτικό γεγονός και κατέδειξαν την αδυναμία της προγενέστερης βιβλιογραφίας να καταγράψει αυτήν την αύξηση της ευημερίας.

3.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί ένα από τα θεμελιώδη βασικότερα και πιο ισχυρά εργαλεία στα χέρια ενός οικονομικού αναλυτή προκειμένου αυτός να αποκτήσει πληροφόρηση και αίσθηση για τη χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης αλλά και για την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας λήψεως αποφάσεων σε αυτή. Η ανάλυση αυτή γίνεται με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών δεικτών που λαμβάνονται από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και συγκεκριμένα από τον ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Οι δείκτες αυτοί μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αξιολογήσουν τέσσερις διαφορετικές όψεις της επιχειρησιακής επίδοσης και κατάστασης που είναι :

- Η ρευστότητα
- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος
- Η λειτουργική αποτελεσματικότητα
- Οι προοπτικές ανάπτυξης

Οι αριθμοδείκτες είναι εργαλεία ερμηνείας των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης. Πρόκειται περί την τη συσχέτιση ενός λογαριασμού χρηματοοικονομικής κατάστασης ως προς κάποιον άλλον λογαριασμό. Το να βρούμε ότι ένα νομικό πρόσωπο έχει βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις €13.500 δεν μας λέει κάτι ούτε και θα έπρεπε να μας λέει. Το να εκτιμήσουμε όμως τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας ως προς 3,8 μας οδηγεί στο συμπέρασμα (όπως θα δούμε παρακάτω) ότι για κάθε €1 βραχυχρόνιας υποχρέωσης αντιστοιχούν €3,8 μετρητών/άμεσα ρευστοποιήσιμων απαιτήσεων. Οι αριθμοδείκτες χωρίζονται στις εξής κατηγορίες (Νιάρχος, 2004):

- a. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας: Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας δείχνουν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εκτιμάμε τη βραχυχρόνια κατάσταση της επιχείρησης

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας είναι οι εξής:

- *Αριθμοδείκτης Γενικής ρευστότητας*: είναι η διαίρεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της επιχείρησης (απαιτήσεις, διαθέσιμα, αποθέματα) προς το σύνολο των βραχυχρόνιων

υποχρεώσεών της. Να σημειώσουμε ότι τυχόν ύπαρξη προκαταβολών δεν συμπεριλαμβάνεται στον υπολογισμό του δείκτη. Δηλαδή:

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Μας δείχνει κατά πόσο η επιχείρηση είναι σε θέση να καλύψει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της ή και να απορροφήσει τυχόν τρέχουσες ζημιές.

- *Δείκτης Δανείων μετά από προβλέψεις προς καταθέσεις:* Ο δείκτης προκύπτει μετά την αφαίρεση των προβλέψεων από τις χορηγήσεις δανείων και τη διαίρεση αυτής της διαφοράς με το σύνολο των καταθέσεων κάθε οικονομικό έτος.

$$\text{Δείκτης Δανείων μετά από προβλέψεις προς καταθέσεις} = \frac{\text{Χορηγήσεις Δανείων} - \text{Προβλέψεις}}{\text{Καταθέσεις}}$$

Αποτελεί δείκτη μέτρησης της ρευστότητας της τράπεζας και πιο συγκεκριμένα την αναλογία απαιτήσεων και υποχρεώσεων του οργανισμού δύο στοιχείων που συνιστούν τον ταμειακό κύκλο της επιχείρησης και την ανάγκη ή μη εξεύρεσης πόρων κεφαλαίου κίνησης.

- *Δείκτης Ρευστοποιήσιμων στοιχείων Ενεργητικού προς Καταθέσεις:* Ο δείκτης αυτός απεικονίζει την ικανότητα της τράπεζας να καλύψει τις υποχρεώσεις απέναντι στους πελάτες της αν είναι σε θέση να ρευστοποιήσει όλα τα περιουσιακά της στοιχεία που είναι εμπορεύσιμα. Αποτελεί έναν ακόμη σημαντικό δείκτη ρευστότητας ενός τραπεζικού οργανισμού

$$\text{Δείκτης Ρευστοποιήσιμων στοιχείων Ενεργητικού προς καταθέσεις} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Καταθέσεις}}$$

- b. Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας: Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας δείχνουν την ικανότητα τη επιχείρησης να επιτυγχάνει τους στόχους της και γενικότερα την ικανότητά της να διαχειρίζεται αποδοτικά και προς το συμφέρον των ιδιοκτητών της τα δεσμευμένα κεφάλαια. Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας είναι οι παρακάτω:

- Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους: Στις συνηθισμένες επιχειρήσεις ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους προκύπτει από την αφαίρεση των πωλήσεων και του κόστους πωληθέντων διά το σύνολο των πωλήσεων κάθε οικονομικού έτους. Στην περίπτωση των τραπεζών το ρόλο των πωλήσεων παίζουν τα έσοδα από τόκους και το ρόλο του κόστους πωληθέντων τα έξοδα από τόκους. Έτσι ο δείκτης υπολογίζεται ως εξής.

$$\text{Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Έσοδα από τόκους} - \text{Έξοδα από τόκους}}{\text{Έσοδα από τόκους}}$$

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου δείχνει τη λειτουργική ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη μέσα από τις δραστηριότητες της χορήγησης δανείων και της προσέλκυσης καταθέσεων.

- Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους: δείχνει πόσο % καθαρό κέρδος αντιστοιχεί σε κάθε 1€ καθαρών Πωλήσεων. Βρίσκεται όταν πολλαπλασιάσουμε με το 100% το πηλίκο των Καθαρών Κερδών Εκμεταλλεύσεως (ή ακριβέστερα τα Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσης) προς τις καθαρές Πωλήσεις της χρήσης, δηλαδή:

$$\text{Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης μετά από Φόρους}}{\text{Έσοδα από τόκους}}$$

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου Κέρδους δείχνει τι ποσοστό των συνολικών εσόδων αποτελούν τα καθαρά αποτελέσματα εκμετάλλευσης.

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων: Δείχνει το ποσοστό απόδοσης που αποδίδει η επιχείρηση στα Κεφάλαια που έχουν δεσμεύσει σε αυτήν οι ιδιοκτήτες της Υπολογίζεται διαιρώντας τα Καθαρά αποτελέσματα Χρήσης με το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων.

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

- c. Αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας: εκτίμηση της μακροχρόνιας κατάστασης της επιχείρησης.

Οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων δείχνουν το μίγμα χρηματοδότησης της επιχείρησης δηλαδή τις πηγές των Κεφαλαίων με τη βοήθεια των οποίων απέκτησε τα περιουσιακά της στοιχεία. Η διάρθρωση παίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης, επηρεάζει το βαθμό των διαφόρων ειδών κινδύνων στους οποίους είναι εκτεθειμένη όπως κίνδυνος ρευστότητας, κίνδυνος πτώχευσης, επιχειρησιακός κίνδυνος, χρηματοοικονομικός κίνδυνος κτλ. Η βαθμός μόχλευσης επηρεάζει επίσης την ευαισθησία της στις μεταβολές του λειτουργικού της αποτελέσματος και για όλους τους παραπάνω λόγους οι δείκτες διάρθρωσης αποτελούν χρήσιμη πηγή πληροφόρησης και για τους αναλυτές και για τους επενδυτές της επιχείρησης. Οι κυριότεροι δείκτες βιωσιμότητας είναι οι εξής:

- Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Δανειακών Κεφαλαίων: ουσιαστικά δείχνει τη διάρθρωση της επιχείρησης σε Ίδια και Ξένα Κεφάλαια, δηλαδή για κάθε μια μονάδα Ξένων Κεφαλαίων πόσες μονάδες Ιδίων Κεφαλαίων αντιστοιχούν. Όσο μεγαλύτερος ο αριθμός, τόσο πιο «εξασφαλισμένοι» είναι οι πιστωτές. Δίνεται από τον τύπο.

$$\text{Δείκτης Ιδίων προς Δανειακά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

- Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων: απεικονίζει πόσες φορές οι Τόκοι Πληρωτέοι (συνήθως των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων) καλύπτονται από τα Κέρδη προ Τόκων και Φόρων, δηλαδή έχουμε:

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων}}{\text{Έξοδα Τόκων}}$$

Στη συνέχεια με τη βοήθεια των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων της τράπεζας Alpha Bank θα υπολογίσουμε τους αριθμοδείκτες της για τα έτη 2009 -2014. Στόχος είναι να διεξάγουμε μια διαχρονική ανάλυση της κατάστασης της τράπεζας για να αποκτήσουμε πληροφόρηση για την εξέλιξη των μεγεθών της ρευστότητας της κερδοφορίας και κυρίως της αποδοτικότητάς της τόσο πριν την συγχώνευση με την Εμπορική όσο και κατά το έτος της συγχώνευσης που ήταν το 2013. Στη συνέχεια θα επιδιώξουμε να συσχετίσουμε συμπληρωματικά τις πληροφορίες που θα πάρουμε από τους αριθμοδείκτες με τα αποτελέσματα της ανάλυσης περιβάλλουσας συνάρτησης. Ο παρακάτω πίνακας έχει συμπληρωθεί για κάθε μία κατηγορία αριθμοδείκτη με τη βοήθεια των οικονομικών καταστάσεων της τράπεζας Alpha Bank από το 2009 έως το 2010.

Αριθμοδείκτες ALPHA BANK περιόδου 2009-2014

Συνοπτική παρουσίαση Αριθμοδεικτών Alpha Bank 2009-2014

Αριθμοδείκτες	"2009"	"2010"	"2011"	"2012"	"2013"	"2014"
<i>Γενικής Ρευστότητας</i>	1.02	1,01	0,92	0,87	0,99	0,97
<i>Δείκτης Δανείων μετά από προβλέψεις προς Καταθέσεις</i>	1,2	1,28	1,52	1,42	1,21	1,15
<i>Δείκτης ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού προς καταθέσεις</i>	1,5	1,56	1,71	1,66	1,43	1,37
<i>Δείκτης Μεικτού Κέρδους</i>	0,457	0,429	0,396	0.3656	0.433	0,5531
<i>Δείκτης Καθαρού Κέρδους</i>	0.14	-0.01	-1.21	-0.40	1.06	-0.01

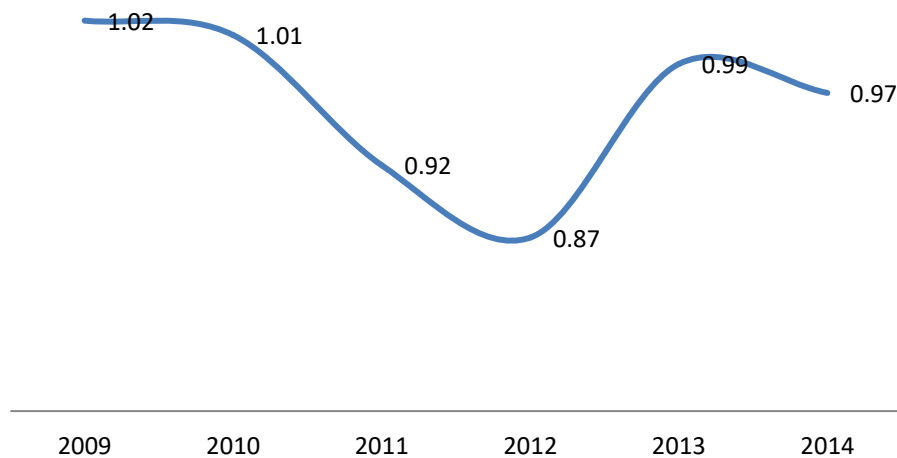
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	0.097	-0.012	-6.48	2.63	0.39	-0.007
IK/ΔΚ	0,07	0,07	-0,01	0,007	0,11	
Οικονομικής Κάλυψης	0,17	0,01	1,5	1,65	5,4	

Πίνακας 1

Τα παραπάνω αποτελέσματα παρουσιάζονται στη συνέχεια με τη βοήθεια διαγραμμάτων έτσι ώστε μέσω της εποπτείας τους να γίνει ευκολότερα η ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

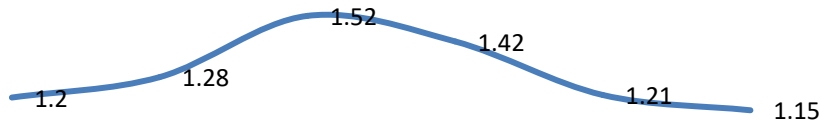
Διαχρονική Ανάλυση και γραφική απεικόνιση Αριθμοδεικτών

- Γενική Ρευστότητα



Ο δείκτης γενικής ρευστότητας της τράπεζας αντανακλά τη δυνατότητά της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης από το 2009 είναι λίγο πάνω από τη μονάδα ένας στόχος που φαίνεται να είναι διαχρονικός για το management της τράπεζας ωστόσο τις χρονιές 2011 και 2012 δηλαδή μέσα στη δίνη τη ελληνικής χρήσης χρέους ο στόχος αυτός δεν επετεύχθη. Το έτος 2013 που είναι το έτος συγχώνευσης με την Εμπορική Τράπεζα υπάρχει σημαντική ανάκαμψη του δείκτη με μια μικρή πτώση το επόμενο έτος που μπορεί να θεωρηθεί και έκτακτη.

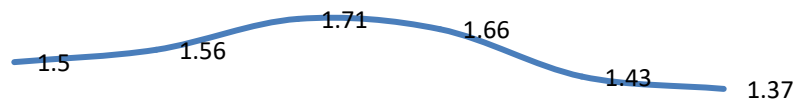
Δείκτης Δανείων προς καταθέσεις



2009 2010 2011 2012 2013 2014

Ο δείκτης δανείων προς καταθέσεις μας δείχνει την αναλογία στην οποία βρίσκονται τα δύο βασικά αυτά μεγέθη ενός τραπεζικού ιδρύματος και αποτελεί έναν δείκτη που μας δίνει πληροφόρηση τόσο για τη ρευστότητα όσο και για τον κίνδυνο χρεοκοπίας της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος. Πράγματι αυτός ο κίνδυνος απεικονίζεται διαγραμματικά σε αυτόν τον αριθμοδείκτη. Βλέπουμε ότι τα έτη 2011 και 2012 λαμβάνει τις μεγαλύτερες τιμές του. Ο στόχος της επιχείρησης φαίνεται να είναι μια αναλογία 1.2 ευρώ χορηγήσεις για κάθε ευρώ κατάθεσης σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από ένα βαθμό ομαλότητας δηλαδή στα έτη 2009 και 2014.

- Δείκτης Ρευστοποιήσιμων στοιχείων Ενεργητικού προς καταθέσεις

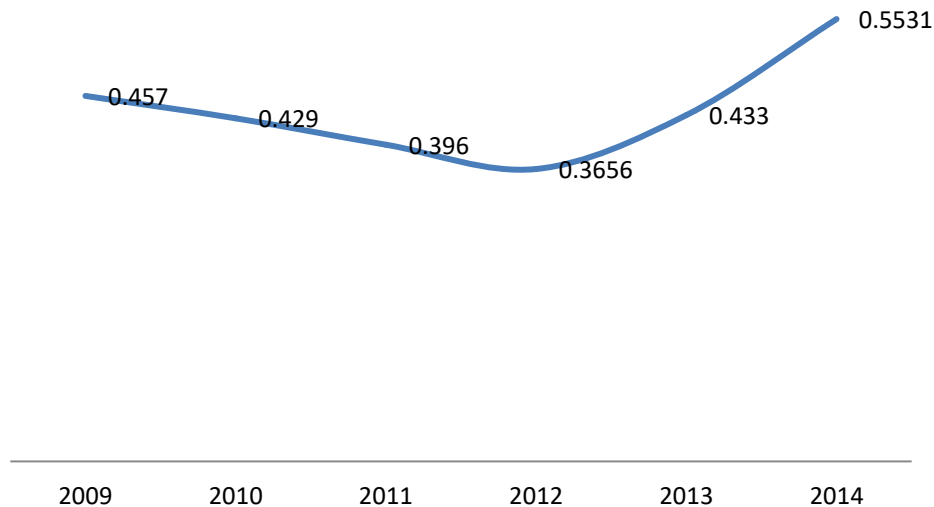


2009 2010 2011 2012 2013 2014

Ο δείκτης ρευστοποιήσιμων στοιχείων Ενεργητικού προς καταθέσεις είναι ένας δείκτης που καθισχύζει τους καταθέτες όσο μεγαλύτερη τιμή λαμβάνει. Είναι και αυτός ένας δείκτης που απεικονίζει τη ρευστότητα της επιχείρησης δηλαδή την ικανότητά της να καλύπτει τις υποχρεώσεις της και εν προκειμένω τις καταθέσεις των πελατών της. Από τη διαχρονική σύγκριση του δείκτη μπορούμε να πούμε ότι η κατάσταση είναι καλή. Το 2009 η τιμή του δείκτη ήταν 1.5 τις επόμενες δύο χρονιές η τιμή του αυξήθηκε κυρίως όμως αυτό συνέβη λόγω της μείωσης των καταθέσεων που έλαβε χώρα εξαιτίας της κρίσης και της αβεβαιότητας των καταθετών που φοβήθηκαν και έσπευσαν να αποσύρουν ένα μέρος ή ολόκληρες τις καταθέσεις τους. Με τη συγχώνευση της Alpha με την Εμπορική το σύνολο των καταθέσεων αυξήθηκε και πάλι και η τιμή έπεσε περίπου στα συνηθισμένα της επίπεδα κοντά στο 1.5.

Δείκτες Αποδοτικότητας

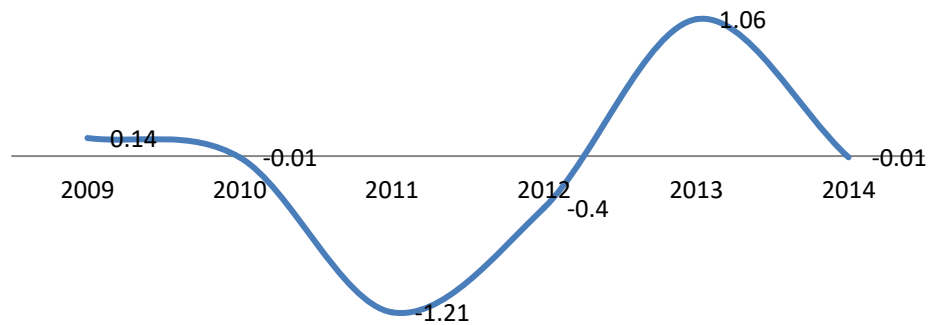
- Μεικτού κέρδους



Ο δείκτης μικτού κέρδους προκύπτει από τη διαφορά των λειτουργικών εσόδων και των λειτουργικών εξόδων της επιχείρησης προς τα λειτουργικά έσοδα.. Τα λειτουργικά έσοδα ενός τραπεζικού οργανισμού είναι τα έσοδα από τόκους από τα δάνεια που χορηγεί και τα έξοδα είναι τα έξοδα τόκων για την προσέλκυση καταθέσεων. Αποτελεί ένα πρώτο γενικό μέτρο της ικανότητας της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη μέσα από τη

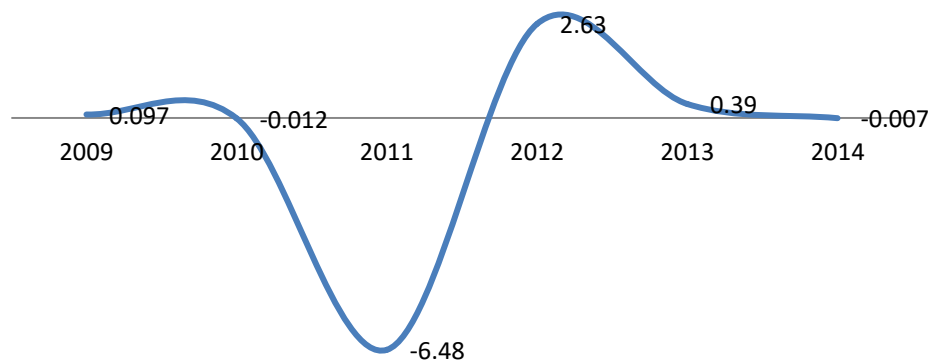
δραστηριότητά της. Υπάρχει αρνητική τάση του δείκτη από το 2009 μέχρι το 2012 και η ανάκαμψη ξεκινάει πάλι το έτος της συγχώνευσης δηλαδή το 2013 που από τι φαίνεται μέχρι τώρα αποτελεί κομβικό χρονικό σημείο για την τράπεζα.

- Καθαρού κέρδους



Η εικόνα του δείκτη καθαρού Κέρδους παρουσιάζεται λίγο διαφοροποιημένη εδώ φαίνεται μια μικρή ανάκαμψη να ξεκινάει από το 2012 ωστόσο αν συγκρίνουμε την τιμή αυτή με την τιμή του δείκτη το 2009 αλλά και το 2010 εξακολουθεί να βρίσκεται χαμηλότερα σε σχέση με τα έτη αυτά και μάλιστα με αρνητικό πρόσημο. Η ουσιαστική αλλαγή που συνοδεύεται και με αλλαγή πρόσημου δηλαδή με επιστροφή στην κερδοφορία γίνεται το 2013 με μία αναπάντεχη ίσως διόρθωση το έτος 2014.

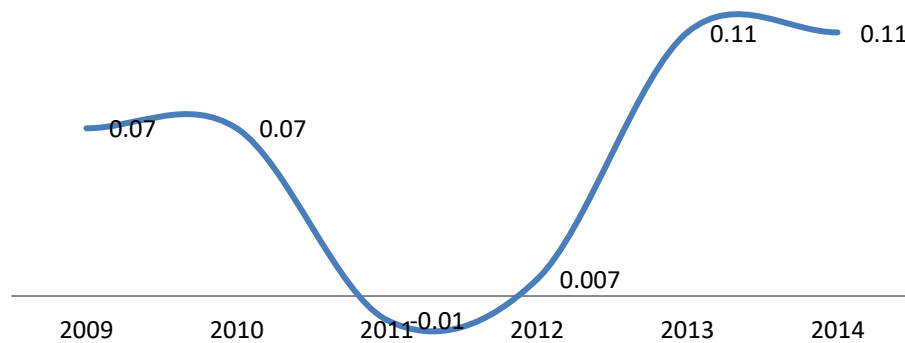
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων



Ένας από τους σημαντικότερους χρηματοοικονομικούς δείκτες που αφορά τους επενδυτές της επιχείρησης τόσο τους υφιστάμενους όσο και τους δυνητικούς είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη και το ποσοστό αυτών των κερδών σε σχέση με τα επενδυμένα από τους μετόχους κεφάλαια μας δίνουν μια αίσθηση της απόδοσης που κερδίζει η επιχείρηση χρησιμοποιώντας τα κεφάλαια αυτά. Η εικόνα δεν παρουσιάζει κάποια έκπληξη τα τρία πρώτα έτη ειδικά το 2011 βλέπουμε τη ραγδαία επιδείνωση αυτού του μεγέθους. Το έτος 2012 λαμβάνει θετική τιμή διότι και ο παρονομαστής και ο αριθμητής του κλάσματος είναι αρνητικά. Δηλαδή έχουμε και ζημιές και αρνητική καθαρή θέση για τους μετόχους. Το έτος 2013 μετά τη συγχώνευση βλέπουμε ότι η κατάσταση ομαλοποιείται ξανά και μάλιστα επιτυγχάνεται ένα αποτέλεσμα καλύτερο και από αυτό του 2009 με τη μικρό πτωγύρισμα στη συνέχεια του 2014.

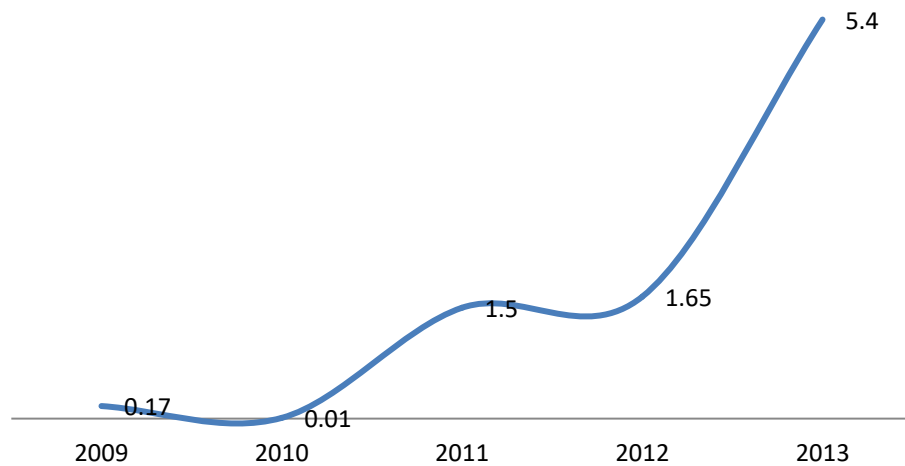
Δείκτες Μόχλευσης

- Ίδια Κεφάλαια / Ξένα Κεφάλαια



Ο δείκτης Ίδια προς Ξένα κεφάλαια βρίσκεται κοντά στο 0, πράγμα που δείχνει ότι η Τράπεζα βασίζεται σε δάνεια για την λειτουργία της και ότι η εξασφάλιση των πιστωτών είναι μικρή σε περίπτωση κατάρρευσης της τράπεζας καθώς τα ίδια κεφάλαια δε θα επαρκούν για την κάλυψη των υποχρεώσεών της.

Οικονομικής Κάλυψης



Βλέπουμε ότι στην υπό μελέτη χρονική περίοδο ο δείκτης κάλυψης τόκων έχει μια συνεχή ανοδική τάση και από το 2011 κι έπειτα διατηρείται πάνω από το 1, πράγμα που σημαίνει ότι τα αποτελέσματα προ φόρων και τόκων επαρκούν για να καλύψουν τους τρέχοντες τόκους. Αυτό είναι ένα καλό σημάδι για τους μακροχρόνιους πιστωτές της τράπεζας καθώς εξασφαλίζεται η καταβολή των τόκων τους.

- Παρατηρούμε ότι ο δείκτης ιδίων προς δανειακών κεφαλαίων αυξάνεται για το έτος 2013 αλλά παράλληλα αυξάνεται και ο δείκτης κάλυψης τόκων, πράγμα που σημαίνει ότι μειώνοντας το ύψος των συνολικών δανειακών κεφαλαίων της, η τράπεζα κατάφερε να επιτύχει καλύτερη κάλυψη τόκων κι επομένως να εξασφαλίσει καλύτερες μακροπρόθεσμες προοπτικές.

3.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗΣ

Όπως φανέρωσε η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών το έτος 2013 αποτέλεσε ένα έτος κομβικό για την πορεία της τράπεζας καθώς υπήρξε αναστροφή της συνεχόμενης καθοδικής πορείας που είχε ξεκινήσει από το 2009. Η συγχώνευση της Alpha με την Εμπορική υπήρξε ευεργετική για την τράπεζα καθώς βελτίωσε τη ρευστότητα την κερδοφορία αλλά και την αποδοτικότητά της.

Στο μέρος αυτό της εργασίας θα εφαρμόσουμε μία μη παραμετρική μέθοδο την Data Envelopment Analysis (Ανάλυση Περιβάλλουσας συνάρτησης) με σκοπό να εξάγουμε κάποια επιπλέον συμπεράσματα όσον αφορά τη βελτίωση ή όχι της αποδοτικότητας της τράπεζας Alpha Bank μετά την απορρόφηση της Εμπορικής τράπεζας από αυτήν. Τα αποτελέσματα αυτά θα συνδυαστούν με την πληροφόρηση που εξάγεται μέσω της κλασσικής χρηματοοικονομικής ανάλυσης των αριθμοδεικτών έτσι ώστε να προκύψουν τα τελικά συμπεράσματα της έρευνας. Πριν όμως θα περιγράψουμε περιληπτικά τη μέθοδο DEA και θα καταγράψουμε περιπτώσεις στις οποίες έχει εφαρμοστεί στα χρηματοοικονομικά.

Η DEA είναι μια μέθοδος γραμμικού προγραμματισμού. Σε αντίθεση με την παλινδρόμηση και τα προβλήματα που ανακύπτουν από τη χρήση πολλών μεταβλητών σε αυτήν, η DEA έχει τη δυνατότητα να ενσωματώσει ένα μεγάλο αριθμό εισροών και εκροών καθώς επίσης και να κατασκευάσει ένα αποτελεσματικό σύνορο αλλά και την απόσταση των μη αποδοτικών παρατηρήσεων από αυτό το σύνορο. Η μέθοδος εστιάζει σε μεμονωμένες διακριτές παρατηρήσεις και κατασκευάζει μια κατά τμήματα γραμμική επιφάνεια η οποία περικλείει τις παρατηρήσεις ανάμεσα στις πιο αποδοτικές (Donthu & Yoo, 1998; Cook & Seiford, 2009). Η μέθοδος επιδέχεται ως μονάδες αποφάσεων (decision making units -DMUs) οποιοδήποτε σύνολο ικανό να μετατρέπει συγκρίσιμες εισροές σε συγκρίσιμες εκροές όπως για παράδειγμα επιχειρήσεις οι οποίες λειτουργούν στην ίδια βιομηχανία (Cook & Seiford, 2009)

Η Περιβάλλουσα Ανάλυση Δεδομένων (ΠΑΔ) είναι μια σχετικά νέα μέθοδος, που οφείλει την ανάπτυξη της στην μεγάλη έμφαση που έχει δοθεί τα τελευταία χρόνια για την σύγκριση της αποδοτικότητας των οργανισμών, με σκοπό τον προσδιορισμό των πηγών μη αποτελεσματικότητας και την βελτίωση τους αν είναι δυνατό, προκειμένου να ανταπεξέλθουν καλύτερα στο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Πρωτοπαρουσιάστηκε από τους Charnes, Cooper και Rhodes το 1978 για την εκτίμηση της σχετικής αποδοτικότητας σε μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς και τον Δημόσιο τομέα, μπορεί δε να θεωρηθεί σαν επέκταση της τεχνικής αποδοτικότητας, έτσι όπως την όρισε ο Farrell το 1957. Στην κατασκευή του συνόρου αποδοτικότητας δεν απαιτείται ο προσδιορισμός μιας συγκεκριμένης συνάρτησης παραγωγής γι' αυτό τον λόγο θεωρείται ως μία μη παραμετρική μέθοδος και βασίζεται σε πραγματικές παρατηρήσεις εισροών- εκροών τις οποίες μετράμε στις φυσικές τους κλίμακες. Ως αποδοτικότητα μιας μονάδας μπορεί να οριστεί η ικανότητα της να μετασχηματίζει

αποτελεσματικά τους διαθέσιμους πεπερασμένους πόρους που λαμβάνει (εισροές-inputs) και να τους μετατρέπει σε προϊόντα ή υπηρεσίες (εκροές-outputs). Ο μηχανισμός παραγωγής από τις εισροές στις εκροές είναι άγνωστος και δεν απασχολεί την μέθοδο την οποία θα αναλύσουμε. Η μεθοδολογία προσδιορίζει τις μονάδες με μέγιστη αποδοτικότητα (δηλαδή, σχετική αποδοτικότητα 100% των πόρων τους) και με βάση αυτές σχηματίζει το σύνολο αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Η ουσία της ανάλυσης είναι η εύρεση της καλύτερης υποθετικής μονάδας για κάθε πραγματική μονάδα. Αν η υποθετική μονάδα είναι καλύτερη από την πραγματική δηλαδή παράγει περισσότερες εκροές με τις ίδιες εισροές ή παράγει τις ίδιες εκροές με λιγότερες εισροές τότε η πραγματική μονάδα είναι μη αποδοτική.

Μια ανάλυση αποδοτικότητας DEA χρησιμεύει για :

- Την ανάδειξη των καλύτερων πρακτικών
- Την ανάδειξη των χειρότερων πρακτικών
- Την ανάλυση και τη θέσμιση στόχων της επιχείρησης
- Τη σωστή και αποδοτικότερη κατανομή των πόρων
- Την καταγραφή της αποδοτικότητας διαχρονικά

Τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η μέθοδος είναι τα εξής:

- Σε αντίθεση με τη μέθοδο παλινδρόμησης έχει τη δυνατότητα να λάβει υπ' όψιν τόσο πολλαπλές εισροές όσο και πολλαπλές εκροές.
- Δεν χρειάζεται προϋποθέσεις συναρτησιακής συσχέτισης των εισροών με τις εκροών
- Κάθε μονάδα απευθείας συγκρίνεται με τις υπόλοιπες ομοειδείς μονάδες ή το συνδυασμό τους
- Εισροές και εκροές μπορούν να αποτιμώνται σε τελείως διαφορετικές μονάδες. Για παράδειγμα η εισροή 1 μπορεί να είναι σε κιλοβατώρες και η εκροή σε ευρώ χωρίς να είναι απαραίτητη κάποια αλληλοσυσχέτιση των μεγεθών αυτών

Μειονεκτήματα

- Η DEA όπως και κάθε άλλη μέθοδος βελτιστοποίησης επηρεάζεται από λάθη μετρήσεων που μπορούν να προκαλέσουν σημαντικά προβλήματα και αποκλίσεις.
- Η DEA μετρά την σχετική αποδοτικότητα και όχι απαραίτητα την πραγματική. Δηλαδή κάθε μονάδα συγκρίνεται με τις υπόλοιπες ομοειδείς μονάδες και όχι με το θεωρητικό μέγιστο που θα μπορούσε να επιτευχθεί.
- Η DEA είναι μία μη παραμετρική τεχνική
- Επειδή για κάθε μονάδα θα πρέπει να λυθεί ένα ξεχωριστό πρόβλημα γραμμικού προγραμματισμού τα μεγάλα προβλήματα απαιτούν αρκετό χρόνο για να λυθούν

Η γενική διατύπωση αυτών των προβλημάτων περιλαμβάνει την επίλυση n προβλημάτων γραμμικού Προγραμματισμού, όπου n είναι ο αριθμός των λειτουργικών μονάδων της επιχείρησης. Η γενική μορφή έχει ως εξής:

Για κάθε παραγωγική μονάδα k (όπου $k = 1, 2, \dots, n$), να μεγιστοποιηθεί η συνάρτηση:

$$E_k = \sum_{r=1}^s t_r Y_{rk}$$

Περιορισμοί

$$\sum_{j=1}^m w_j X_{jk} = 1$$

$$\sum_{r=1}^s t_r Y_{rj} - \sum_{i=1}^m w_i X_{ij} \leq 0$$

$$t_1, \dots, t_r \geq \varepsilon$$

$$w_1, \dots, w_m \geq \varepsilon$$

Όπου:

E_k = ο βαθμός αποδοτικότητας της παραγωγικής μονάδας k , σε σχέση με τα υπόλοιπα

Y_{rj} = η ποσότητα της εκροής r από την παραγωγική μονάδα j (παραγόμενα προϊόντα - υπηρεσίες)

X_{ij} = η ποσότητα της εισροής i η οποία χρησιμοποιείται από την παραγωγική μονάδα j (πόροι)

t_r = ο συντελεστής βάρους για το παραγόμενο προϊόν - υπηρεσία r

w_i = ο συντελεστής βάρους για την εισροή – πόρο i

m = ο αριθμός των εισροών σε μια παραγωγική μονάδα

s = ο αριθμός των εκροών σε μια παραγωγική μονάδα

ε = μικρός θετικός αριθμός (0,0001) ο οποίος υποχρεώνει τους συντελεστές βαρύτητας να είναι θετικοί (αποκλείοντας το μοντέλο να δώσει μηδενική σχετική αξία).

Οι Charnes et al. (1978) πρότειναν ένα μοντέλο υποθέτοντας σταθερές αποδόσεις κλίμακας. Το μοντέλο αυτό είναι κατάλληλο όταν οι επιχειρήσεις λειτουργούν στο άριστο επίπεδο. Η αποδοτικότητα ορίζεται από τους Charnes et al. (1978, p. 430) ως “Το μέγιστο ενός δείκτη σταθμισμένων εκροών προς σταθμισμένες εισροές με τον περιορισμό ότι οι όμοιοι δείκτες για κάθε DMU να είναι μικρότερη ή ίση με τη μονάδα.

Στο παρακάτω σχήμα με βάση τον ορισμό αυτό παρατίθενται σε μαθηματική μορφή οι δύο διαφορετικές προσεγγίσεις του προβλήματος του περιβάλλοντος συνόρου. Στην πρώτη προσέγγιση τα σταθμισμένα αθροίσματα των εκροών μεγιστοποιούνται κρατώντας τις εισροές σταθερές (output-oriented model). Ενώ στη δεύτερη προσέγγιση οι σταθμισμένες εισροές ελαχιστοποιούνται κρατώντας σταθερές τις εκροές. Οι εξισώσεις των δύο προσεγγίσεων γνωστές ως εξισώσεις μορφής πολλαπλασιαστών δίνονται στην παρακάτω εικόνα.

CRS output-oriented model Primal equation	CRS input-oriented model Primal equation
Minimize $\sum_{k=1}^m v_k x_{jk}$	Maximize $\sum_{r=1}^s u_r y_{rj}$
Subject to	Subject to
$\sum_{k=1}^m v_k x_{jk} - \sum_{r=1}^s u_r y_{rj} \geq 0 \quad j=1, \dots, n$	$\sum_{k=1}^m v_k x_{jk} - \sum_{r=1}^s u_r y_{rj} \geq 0 \quad j=1, \dots, n$
$\sum_{r=1}^s u_r y_{rk} = 1$	$\sum_{k=1}^m v_k x_{rk} = 1$
$u_r, v_i > 0 \quad \forall r=1, \dots, s; i=1, \dots, m$	$u_r, v_i > 0 \quad \forall r=1, \dots, s; i=1, \dots, m$

Χρησιμοποιώντας τη δυϊκότητα του γραμμικού προγραμματισμού λαμβάνουμε μια ισοδύναμη μορφή γνωστή ως μορφή περιβάλλουσας η οποία είναι προτιμότερη από πλευράς υπολογιστικού «κόστους»

CRS output-oriented model Dual equation		CRS input-oriented model Dual equation	
Maximize ϕ_k	(13)	Minimize θ_k	(17)
Subject to		Subject to	
$\phi_k y_{rk} - \sum_{j=1}^n \lambda_j y_{rj} \leq 0 \quad r=1, \dots, s$	(14)	$y_{rk} - \sum_{j=1}^n \lambda_j y_{rj} \leq 0 \quad r=1, \dots, s$	(18)
$x_{ik} - \sum_{j=1}^n \lambda_j x_{ij} \geq 0 \quad i=1, \dots, m$	(15)	$\theta_k x_{ik} - \sum_{j=1}^n \lambda_j x_{ij} \geq 0 \quad i=1, \dots, m$	(19)
$\lambda_j \geq 0 \quad \forall j=1, \dots, n$	(16)	$\lambda_j \geq 0 \quad \forall j=1, \dots, n$	(20)

Η μέθοδος της περιβάλλουσας συνάρτησης έχει χρησιμοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό στη διεθνή βιβλιογραφία σε εφαρμογές στα χρηματοοικονομικά αλλά και από Έλληνες ερευνητές. Σε μια εργασία του 2007 των Margaritis, Psillaki εξετάστηκε η σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης και της μόχλευσης της. Εξέτασαν και την ευθεία και την αντίστροφη σχέση των δύο μεγεθών χρησιμοποιώντας τη μέθοδο DEA για την κατασκευή του αποτελεσματικού συνόρου και τον υπολογισμό της αποδοτικότητας ενός δείγματος 12.240 επιχειρήσεων της Νέας Ζηλανδίας. Η αποδοτικότητα, η οποία μετρήθηκε ως η απόσταση μεταξύ της κάθε μονάδας από την άριστη μονάδα συνδέεται θετικά με τη μόχλευση σε όλο το εύρος των δεδομένων. Η πιο χαρακτηριστική εργασία που χρησιμοποιεί τη μέθοδο της περιβάλλουσας για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων χρησιμοποιώντας μάλιστα ως μεταβλητές χρηματοοικονομικούς δείκτες είναι η μελέτη των (Halkos, Salamouris 2004). Στη μελέτη τους που αποτέλεσε και το ερέθισμα για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας οι ερευνητές χρησιμοποίησαν τη μη παραμετρική μέθοδο της περιβάλλουσας για τη μέτρηση των επιδόσεων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Εξετάζουν την αποδοτικότητα των ελληνικών τραπεζών με τη χρήση ενός αριθμού χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών για τη χρονική περίοδο από το 1997 – 1999. Με τη βοήθεια της τεχνικής της περιβάλλουσας συνάρτησης είχαν τη δυνατότητα να διακρίνουν το σύνολο των αποδοτικών τραπεζών σε σύγκριση με το σύνολο των μη – αποδοτικών και σε συνδυασμό με την κλασσική ανάλυση αριθμοδεικτών να αποκτήσουν επιπλέον πληροφόρηση και καλύτερη εικόνα όσον αφορά τις αποφάσεις πολιτικής και βελτίωσης που μπορούν να προταθούν στις μη αποδοτικές επιχειρήσεις. Επιπλέον είχαν τη δυνατότητα να βγάλουν συμπεράσματα σε σχέση με το ερώτημα, αν υπάρχει βελτίωση της επίδοσης των ελληνικών τραπεζών μετά από συγχωνεύσεις καθώς η εξεταζόμενη περίοδος

συμπίπτει με το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Η παρούσα εργασία διαφέρει ωστόσο σε κάποια σημεία από την εργασία των (Halkos, Salamouris 2004) τόσο ως προς το στόχο της ανάλυσης όσο και ως προς τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την εξαγωγή των συμπερασμάτων. Πιο συγκεκριμένα οι προηγούμενοι ερευνητές δεν χρησιμοποίησαν καθόλου μεταβλητές εισροών προκειμένου να εξάγουν το αποτελεσματικό τους σύνολο ενώ οι μεταβλητές που χρησιμοποίησαν ως εκροές ήταν η αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), η αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού (ROA), η διαφορά των επιτοκίων στα περιουσιακά στοιχεία επιτοκιακού χαρακτήρα του ενεργητικού και του παθητικού το κέρδος και η ζημιά ανά εργαζόμενο και ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους. Αντιθέτως στην παρούσα εργασία γίνεται χρήση τόσο εισροών όπως είναι το συνολικό ενεργητικό, το σύνολο των καταθέσεων και το σύνολο των χορηγήσεων όσο και εκροών όπως η αποδοτικότητα Ιδίων κεφαλαίων και η αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού. Παρά τις διαφορές όμως ακολουθούμε την ίδια φιλοσοφία της εφαρμογής της μεθόδου της περιβάλλουσας συνάρτησης ως συμπληρωματικής μεθόδου για την ερμηνεία και την εξαγωγή συμπερασμάτων της κλασσικής μεθόδου ανάλυσης με βάση τους αριθμοδείκτες.

Στην παρούσα εργασία για την κατασκευή των διανυσμάτων των εισροών χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές συνολικό ενεργητικό, το σύνολο των καταθέσεων και το σύνολο των χορηγήσεων των τεσσάρων ελληνικών συστημικών τραπεζών για χρονικό διάστημα που καλύπτει την περίοδο από το 2007 -2014. Όσον αφορά το σκέλος των εκροών υπολογίστηκαν οι δείκτες αποδοτικότητας των παραπάνω τραπεζών για την ίδια χρονική περίοδο εξέτασης. Στόχος της εργασίας είναι να διαπιστώσουμε αν υπήρξε πράγματι βελτίωση της θέσης και της σχετικής αποδοτικότητας της τράπεζας Alpha Bank μετά τη συγχώνευσή της με την Εμπορική Τράπεζα μέσα στο κλειστό πλαίσιο των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, όπως αυτή προκύπτει από τη μέθοδο της περιβάλλουσας συνάρτησης και να συγκρίνουμε τα αποτελέσματα της μεθόδου με τη διαχρονική εξέλιξη των αριθμοδεικτών της Alpha Bank για να μπορέσουμε να διατυπώσουμε κάποιες προτάσεις πολιτικής. Η εξαγωγή των αποτελεσμάτων της DEA έγινε με τη βοήθεια του οικονομετρικού πακέτου STATA. Το μοντέλο που υπολογίζει το πακέτο είναι το input - based Constant Returns to scale model. Το μοντέλο αυτό όπως παραθέσαμε παραπάνω μας δίνει μια κατάταξη των Decision Making Units στη στήλη Rankings των αποτελεσμάτων που παρατίθενται στο Παράρτημα. Πιο συγκεκριμένα τα (DMU's 1-8) είναι οι τιμές για την Εθνική Τράπεζα θεωρώντας κάθε χρόνο λειτουργίας της τράπεζας σαν ένα διαφορετικό DMU. Συνεπώς

η χρονιά 2007 της Εθνικής τράπεζας αντιστοιχεί στο DMU1 ενώ η χρονιά 2014 της τράπεζας αντιστοιχεί στο DMU8. Αντίστοιχα Alpha Bank (DMU's 9-16) , Eurobank (DMU's 17-24) , Πειραιώς (DMU's 25-32). Από την εξαγωγή των αποτελεσμάτων προκύπτει ότι το DMU 9 που αντιστοιχεί στην χρονιά 2007 της Alpha Bank έχει κατάταξη 4 στη συνολική κατάταξη αποδοτικότητας. Τις επόμενες χρονιές η σχετική θέση των DMU's της Alpha Bank επιδεινώνεται καθώς το DMU 10 που αντιστοιχεί στη χρονιά 2008 έχει κατάταξη 8 , το DMU 11 που αντιστοιχεί στη χρονιά 2009 έχει κατάταξη 13 ενώ το DMU 12 που αντιστοιχεί στη χρονιά 2010 έχει κατάταξη 17. Τα DMU's 13,14 που αντιστοιχούν στις χρονιές 2011,2012 υπολογίζονται με αναφορά το DMU 4 που έχει ranking 16 και είναι λίγο πιο βελτιωμένα από αυτό. Ενώ το DMU 2013 που αντιστοιχεί στη χρονιά που γίνεται η συγχώνευση της Alpha Bank με την εμπορική είναι το DMU με το υψηλότερο ranking ίσο με τη μονάδα. Με βάση αυτό το DMU που είναι το πιο αποδοτικό συγκρίνονται όλα τα υπόλοιπα ως σχετικές αποστάσεις από το βέλτιστο σημείο του συνόρου. Το αποτέλεσμα έχει πολύ μεγάλο ενδιαφέρον καθώς παρατηρούμε ότι η αύξηση της αποδοτικότητας από τη χρονιά 2012 στη χρονιά 2013 είναι απότομη , δε δικαιολογείται δηλαδή τέτοιο άλμα βελτίωσης της αποδοτικότητας κάτι που μας ωθεί να σκεφτούμε ότι το αποτέλεσμα αυτό οφείλεται εν μέρει στην απόκτηση από την Alpha Bank των περιουσιακών στοιχείων της Εμπορικής. Βέβαια δεν πρέπει να παραβλέψουμε ότι την ίδια περίοδο έλαβε χώρα και η ανακεφαλαιοποίηση των Ελληνικών τραπεζών στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος με τις τράπεζες να λαμβάνουν σημαντικά ποσά που αναβάθμισαν κατά πολύ την Κεφαλαιακή τους επάρκεια και σίγουρα είναι ένας παράγοντας που πρέπει να λάβουμε υπ' όψιν στα συμπεράσματά μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Όπως έχει διαπιστωθεί ήδη στα προηγούμενα Κεφάλαια το φαινόμενο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων έχει απασχολήσει πολύ την ελληνική και τη διεθνή βιβλιογραφία με πλήθος τεχνικών και προσεγγίσεων να έχουν καταγραφεί προσπαθώντας να φωτίσουν τα κίνητρα, τις προϋποθέσεις, τις ενδεχόμενες ωφέλειες, τα αίτια επιτυχίας ή αποτυχίας ενός τέτοιου εγχειρήματος ρίχνοντας φως σε διάφορες πτυχές αυτού του φαινομένου.

Αντικείμενο έρευνας και της παρούσας διπλωματικής εργασίας αποτέλεσε το οικονομικό φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών των επιχειρήσεων. Ως πεδίο εφαρμογής της έρευνας επιλέχθηκε ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος αφ' ενός διότι είναι ένας κλάδος που τα τελευταία 30 χρόνια έχει πρωταγωνιστήσει στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές και έχει παράγει αρκετά δεδομένα για τους ερευνητές και αφ' ετέρου γιατί η αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα λόγω της ελληνικής κρίσης αποτελεί ένα θέμα επίκαιρο.

Πιο συγκεκριμένα εξετάζουμε την περίπτωση της συγχώνευσης της τράπεζας Alpha Bank με την Εμπορική Τράπεζα, μία συγχώνευση που έγινε με εξαγορά της δεύτερης από την πρώτη το 2013. Το έτος αυτό αποτελεί και το έτος αναφοράς για τα συμπεράσματα της μελέτης καθώς τόσο στην ανάλυση αριθμοδεικτών που διενεργήθηκε για τη διαπίστωση της βελτίωσης ή μη της χρηματοοικονομικής εικόνας της τράπεζας, όσο και στην τεχνική της DEA για τη διαπίστωση της βελτίωσης της αποδοτικότητάς της συγκρίνουμε τα αποτελέσματα πριν και μετά το έτος αναφοράς. Σκοπός μας είναι να δώσουμε απάντηση στο ερώτημα εάν η εξαγορά υπήρξε επωφελής για την Alpha Bank και προς εκπλήρωση του σκοπού αυτού διενεργήθηκαν δύο διαφορετικές μέθοδοι κάθε μία από τις οποίες έχει τη δική της μεμονωμένη αξία και επιπλέον σε συνδυασμό αυξάνουν το βαθμό βεβαιότητάς μας ως προς την απάντηση στο ερευνητικό ερώτημα που τέθηκε.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση αριθμοδεικτών είναι τα εξής:

Βελτίωση της γενικής ρευστότητας : Παρόλο που οι άλλοι δύο δείκτες ρευστότητας που υπολογίστηκαν δηλαδή ο δείκτης ρευστοποιήσιμων στοιχείων Ενεργητικού και ο δείκτης Δανείων προς Καταθέσεις εμφάνισαν μια μικρή επιδείνωση σε σχέση με το 2012 δηλαδή τη χρονιά πριν από τη συγχώνευση, ωστόσο ο δείκτης γενικής ρευστότητας της επιχείρησης αυξήθηκε. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να

ερμηνευθεί ως εξής. Η επιδείνωση των δύο πρώτων δεικτών οφείλεται στην αύξηση του μεγέθους των καταθέσεων λόγω της πλατιάς καταθετικής βάσης που απέκτησε η Alpha Bank από την εξαγορά της Εμπορικής αλλά και τις αποδοχές των καταθέσεων τριών συνεταιριστικών τραπεζών. Επιπλέον η τράπεζα χρειάζεται λίγο χρόνο για να ξεκαθαρίσει τα δανειακά χαρτοφυλάκια και να αξιολογήσει την αποκτηθείσα καταθετική βάση χορηγώντας στο μέλλον αποτελεσματικότερα και αποδοτικότερα δάνεια. Όσον αφορά την αύξηση της γενικής ρευστότητας το αποτέλεσμα ίσως οφείλεται στη μείωση των υποχρεώσεων της τράπεζας ένα αποτέλεσμα που επιδρά και στους συντελεστές μόχλευσης της επιχείρησης που εμφανίζονται περισσότερο έντασης Ιδίων Κεφαλαίων.

Βελτίωση της Κερδοφορίας: Είναι εμφανές από τον υπολογισμό των δεικτών μικτού και καθαρού κέρδους ότι το έτος της συγχώνευσης υπήρξε ένα έτος ευεργετικό για την κερδοφορία της επιχείρησης. Ειδικότερα σε ότι αφορά το δείκτη καθαρού κέρδους η επιχείρηση επέστρεψε σε θετική κερδοφορία σε αντίθεση με την προηγούμενη χρονιά ένα χρόνο πριν τη συγχώνευση που η τιμή του δείκτη ήταν αρνητική.

Μερική υποχώρηση της Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων: Η υποχώρηση της αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων συμβαίνει κόντρα στη γενικότερη βελτίωση των υπολοίπων δεικτών της τράπεζας και αυτό οφείλεται κυρίως στον παράγοντα της φορολογίας. Οι φόροι της τράπεζας το 2012 ήταν 278.081 ευρώ ενώ το 2013 ανήλθαν στο ποσό των 681.504 ευρώ. Συνεπώς ο δείκτης αυτός δεν αντικατοπτρίζει την αύξηση της λειτουργικής αποδοτικότητας της τράπεζας που όπως θα δούμε παρακάτω στα συμπεράσματα της δεύτερης μεθόδου πράγματι υπήρξε και ήταν εντυπωσιακή.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση της περιβάλλουσας συνάρτησης

Η δεύτερη μέθοδος που χρησιμοποιήσαμε με σκοπό να απαντήσουμε στο ερώτημα κατά πόσο η εξαγορά της Εμπορικής τράπεζας από την Alpha Bank υπήρξε επωφελής για αυτήν είναι η μέθοδος της περιβάλλουσας συνάρτησης (DEA). Η μέθοδος περιεγράφηκε στο προηγούμενο Κεφάλαιο συνεπώς δεν θα επαναλάβουμε εδώ πολλές από τις λεπτομέρειές της παρά μόνο τα ευρήματα από τα αποτελέσματα που μας έδωσε η ανάλυση αυτή. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα λοιπόν που για λόγους πληρότητας και διαφάνειας έχουν ενσωματωθεί στο Παράρτημα της παρούσας εργασίας παρατηρούμε :

Αύξηση της Αποδοτικότητας της τράπεζας Alpha Bank μετά τη συγχώνευση με την Εμπορική Τράπεζα: Η εν λόγω αύξηση της αποδοτικότητας απεικονίζεται στη θέση (ranking) που καταλαμβάνει η μονάδα απόφασης Alpha Bank 2013 που είναι η πρώτη θέση. Εφ' όσον έχουμε ορίσει ως διαφορετική μονάδα απόφασης (DMU) κάθε ετήσια επίδοση μιας τράπεζας μπορούμε να αντληθούμε αν υπήρξε βελτίωση ή

επιδείνωσε της αποδοτικότητας της τράπεζας συγκρίνοντας την επίδοση του 2013 με τις επιδόσεις της τράπεζας τις προηγούμενες χρονιές. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι η αποδοτικότητα της Alpha Bank βελτιώθηκε σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές και αυτό διότι οι χρονιές από το 2009 έως το 2012 βρίσκονται σε χαμηλότερη θέση από τη χρονιά 2013 και επιπλέον η κατάσταση σε όρους αποδοτικότητας για την ίδια περίοδο έβαινε φθίνουσα και η αλλαγή από τη 16 θέση της κατάταξης για την Alpha του 2012 στην πρώτη θέση υπήρξε ξαφνική και εντυπωσιακή πράγμα που ενισχύει τον ισχυρισμό ότι αυτή η αλλαγή οφείλεται στο γεγονός της συγχώνευσης. Ένα ακόμη επιχείρημα που ενισχύει τον ισχυρισμό αυτό είναι ότι κατά το έτος 2013 δεν καταγράφεται κάποιο άλλο σημαντικό οικονομικό γεγονός στην τράπεζα που να δικαιολογεί την ξαφνική αλλαγή στην αποδοτικότητά της πέρα από την εξαγορά της Εμπορικής και αυτό μπορεί να διαπιστωθεί και από το ιστορικό της Alpha Bank στην ιστοσελίδα της και συγκεκριμένα στο πεδίο « Σημαντικά γεγονότα της τελευταίας πενταετίας » που καταγράφονται οι σημαντικότεροι σταθμοί και τα σημαντικότερα γεγονότα που σημάδεψαν κάθε χρονιά την πορεία της τράπεζας. Έχοντας υπ' όψιν τα αποτελέσματα της μεθόδου περιβάλλουσας συνάρτησης και συνδυάζοντας την πληροφόρηση που μας παρείχαν οι χρηματοοικονομικοί δείκτες για να απαντήσουμε στο ερώτημα αν τελικά η συγχώνευση της Alpha Bank και της εμπορικής υπήρξε ωφέλιμη για την απορροφούσα εταιρεία μπορούμε να πούμε ότι πράγματι έχουμε στοιχεία για να μπορούμε να ισχυρισθούμε ότι η εξαγορά της Εμπορικής από τη Alpha Bank στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος υπήρξε εξαιρετικά επωφελής για τη δεύτερη. Διότι όχι μόνο βελτίωσε μια σειρά από σημαντικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες αλλά από ότι έδειξαν και τα αποτελέσματα της DEA το σχήμα που προέκυψε ήταν το καλύτερο από πλευράς αποδοτικότητας σχήμα για τον κλάδο των συστημικών τραπεζών από το 2009 έως το 2014. Βέβαια πρέπει να επισημάνουμε το εξής. Η συγχώνευση αυτή προέκυψε και μέσα σε ένα πλαίσιο ανασυγκρότησης του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος που συνοδεύτηκε μερική αλλαγή ιδιοκτησίας και από ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, συνεπώς δεν ήταν μια συνηθισμένη συγχώνευση όπου τα μέλη των δύο διοικητικών συμβουλίων αναγνωρίζουν απλά την ανάγκη επίτευξης συνεργειών αλλά ήταν μια ένωση που υποστηρίχθηκε και θεσμικά από τους αντίστοιχους φορείς που ήταν υπεύθυνοι για την προστασία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, οι οποίοι επιδίωξαν την δημιουργία ισχυρών σχημάτων για την διάσωσή του και την επιβίωσή του την επόμενη μέρα. Δεν παύει όμως να είναι μια συγχώνευση που χαρακτηρίζεται από επιτυχία.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

0.1 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΙΣΡΟΩΝ – ΕΚΡΟΩΝ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗΣ

ΟΥΤΡΥΤ	ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΑ							
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROA	1.82	1.56	0.85	0.36	-11.55	-2.05	-0.16	0.09
ROE	19.25	19.17	9.8	4.07				1.01
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ/ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ + ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ	1.38	1.38	0.86	0.44	-10.24	-1.55	-0.14	0.08

INPUT	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	90385	101838	113394	120744	106732	104798	110930	115464
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ	60350	67656	71194	68039	59543	58722	62876	64929
ΣΥΝΟΛΟ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ	54693	73076	74752	77262	71496	69136	67250	68109

ΟΥΤΡΥΤ	ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΑ							
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROA	1.5	0.79	0.56	0.13	-6.44	-1.86	3.09	-1.41
ROE	19.83	13.02	6.55	1.49	-133.79	-140.49	27.33	-13.3
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ/ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ + ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ	1.35	0.67	0.53	0.25	-6.46	-1.95	2.42	-1.11

INPUT	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	56684	65216	69480	66798	59148	58357	73697	72936
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ	31015	42547	42916	38293	28399	28451	42485	42901
ΣΥΝΟΛΟ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ	42072	50705	51400	49304	44876	40495	51678	49557

ΟΥΤΡΥΤ	ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΑ							
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΥΡΟΒΑΝΚ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROA	1.22	0.82	0.43	0.13	-7.15	-2.13	2.48	-2.22
ROE	15.51	14.64	5.73	1.85			-55.12	-26.62
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ/ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ + ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ	1.28	0.81	0.39	0.14	-8.66	-2.28	-2.21	-2.02

INPUT	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	68389	82202	84169	87188	76822	67653	77586	75518
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ	36151	45656	46808	44435	32459	30752	41535	40878
ΣΥΝΟΛΟ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ	45638	55878	55837	56268	48094	43171	45610	42133

ΟΥΤΡΥΤ	ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΑ							
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROA	1.4	0.6	0.38	0.04	-13.41	-0.72	1.9	-3.4
ROE	19.67	10.94	5.7	0.64			21.08	-41.48
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ/ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ + ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ								

INPUT	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	46427	54890	54280	57680	49352	70406	92010	89290
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ	22067	28381	30063	29475	21796	36971	54279	54733
ΣΥΝΟΛΟ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ	30289	38313	37688	37638	34005	44613	62366	57143

0.2 ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΥΣΑΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗΣ (STATA OUTPUT)

. dea assets deposits loans = roa roe net

name: dealog

log: C:\Users\MARKOS\Desktop\dea.log

log type: text

opened on: 25 Sep 2017, 15:59:18

options: RTS(CRS) ORT(IN) STAGE(2)

CRS-INPUT Oriented DEA Efficiency Results:

			ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:
	rank	theta	1	2	3	4	5	6	7
dmu:1	5	.610909	.	.	.	.	.	.	.
dmu:2	10	.45972	.	.	.	.	.	.	.
dmu:3	14	.218971	.	.	.	.	.	.	.
dmu:4	16	.0887437	.	.	.	.	.	.	.
dmu:5	25	0	.	..	.	.	.	.	.
dmu:6	22	0	.	..	.	.	.	.	.
dmu:7	27	0	.	..	.	.	.	.	.
dmu:8	20	.0250636	.	.	.	.	.	.	.
dmu:9	4	.838261	.	.	.	.	.	.	.
dmu:10	8	.471219	.	.	.	.	.	.	.
dmu:11	13	.233348	.	.	.	.	.	.	.
dmu:12	17	.0555272	.	.	.	.	.	.	.

dmu:13	.	.	.	.	171.497	.	.	.
dmu:14	.	.	.	.	365.833	.	.	.
dmu:15	1	1	.	..	.	.	.	.
dmu:16	.	.	.	.	0	.	.	.
dmu:17	7	.54892	.	.	.	.	.	.
dmu:18	11	.420363	.	.	.	.	.	.
dmu:19	15	.162797	.	.	.	.	.	.
dmu:20	18	.050628	.	.	.	.	.	.
dmu:21	24	0	.	..	.	.	.	.
dmu:22	23	0	.	..	.	.	.	.
dmu:23	3	.909366	.	.	.	.	.	.
dmu:24	.	.	.	.	0	.	.	.
dmu:25	1	1	.	..	.	.	.	.
dmu:26	9	.470425	.	.	.	.	.	.
dmu:27	12	.247857	.	.	.	.	.	.
dmu:28	19	.0261891	.	.	.	.	.	.
dmu:29	26	0	.	..	.	.	.	.
dmu:30	21	0	.	..	.	.	.	.
dmu:31	6	.575625	.	.	.	.	.	.
dmu:32	.	.	.	.	0	.	.	.

	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	
	8	9	10	11	12	13	14	15	16
dmu:1	.	.	.	.	.	.	.392987	.	.
dmu:2	.	.	.	.	.	.	.170848	.	.

dmu:3	.	.	.	.	.	.	.	.133203	.
dmu:4	.	.	.	.	.	.	.	.0614256	.
dmu:5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:8	.	.	.	.	.	.	.	.0158227	.
dmu:9	.	.	.	.	.	.	.	.0774036	.
dmu:10	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:11	.	.	.	.	.	.	.	.0819422	.
dmu:12	.	.	.	.	.	.	.	.0209208	.
dmu:13	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:14	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:15	.	.	.	.	.	.	.	1	.
dmu:16	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:17	.	.	.	.	.	.	.	.101402	.
dmu:18	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:19	.	.	.	.	.	.	.	.0193664	.
dmu:20	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:21	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:22	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:23	.	.	.	.	.	.	.	.802589	.
dmu:24	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:25	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:26	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:27	.	.	.	.	.	.	.	.	.

dmu:28	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:29	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:30	.	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:31	.	.	.	.	.	.	.	.349094	.
dmu:32	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:	ref:
	17	18	19	20	21	22	23	24	25
dmu:1432621
dmu:27372
dmu:3313145
dmu:4121568
dmu:5	0
dmu:6	0
dmu:7	0
dmu:80293628
dmu:9900588
dmu:10661922
dmu:11219142
dmu:12046682
dmu:13
dmu:14
dmu:15	0
dmu:16
dmu:1764762

dmu:18	.	.	.	.	.	.	.	.744281
dmu:19	.	.	.	.	.	.	.	.264398
dmu:20	.	.	.	.	.	.	.	.0940519
dmu:21	.	.	.	.	.	.	.	0
dmu:22	.	.	.	.	.	.	.	0
dmu:23	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:24	.	.	.	.	.	.	.	.
dmu:25	.	.	.	.	.	.	.	1
dmu:26	.	.	.	.	.	.	.	.556177
dmu:27	.	.	.	.	.	.	.	.289781
dmu:28	.	.	.	.	.	.	.	.0325369
dmu:29	.	.	.	.	.	.	.	0
dmu:30	.	.	.	.	.	.	.	0
dmu:31	.	.	.	.	.	.	.	.586643
dmu:32	.	.	.	.	.	.	.	.

ref:	ref:	ref:	ref:ref:	ref:	ref:	islack:	islack:
26	27	28	29 30	31	32	assets	deposits
dmu:1	6169.75	10625.7
dmu:2	7576.55
dmu:3	474.942	3020.12
dmu:4	544.364	745.733
dmu:5	0	4.29e-10
dmu:6	0	1.09e-11
dmu:7	0

dmu:8	.	.	.	.	.	.	364.629	307.177
dmu:9	.	.	.	.	.	.	2836.91	
dmu:10	.	.	.	.	.	.	5442.34	
dmu:11	.	.	.	.	.	.	.0003555	1697.23
dmu:12	.	.	.	.	.	.	207.351	
dmu:13	.	.	.	.	.	.	20.0526	.
dmu:14	.	.	.	.	.	.	39.2823	.
dmu:15	.	.	.	.	.	.	0	
dmu:16	.	.	.	.	.	.	.
dmu:17	.	.	.	.	.	.	1244.91	
dmu:18	.	.	.	.	.	.	2768.07	
dmu:19	.	.	.	.	.	.	962.946	
dmu:20	.	.	.	.	.	.	47.6091	174.213
dmu:21	.	.	.	.	.	.	0	5.46e-11
dmu:22	.	.	.	.	.	.	0	2.46e-11
dmu:23	.	.	.	.	.	.	11405.7	3672.53
dmu:24	.	.	.	.	.	.	.500366	.
dmu:25	.	.	.	.	.	.	0	
dmu:26	.	.	.	.	.	.	.0007767	1077.97
dmu:27	.	.	.	.	.	.	.0003959	1056.72
dmu:28	.	.	.	.	.	.	.0000104	53.9336
dmu:29	.	.	.	.	.	.	0	3.93e-10
dmu:30	.	.	.	.	.	.	2.50e-11	0
dmu:31	.	.	.	.	.	.	.0024619	3467.64
dmu:32	.	.	.	.	.	1	.	.

islack: oslack: oslack:

loans roa roe

dmu:1 .0016089 . .

dmu:2 2436.37 . .

dmu:3 . . .

dmu:4 .0001878 . .

dmu:5 . 11.55 .

dmu:6 . 2.05 .

dmu:7 877.576 . .

dmu:8 1.94e-06 . .

dmu:9 3989.36 . .

dmu:10 3844.23 .13669 .

dmu:11 1121.87 . .

dmu:12 242.617 . .

dmu:13 . . .

dmu:14 . . .

dmu:15 0 . .

dmu:16 . . .

dmu:17 195.588 . .

dmu:18 945.553 .221993 .

dmu:19 80.9223 . .

dmu:20 . .0016726 .

dmu:21 . 7.15 .

dmu:22 . 2.13 .

dmu:23 . . 77.0548

dmu:24 . . .

dmu:25 0 . .

dmu:26 1177.35 .178648 .

dmu:27 564.048 .0256939 .

dmu:28 .197386 .0055516 .

dmu:29 . 13.41 .

dmu:30 . .72 .

dmu:31 90.1201 . .

dmu:32 . . .

name: dealog

log: C:\Users\MARKOS\Desktop\dea.log

log type: text

closed on: 25 Sep 2017, 15:59:45

0.3 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το νομοθετικό πλαίσιο

Οι συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιρειών ρυθμίζονται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 - 80 του Κωδικοποιημένου Ν. 2190/1920, όπως αυτά τροποποιήθηκαν με το Π.Δ. 498/198715.

Σύμφωνα, λοιπόν, με το νόμο, η συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί με έναν από τους ακόλουθους τρεις τρόπους:

(α) απορρόφηση μίας ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών από άλλη ανώνυμη εταιρεία έναντι απόδοσης, στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών, μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία και ενδεχομένως, καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται.

(β) συγχώνευση με τη λύση δύο ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών, χωρίς να ακολουθήσει το στάδιο της εκκαθάρισεως, και σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας, στην οποία περιέρχονται τα περιουσιακά στοιχεία αυτών. Ο νόμος δεν αξιώνει η νέα εταιρεία να έχει τον ίδιο σκοπό ή έδρα με τις εξαφανιζόμενες εταιρείες. Οι διατυπώσεις, τα αποτελέσματα και η λογιστική διαδικασία που ακολουθείται είναι όμοια με τα αντίστοιχα της συγχώνευσης με απορρόφηση.

(γ) εξαγορά μίας ή περισσότερων ανώνυμων εταιρειών από άλλη ανώνυμη εταιρεία, που εξομοιώνεται με απορρόφηση των εξαγοραζόμενων από την εξαγοράζουσα.

Σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις για να συντρέχει περίπτωση εξαγοράς απαιτείται μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας, η οποία λύεται χωρίς να επακολουθεί εκκαθάριση αυτής. Επιπρόσθετα, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιρειών δεν καθίστανται μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας, αλλά λαμβάνουν την αξία των μετοχών τους και λύεται η σχέση τους τόσο με την εξαγοραζόμενη όσο και με την εξαγοράζουσα εταιρεία. Η βασική διαφορά της συγχώνευσης με εξαγορά με τους δύο άλλους τρόπους συγχώνευσης είναι ότι με την εξαγορά, δεν αυξάνεται το ενεργητικό της εξαγοράζουσας εταιρείας ούτε το μετοχικό της κεφάλαιο, αφού αυτή καταβάλλει την αξία της καθαρής θέσης της εξαγοραζόμενης εταιρείας και δεν αποδίδει στους μετόχους της τελευταίας μετοχές εκδόσεώς της. Ουσιαστικά, η εξαγορά

αποτελεί μια αγοραπωλησία που συντελείται μεταξύ εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης. Το τίμημα αγοράς που καταβάλλεται μπορεί να είναι αντί για μετρητά ή επιταγές, διάφορα χρεόγραφα ή διάφοροι πιστωτικοί τίτλοι, όπως ομόλογα και γραμμάτια εισπρακτέα. Η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί επίσης να δανείστηκε το απαιτούμενο ποσό ή να είχε προβεί σε προηγούμενη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

Συνολικά και στις τρεις αυτές μορφές συγχωνεύσεως, παρατηρείται το φαινόμενο της λήξεως της υπάρξεως του νομικού προσώπου μιας ή περισσοτέρων εταιρειών, χωρίς να προηγηθεί η εκκαθάρισή τους, και η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων των

εξαφανιζόμενων εταιρειών (ενεργητικό και παθητικό) στην ανώνυμη εταιρεία που υπάρχει ή συστήνεται για πρώτη φορά. Στο σημείο αυτό πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι οι συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων πραγματοποιούνται σύμφωνα με τους ορισμούς και του άρθρου 16, παρ. 18 του Ν. 2515/1977.

Η νομοθεσία απαιτεί μία σειρά διατυπώσεων και ενεργειών για την πραγματοποίηση μίας συγχώνευσης. Παρακάτω, θα αναφερθούν τα στάδια της συγχώνευσης με απορρόφηση, αφού η όλη διαδικασία είναι χαρακτηριστική και σχεδόν όμοια για τους λοιπούς τύπους συγχωνεύσεων.

Στάδιο 1ο:

Κατάρτιση εγγράφου σχεδίου συμβάσεως συγχωνεύσεως (Σ.Σ.Σ.), και εκθέσεις των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών για το σχέδιο αυτό, στις οποίες επεξηγείται και δικαιολογείται από νομική και οικονομική άποψη το σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως. Το Σ.Σ.Σ. περιλαμβάνει:

- (α) την ειδικότερη μορφή, την επωνυμία, την έδρα και τον αριθμό μητρώου των εταιρειών,
- (β) τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών και ενδεχομένως το ύψος του χρηματικού ποσού μετρητών,
- (γ) τις διατυπώσεις παραδόσεως των νέων μετοχών που εκδίδει η απορροφούσα εταιρεία,
- (δ) την ημερομηνία από την οποία οι μετοχές που παραδίδονται στους μετόχους της απορροφούμενης εταιρείας, παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της απορροφούσας εταιρείας,
- (ε) την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της απορροφούμενης εταιρείας θεωρούνται -από λογιστική άποψη,- ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφούσας εταιρείας κ.ά. Δύο μήνες τουλάχιστον πριν από την ημερομηνία συνεδριάσεως των γενικών συνελεύσεων, το Σ.Σ.Σ. (σχέδιο

συμβάσεως συγχωνεύσεως) καταχωρείται στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών και περίληψη-ανακοίνωση για την καταχώρηση αυτή δημοσιεύεται στο τεύχος Α.Ε. της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

Στάδιο 2ο:

Η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του Ν. 21910/1920 εκτιμά την αξία των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της απορροφούσας και των απορροφούμενων εταιρειών αποφασίζει αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι κατά τη γνώμη της «δίκαιη» και «λογική» και συντάσσει σχετική έκθεση. Η έκθεση της Επιτροπής πρέπει να περιέχει πληροφορίες για τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της απορροφούμενης εταιρείας, όπως περιγραφή κάθε εισφοράς, τις μεθόδους αποτιμήσεως που εφαρμόστηκαν και πιστοποίηση εάν οι αξίες που προκύπτουν από την εφαρμογή των μεθόδων αποτιμήσεως αντιστοιχούν στον αριθμό και στην ονομαστική αξία των μετοχών που θα εκδοθούν έναντι των εισφορών αυτών.

Στάδιο 3ο:

Το Σ.Σ.Σ. δημοσιεύεται σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα και μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση αυτή, οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών έχουν δικαίωμα να ζητήσουν να πάρουν επαρκείς εγγυήσεις, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που θέτει ο νόμος.

Στάδιο 4ο:

Ένα μήνα πριν από τη γενική συνέλευση της εταιρείας που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση, κάθε συγχωνευόμενη εταιρεία θέτει στη διάθεση των μετόχων της τουλάχιστον το Σ.Σ.Σ., τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τις εκθέσεις διαχειρίσεως του Δ.Σ. των τριών τελευταίων χρήσεων των εταιρειών και μιας λογιστικής καταστάσεως με ημερομηνία κλεισίματος όχι προγενέστερη του τριμήνου από την ημερομηνία του Σ.Σ.Σ..

Στάδιο 5ο:

Το Σ.Σ.Σ. εγκρίνεται από τη γενική συνέλευση κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας, η απόφαση των οποίων εκφράζει τη βούληση αυτών για συγχώνευση σύμφωνα με ορισμένους όρους που περιλαμβάνονται στο Σ.Σ.Σ. Η υλοποίηση της αποφάσεως αυτής προϋποθέτει σύμπτωση των βουλήσεων των εταιρειών, δηλαδή προϋποθέτει κατάρτιση συμβάσεως.

Στάδιο 6ο:

Καταρτίζεται η Σ.Σ. ενώπιον συμβολαιογράφου και προσαρτώνται σε αυτή υπεύθυνες δηλώσεις του Ν.1599/86 των Δ.Σ. των συγχωνευομένων εταιρειών ότι δεν προβλήθηκαν από τους πιστωτές των εταιρειών αντιρρήσεις ή αυτές που προβλήθηκαν έχουν ήδη επιλυθεί.

Στάδιο 7ο:

Οι αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων για τη συγχώνευση και η Σ.Σ. εγκρίνονται από τον Υπουργό Ανάπτυξης, αφού έχει εξακριβώσει ότι συντελέστηκαν νόμιμα όλες οι πράξεις και οι διατυπώσεις που επιβάλλει ο νόμος για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Ο Υπουργός δεν δικαιούται να ελέγξει τη σκοπιμότητα της συγχώνευσης. Στη συνέχεια, υποβάλλονται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπει ο νόμος, δηλαδή καταχωρούνται στο Μητρώο Α.Ε. που τηρείται στο Επιμελητήριο της έδρας της καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες και δημοσιεύεται περίληψη-ανακοίνωση της καταχώρησης στο τεύχος Α.Ε. της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως, με επιμέλεια της αρμόδιας υπηρεσίας του Επιμελητηρίου και με δαπάνες της εταιρείας. Η δημοσιότητα αυτή καθιστά δυνατή τη γνώση της πραγματοποιήσεως της συγχωνεύσεως από τους τρίτους και ο χρόνος συντελέσεως αυτής ορίζει το χρόνο επελεύσεως των αποτελεσμάτων της συγχωνεύσεως.

Φορολογικά κίνητρα

Οι συγχωνεύσεις που διέπονται από τις διατάξεις των άρθρων 68 - 80 του Ν. 2190/1920 συνεπάγονται σοβαρές οικονομικές επιβαρύνσεις π.χ. καταβολή φόρου μεταβιβάσεως ακινήτων, φορολογία της τυχόν προκύπτουσας υπεραξίας, καταβολή διαφόρων τελών κλπ. Το κράτος, για την ώθηση του μετασχηματισμού των επιχειρήσεων σε μεγάλες οικονομικές μονάδες, έχει θεσπίσει σοβαρά κίνητρα με το Ν.Δ. 1297/1972 και το Ν. 2166/1993 και απαλλάσσει τους μετασχηματισμούς των επιχειρήσεων από όλους σχεδόν τους φόρους και τέλη που συνεπάγεται ένας μετασχηματισμός. Για να έχουν, βέβαια, εφαρμογή οι φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις που προβλέπονται από τις διατάξεις των νομοθετημάτων αυτών, οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις οφείλουν να τηρήσουν τις προϋποθέσεις και περιορισμούς που αυτά προβλέπουν. Μόνο όταν οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις δεν έχουν στην ιδιοκτησία τους ακίνητα, είναι δυνατό να αγνοήσουν τα φορολογικά κίνητρα περί συγχωνεύσεων και μετατροπών,

αλλά και τότε πρέπει να προβληματιστούν για τα διάφορα τέλη και έξοδα π.χ. δημοσιεύσεις στο ΦΕΚ, στα οποία η συγχώνευση υποβάλλεται. Ιδιαίτερα πρέπει να αναφερθεί ότι από την έναρξη ισχύος του Ν.2166/1993 (24 Αυγούστου 1993), οι επιχειρήσεις που θέλουν να συγχωνευθούν προτιμούν αυτό το θεσμικό πλαίσιο, επειδή χαρακτηρίζεται από απλότητα, συντομία και λιγότερο χρονοβόρες διαδικασίες.

Βιβλιογραφία

Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Αντωνίου Ε. Μ., 2006, Συγχωνεύσεις στον τραπεζικό τομέα – Αίτια και συνέπειες, Πτυχιακή εργασία, ΤΕΙ Καλαμάτας, Καλαμάτα.
2. Βελεντζά Ε., 2015, Επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης στο τραπεζικό σύστημα, Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
3. Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2008) *Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων*, Αθήνα.
4. Παπουτσή Ν., 2017, Δυσκολίες, συνέπειες και αποτελέσματα του τμήματος Ανθρώπινου Δυναμικού κατά τη συγχώνευση των τραπεζών ALPHA BANK και ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ, Διπλωματική εργασία, ΑΕΙ Πειραιά ΤΤ, Πειραιάς.
5. Σταϊκούρας Χ. & Στέλιος Μ., Προσδιοριστικοί παράγοντες της κερδοφορίας των Ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, 61-66.

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

1. Agrawal A., Jaffe J. F., Mandelker G. N. (1992) The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*. 47 (4), 1605-1621.
2. Ahuja G.& Katila R. (2001) Technological Acquisitions and the Innovation Performance of Acquiring Firms: A longitudinal Study. *Strategic Management Journal*, 22 , 197-220
3. Amel D. F. & Rhoades S. A. (1989) Empirical Evidence on the Motives for Bank Mergers. *Eastern Economic Journal*. 15 (1), 17-27. Available from: <http://www.jstor.org/stable/40325213> [Accessed: 31-05-2016 14:47 UTC].
4. Anand J. & Singh H. (1997) Asset redeployment, acquisitions and corporate strategy in declining industries. *Strategic Management Journal*. 18 (1), 99-118
5. Appelbaum S. & Roberts J. & Shapiro B. (2009) Cultural Strategies in M&As: Investigating Ten Case Studies. *Journal Of Executive Education*, 8 (1), 33-58
6. Banker R. & A. Emrouznejad A. & H. Bal, I. Alp, M. Ali Cengiz (2013), Data Envelopment Analysis and Performance Measurement. *Proceedings of the 11th International Conference of DEA*, June 2013, Samsun, Turkey.

7. Beitel P. & Schiereck D. & Wahrenburg M (2004) Explaining M&A success in European banks. *European Financial Management* 10, 109–139
8. Berger AN, Dick AE (2007) Entry into banking markets and the early-mover advantage. *Journal of Money, Credit and Banking* 39, 775–807
9. Boesecke K. (2009) Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances. Germany, Gabler.
10. Campa J.M. & Hernando I. (2006) M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking and Finance* 30, 3367–3392
11. Cartwright S. (2005) Mergers and Acquisitions: An Update and Appraisal. Hodgkinson D. P. & Ford K. J. (eds), *International Review of Industrial and Organizational Psychology*. 20 (?), 1-38.
12. Cartwright S. & Schoenberg R. (2006) 30 years of Mergers and Acquisitions research: Recent Advances and future opportunities. *British Journal of Management*. 17 (S1), S1-S5.
13. Charnes et al. (1978) Measuring the efficiency of decision making units. *European Journal of Operational Research*, 2, 429-444
14. Cook W. D. & Zhu J. (2005) *Modeling Performance Measurement: Applications and Implementation Issues in DEA*, Boston, Springer Science + Business Media.
15. Cornett M.M. & Mcnut J & Tehranian (2006) Earnings Management at Large US Bank Holding Companies. *Journal of Money, Credit and Banking* 38, 1013-1050
16. Cybo-Ottone A. & Murgia M. (2000) Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking and Finance* 24, 831–859
17. Prof. Dr. Dastgir M. & Momeni M. & Daneshvar S. & Sarokolaei M. A. (2012) Analyzing Financial Statements by Using Window Data Envelopment Analysis Model (Output Oriented BCC) - Evidence from Iran, *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. 2 (12), 12049-12055.
18. Datta D. & Grant J. (1990) Relationships Between Type of Acquisition, The Autonomy Given to the Acquired Firm, and Acquisition Success: An Empirical Analysis. *Journal Of Management*, 16 (1), 29-44

19. De Guevara JF, Maudos J, Perez F (2005) Market power in the European banking sector. *Journal of Financial Services Research* 27, 109–137
20. DeLong G. (2001) Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Finance and Economics* 59, 221–252
21. Deneckere R. & Davidson C. (1985) Incentives to Form Coalitions with Bertrand Competition , *The RAND Journal of Economics*, 16 (4) , 473-486
22. DeYoung R. & Evanoff D. D. & Molyneux P. (2009) Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature. *Journal of Financial Services Research*. 36 (2-3), 87-110. Available from: doi: 10.1007_s10693-009-0066-7.
23. Diaz B. & Olalla M. & Azorfa S (2004) Bank acquisitions and performance: evidence from a panel of European credit entities. *Journal of Economic and Business* 56 , 377–404
24. Elton E. J & Gruber M. J. & Brown S. J. & Goetzmann W. N. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 9th Edition, New Jersey, John Wiley & Sons.
25. Evanoff D. D. & Örs E. (2008) The Competitive Dynamics of Geographic Deregulation in Banking: Implications for Productive Efficiency. *Journal of Money Credit and Banking*, 40 (5) , 897-928
26. Farrell J. & Shapiro C. Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis *American Economic Review*, 80 (1),107-126
27. Ferrer R. C. & Tang A. The Impact of Merger and Acquisition, Financial Ratios on Stock Price among the Industrial Firms in the Philippines. De La Salle University, Manila, Philippines.
28. Ghosh A. (2001) Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*. 7, 151-178.
29. Gole W. J. & Morris J. M. (2007) *Mergers and Acquisitions Business Strategies for Accountants*, Third Edition, New Jersey, John Wiley & Sons.
30. Gupta B. & Dr. Banerjee P. (2017) Impact of merger and acquisitions on financial performance: Evidence from selected companies in India. *International Journal of Commerce and Management Research*. ? (?), 14-19.

31. Halkos G.E. & Salamouris (2004) Efficiency Measurement of Greek Commercial Banks with the use of Financial Ratios: A Data Envelopment Analysis Approach , *Management Accounting Research*, 15 (2) , 201-224
32. Hannan T. & Pilloff S. (2009) Acquisition Targets and Motives in the Banking Industry. *Journal of Money Credit and Banking*. 41 (6) ,1167- 1187
33. Harford J. (2005) What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*. 77 (3), 529-560.
34. Hayward M. (2003) Professional Influence: The effects of Investment Banks on clients' acquisitions financing and performance. *Strategic Management Journal*,24 (9), 783-801
35. Healy P. M. & Palepu K. G. & Ruback R. S. (1990) *Does Corporate Performance Improve after Mergers?*, Working Paper #3149-90 – Alfred P. Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology.
36. Houston J. & James C & Ryngaert M. (1994), Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, 60 , 285-331
37. Humphrey, D. and B. Vale (2004), Scale economies, bank mergers, and electronic payments: a spline function approach, *Journal of Banking and Finance*
38. Kapopoulos P. & Siokis F. (2005) Market Structure, Efficiency and Rising Consolidation of the Banking Industry in the EURO Area. *Bulletin of Economic Research*. 57 (1), 0307–3378.
39. Ketz E, J. (2000) Do Mergers and Acquisitions Add Any Real Value? *Journal of Corporate Accounting & Finance*. 11 (2), 31-33. Available from: doi: 10.1002(sici)1097-0053(200001_02)11_2_31__aid-jcaf7_3.0.co;2-p.
40. Knapp M. & Gart A. & Chaudhry M. (2006) The impact of mean reversion of bank profitability on post-merger performance in the banking industry. *Journal of Banking and Finance* 30 , 3503–3517
41. Koetter M (2005) Evaluating the German bank merger wave, *Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 2: Banking and Finance Studies 2005-12*

42. Krishnan H. & Krishnan R. & Lefanowicz C. (2009) Market perception of Synergies in related Acquisitions. *Academy of Strategic Management Journal*, 8 , 99-119
43. Kwan S. & Wilcox A. J. (2002), Hidden cost reductions in bank mergers: Accounting for more productive banks, in (ed.) *Research in Finance (Research in Finance, Volume 19)* Emerald Group Publishing Limited, pp.109 - 124
44. Leibenstein H. (1966) Allocative Efficiency vs. X-Efficiency, *The American Economic Review*, 56 (3), 392-415
45. Lintner J. (1971) Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets. *The American Economic Review. Papers and Proceedings of the Eight-Third Annual Meeting of the American Economic Association*, 61 (2), 101-1011. Available from: <http://www.jstor.org/stable/1816982> [Accessed: 28/06/2014 10:48].
46. Margaritis D. & Psillaki M. (2007) Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (9-10), 1447–1469, 0306-686X Available from: doi: 10.1111/j.1468-5957.2007.02056.x [Accessed:]
47. Martynova M. & Renneboog L. (2008) A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*. 32 (10), 2148–2177. Available from: doi 10.1016_j.jbankfin.2007.12.038.
48. Morck R. & Shleifer A. & Vishny R. W. (1990) Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *The Journal of Finance*. 45 (1), 31-48. Available from: doi: 10.1111_j.1540-6261.1990.tb05079.x.
49. Muhammad Faizan Malik & Abdul Wali Khan & Melati Ahmad Anuar (2014) Mergers and Acquisitions : A Conceptual Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4 (2) ,
50. Mueller D. C. (2003) *The Corporation - Investment, mergers and growth*. Routledge studies in business organizations and networks. London, Routledge.
51. Perry K. M. & Porter R. (1985) Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger, *American Economic Review*, 75 (1), 219-27
52. Pilloff S. J. & Santomero A. M. (1997) The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions. The Wharton School, University of Pennsylvania

53. Rahman M. & Lambkin M. & Hussain D. (2016) Value Creation and Appropriation following M&A: A Data Envelopment Analysis. *Journal of Business Research.*, 5628 - 5635.
54. Resti A. & Siciliano G. (2001) Do bank acquisitions increase shareholders' wealth? A comparison between market-based and accounting-based performance indicators for some Italian banks" *Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=223523>*
55. Ruback S. R. & Jensen M. (1983) The Market for Corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11 , 5-50
56. Shleifer A. & Vishny R. W. (1988) Value Maximization and the Acquisition Process. *The Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 7-20. Available from: <http://www.jstor.org/stable/1942737> [Accessed: 24/06/2014 22:47].
57. Singh H. & Montgomery C. (1987) Corporate Acquisition Strategies an Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 8 (4) , 377-386
58. Sirower M. & O'Byrne S. (1998) The measurement of Post- Acquisition Performance: Toward a Value-Based Benchmarking Methodology. *The Journal of Applied Corporate Finance*, 11 (2), 107-121
59. Schmutz D (2006) Cross-border bank mergers: who gains and why? *Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=924373>*
60. Stigler G. J. (1950) Monopoly and Oligopoly by Merger. *The American Economic Review. In: Papers and Proceedings of the Sixty-second Annual Meeting of the American Economic Association*, 40 (2), 23-34. Available from: <http://www.jstor.org/stable/1818020> [Accessed: 28/06/2014 09:14].
61. Walter I. (2004) *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance - What Works, What Fails, and Why*. New York, Oxford University Press.
62. Wu S. (2012) The Wallis Report and Implications of Bank Mergers for Efficiencies. *School working Papers-Economic series 2006*. School of Accounting, Economics and Finance, Deakin University, Australia.
63. Zhu J. (2009) *Quantitative Models for Performance Evaluation and Benchmarking - Data Envelopment Analysis with Spreadsheets*. Int. series in

operations research & management science. Second Edition, New York, Springer
Science + Business Media.